

UNIVERSITÁ DEGLI STUDI DI PADOVA

FACOLTÁ DI SCIENZE STATISTICHE  
CORSO DI LAUREA SPECIALISTICA IN STATISTICA E INFORMATICA



TESI DI LAUREA

**IL PIANO INDUSTRIALE COME STRUMENTO  
DI COMUNICAZIONE AL MERCATO:  
ALCUNE EVIDENZE EMPIRICHE**

RELATRICE: prof.ssa FEDERICA RICCERI

LAUREANDA: ANNA SACCARDO

MATRICOLA: 583696-STF

ANNO ACCADEMICO 2008/2009



## INDICE

PREMESSA	pag. III
CAPITOLO 1 – LA COMUNICAZIONE ESTERNA	pag. 1
1.1 – L’importanza della comunicazione delle aziende	pag. 1
1.2 – La comunicazione economico-finanziaria e non economico-finanziaria	pag. 6
1.3 – Le determinanti e gli effetti della comunicazione volontaria	pag. 9
CAPITOLO 2 – IL PIANO INDUSTRIALE	pag. 17
2.1 – Ruoli e obiettivi	pag. 18
2.2 – Struttura e contenuti	pag. 20
2.3 – Orizzonte temporale di riferimento e interrelazioni con il sistema dei piani aziendali	pag. 24
CAPITOLO 3 – LE REAZIONI DEL MERCATO E DEGLI ANALISTI	pag. 31
3.1 – Reazione del mercato alla comunicazione aziendale	pag. 31
3.2 – Le reazioni degli analisti	pag. 33
CAPITOLO 4 – PIANO INDUSTRIALE E BILANCI D’ESERCIZIO: UN’ ANALISI EMPIRICA	pag. 41
4.1 – Obiettivi e metodologia di analisi	pag. 41
4.2 – Il caso AcegasAps s.p.a.	pag. 45
4.2.1 – Obiettivi e risultati a confronto	pag. 47
4.2.2 – Reazione del mercato: i report degli analisti	pag. 53

4.3 – Il caso Banca Intesa s.p.a.	pag. 57
4.3.1 – Obiettivi e risultati a confronto	pag. 60
4.3.2 – Reazione del mercato: i report degli analisti	pag. 66
4.4 – Il caso CDC s.p.a.	pag. 71
4.4.1 – Obiettivi e risultati a confronto	pag. 73
4.4.2 – Reazione del mercato: i report degli analisti	pag. 75
4.5 – Il caso Parmalat s.p.a.	pag. 79
4.5.1 – Obiettivi e risultati a confronto	pag. 80
4.5.2 – Reazione del mercato: i report degli analisti	pag. 83
CAPITOLO 5 – CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	pag. 89
BIBLIOGRAFIA	pag. 95
RINGRAZIAMENTI	pag. 99

## **PREMESSA**

Questo elaborato ha come obiettivo quello di andare ad analizzare la comunicazione tra le aziende e gli stakeholder, nello specifico vuole verificare come le società si servono di un importante strumento qual è il piano industriale, esaminando in parallelo i report degli analisti. Il piano industriale è un documento molto rilevante ai fini comunicativi in quanto assume molti ruoli ed è funzionale ad un variegato insieme di soggetti.

Si è voluto dedicare un capitolo introduttivo all'importanza della comunicazione aziendale, ai suoi effetti sul mercato e sull'impresa e alla comunicazione del capitale intellettuale da parte delle aziende, risorsa che si sta rivelando sempre più importante per determinare il valore di una società. Con l'intensificarsi della concorrenza, con mercati sempre più globalizzati e con il nascere di nuove tecnologie, l'impegno dell'azienda nei confronti degli stakeholder deve diventare più attivo. Da qui, nasce l'esigenza di una comunicazione maggiormente completa, corretta e trasparente, che non si limita a quella obbligatoria, regolamentata da specifiche disposizioni.

Nell'insieme di tutti i mezzi della comunicazione volontaria, un ruolo molto importante è svolto dai piani industriali, i quali rappresentano sia lo strumento sia il risultato finale della pianificazione strategica. Questi documenti permettono ai manager di illustrare al mercato le intenzioni strategiche (a livello di singola Area Strategica d'Affari –ASA– e a livello corporate), le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi e le stime dei principali risultati attesi. Attraverso i piani industriali, l'azienda ha quindi la possibilità di integrare la comunicazione obbligatoria con una serie di informazioni orientate al futuro sia di natura economico-finanziaria che non economico-finanziaria.

Il secondo capitolo sarà dedicato alla spiegazione di cos'è un piano industriale definendo ruoli e obiettivi, di qual è il suo contenuto e come viene presentato, infine verranno spiegate le interrelazioni con il sistema della pianificazione aziendale.

Nel terzo capitolo verranno illustrate le reazioni del mercato e degli analisti finanziari alla comunicazione volontaria svolta dall'azienda, in particolare viene sottolineato il ruolo degli analisti e come le loro raccomandazioni vengono influenzate da determinate scelte comunicative.

Nel quarto capitolo verranno prese in esame quattro aziende quotate nella borsa italiana che recentemente hanno presentato un piano industriale al mercato. Si vuole in sostanza andare a verificare quanto la gestione a consuntivo rispecchia gli obiettivi prefissati, e cosa ne pensano gli analisti della comunicazione dell'azienda. Quindi si partirà da una breve descrizione dell'impresa e delle attività che svolge, si andrà poi ad analizzare il piano nella sua struttura e nei suoi contenuti, e infine verranno presentati i pensieri degli analisti in riferimento alla presentazione del piano e alla successiva comunicazione da parte dei gruppi aziendali. Si anticipa che le aziende operano in settori totalmente diversi gli uni dagli altri e tutte si trovano in una situazione in cui si avverte l'esigenza di una pianificazione maggiormente completa e particolareggiata. Infatti le prime tre sono reduci da una o più fusioni l'ultima invece è stata oggetto della procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi.

Infine, l'ultimo capitolo sarà dedicato alle considerazioni conclusive.

## **CAPITOLO 1 – LA COMUNICAZIONE AL MERCATO**

### **1.1 - L'IMPORTANZA DELLA COMUNICAZIONE DELLE AZIENDE**

La comunicazione rappresenta, per l'azienda, uno strumento di creazione e di diffusione del valore. Infatti, incide sulla sua capacità di attrarre in modo stabile e duraturo risorse e consensi dall'ambiente e inoltre, consente di far apprezzare all'esterno la sua dinamica economica. Per creare e diffondere valore, l'azienda deve riuscire a soddisfare il fabbisogno conoscitivo dei destinatari, facendo attenzione alle esigenze di riservatezza imposte dalle strategie competitive e sociali. L'informazione quindi è da considerarsi, ormai, come una vera e propria risorsa immateriale, che diventa strumento della strategia.

Sempre più da parte degli investitori, e degli stakeholder in generale, si evidenziano crescenti attese sulla qualità e quantità delle informazioni diffuse dai soggetti emittenti. A causa della diversa natura degli stakeholder, la richiesta di comunicazione è molto variegata, infatti gli interessati ad avere notizie sull'azienda sono davvero molti e tutti hanno degli scopi informativi diversi gli uni dagli altri. Con il termine stakeholder in sostanza, si fa riferimento a tutti quei soggetti portatori di interesse nei confronti dell'azienda; tra questi si ritrovano gli azionisti (attuali e potenziali), i finanziatori, i fornitori, i clienti, i dipendenti, lo stato o qualsiasi altro ente od associazione che interagisce con l'azienda; a seconda della natura dell'impresa si possono ritrovare in questo insieme anche gruppi locali, associazioni di settore e tanti altri. Ai fini di una maggiore chiarezza successiva, si precisa che in questo insieme di soggetti rientrano anche gli analisti finanziari, che necessitano delle informazioni per poter svolgere il loro ruolo di “dispensatori di consigli” all'interno del mercato.

Ogni stakeholder ha delle esigenze informative diverse, gli azionisti sono sicuramente tra tutti i soggetti quelli che necessitano una panoramica

maggiormente approfondita dell'azienda, in quanto proprietari della stessa. I finanziatori hanno interesse che l'impresa sia sana e sia gestita bene in modo da ridurre l'incertezza insita nei loro investimenti. I fornitori sono interessati a capire la visuale prospettica dell'azienda, in modo da essere preparati ad eventuali cambi dei rapporti contrattuali. I clienti, hanno interessi diversi a seconda del prodotto/servizio fornito dall'azienda. Quindi, soddisfare le esigenze conoscitive degli stakeholder non è una cosa semplice e richiede molto impegno.

Per molto tempo la comunicazione aziendale ha fatto riferimento solamente all'informativa obbligatoria di natura contabile, fondata sulle grandezze di reddito e di capitale. Il bilancio d'esercizio rappresenta il mezzo per eccellenza della comunicazione obbligatoria svolta dall'azienda, ma si tratta di un documento considerato da molti assai rigido e standardizzato. Il bilancio è formato da tre diversi prospetti: il conto economico, lo stato patrimoniale e la nota integrativa; inoltre in tempi recenti, viene sempre più spesso presentato corredato dalla relazione sulla gestione. Per propria natura il bilancio è un documento contabile dalla visione storica i cui dati fanno riferimento ad un arco temporale breve, l'esercizio, proprio per questo si è sentita la necessità di affiancarlo ad un documento "narrativo" che permetta di migliorarne la comprensione e di ampliarne la capacità informativa.

I rilevanti cambiamenti che da alcuni anni stanno coinvolgendo la dinamica aziendale, quali: la crescita dimensionale, la globalizzazione dei mercati finanziari e lo sviluppo delle comunicazioni via Internet, hanno evidenziato i limiti delle poste di bilancio in termini di efficacia comunicativa, rispetto alle esigenze conoscitive delle diverse categorie di utilizzatori. Di conseguenza molti studiosi si sono chiesti se il bilancio sia uno strumento informativo superato, oppure sia, sì, uno strumento indispensabile, ma necessita di essere integrato da informazioni complementari. In particolare, si è sentita fortemente l'esigenza di fornire agli utilizzatori del bilancio, informazioni che completino la panoramica aziendale attraverso l'uso di documenti che guardino al futuro e che, quindi, permettano agli stakeholder di formulare un giudizio attendibile sulla prevedibile evoluzione della gestione. Dato che non esiste tuttora un obbligo normativo che fa riferimento a questi documenti, si parlerà da ora in avanti di comunicazione volontaria.



Già da qualche anno si è verificato un ampliamento della varietà di informazioni diffuse volontariamente rispetto al passato, un accorciamento dei tempi di erogazione delle informazioni, un aumento della gamma di strumenti di comunicazione impiegati e un utilizzo di nuovi canali di diffusione dei prospetti informativi. A questo punto però, per le aziende, sorge l'esigenza di definire un'efficace politica di comunicazione, ponderando attentamente i benefici e i sacrifici connessi all'ampliamento della portata dell'informativa economico-finanziaria; si tratta quindi di stabilire i principi e i criteri da seguire nel processo comunicativo e di selezionare i contenuti informativi da divulgare all'esterno.

Dall'altra parte gli organismi di regolamentazione, poiché hanno il compito di ridurre l'asimmetria informativa e di tutelare la parte debole del processo comunicativo, sono chiamati a valutare l'opportunità di un intervento normativo sui profili informativi tradizionalmente lasciati alla comunicazione volontaria dell'azienda e a promuovere il rispetto dei principi di attendibilità e correttezza delle informazioni. Un tentativo verso una regolamentazione flessibile che si articola su vari livelli, è stato recentemente proposto da Di Piazza ed Eccles (2002); tale schema si compone:

- ad un livello generale di un insieme di principi contabili generalmente accettati (come gli US GAAP o gli IFRS);
- ad un livello intermedio di un insieme di standard, con oggetto la misurazione e il reporting di informazioni specifiche per il settore di appartenenza dell'impresa e sviluppati sulla base delle indicazioni che provengono dagli stessi settori;
- ad un livello aziendale di raccomandazioni relativamente alle dimensioni specifiche dell'informativa societaria come corporate governance, strategie, piani, misure di performance, rischi e i sistemi per il loro monitoraggio e la loro gestione.

In tempi recenti si è percepito un interesse verso la regolamentazione delle informazioni non economico-finanziarie da parte di tutti gli attori del mercato e vi sono stati numerosi tentativi di introdurre una struttura standard. Purtroppo gli organismi di regolamentazione hanno finito per complicare sempre più i modelli

di presentazione del bilancio, rendendo maggiormente difficile per le aziende sottostare a tutti gli obblighi normativi, senza con questo produrre degli standard idonei a presentare al mercato le informazioni di cui questo necessita. Fortunatamente a fianco a questo complicarsi della regolamentazione sono stati introdotti nelle pratiche aziendali alcuni modelli flessibili adatti alla presentazione delle informazioni sia di natura economico-finanziaria che non economico-finanziaria, ciò è stato possibile anche grazie al lavoro di organismi di controllo e di associazioni professionali (quali AICPA, ICAEW, FASB, CICA, ecc.). Purtroppo le aziende che applicano questi modelli di reporting in maniera efficace non sono ancora molte, e si percepisce un'insoddisfazione da parte degli investitori, i quali lamentano che le informazioni divulgate sono solamente quelle richieste dalla normativa ed il baricentro della comunicazione è ancora troppo spostato sui risultati economico-finanziari storici; il mercato necessita invece di una visione maggiormente "forward looking".

Nella costruzione di questi modelli per il reporting si è volta l'attenzione verso l'individuazione di alcune aree di comunicazione che permettano di coniugare la valutazione dei risultati conseguiti, con l'illustrazione dei risultati prospettici, di porre attenzione al breve come al medio lungo termine, di individuare le variabili determinanti del vantaggio competitivo, indispensabili per il raggiungimento di una performance di successo. Un insieme quindi di dimensioni, di variabili e di misure economico-finanziarie e non economico-finanziarie, dove queste ultime diventano il completamento delle prime, arrivando al paradosso di Amir e Lev (1996) per cui talvolta il modo migliore di valutare le prospettive economico-finanziarie di un'impresa sia quello di fare riferimento e di utilizzare principalmente indicatori non economico-finanziari.

Bozzolan (2005) afferma che questi schemi di reporting, proposti da associazioni professionali e da organi di controllo del mercato, condividono alcuni requisiti che devono guidare la scelta delle informazioni da comunicare.

I principali requisiti sono individuati nei seguenti punti:

- materialità, rilevanza ed affidabilità: la comunicazione generale deve influenzare il perseguimento degli obiettivi di business e delle strategie di

investimento degli utilizzatori, focalizzando l'attenzione sulle informazioni critiche per le valutazioni che essi devono effettuare;

- completezza e orientamento sistemico: le informazioni devono riguardare la performance, l'assetto strutturale dell'impresa e la visione strategica di cui sono portatori i vertici aziendali;
- orientamento al passato e al futuro: le informazioni devono riguardare aspetti della vita aziendale sia attuale che prospettica;
- commercial sensitive: l'informazione può non essere comunicata se il suo effetto risulta fortemente dannoso per l'azienda, anche se si dovrà cercare un equilibrio tra le esigenze di trasparenza e quelle di riservatezza in merito alle informazioni che potrebbero favorire i concorrenti diretti;
- rilevanza temporale (immediatezza): con specifico riferimento ad informazioni riguardanti eventi rischiosi, è necessario tenere in considerazione il momento nel quale si ritiene possano manifestarsi gli effetti attesi;
- comprensibilità e chiarezza: l'informazione deve essere destinata a soggetti che hanno una certa conoscenza del business dell'impresa e deve essere usato un linguaggio accessibile con l'impiego di indicatori atti a esprimere al meglio i fenomeni aziendali secondo chiare modalità di presentazione dell'informazione.

Le informazioni a cui questi schemi fanno riferimento sono principalmente di natura non economico-finanziaria, di natura prospettica e relative a rischi ed asset intangibili; sembra non sia rilevante per gli ideatori di questi modelli il fatto che le informazioni siano presentate in forma quantitativa o qualitativa. Appare quindi evidente, che l'obiettivo di questi schemi sia quello di aumentare e completare le informazioni di natura contabile contenute nel bilancio, che viene considerato insufficiente ai fini della comunicazione al mercato.

## 1.2 – LA COMUNICAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA E NON ECONOMICO-FINANZIARIA

Tutte le aziende dispongono di un sistema informativo interno che necessariamente genera una serie di dati e misure il cui limite inferiore corrisponde a soddisfare i vincoli normativi in termini di rendicontazione esterna. Generalmente le aziende producono e hanno a disposizione un insieme di informazioni espresse con un linguaggio sia di natura economico-finanziaria che non economico-finanziaria, le quali vengono utilizzate a fini gestionali e decisionali; queste informazioni superano in modo significativo la quantità che deve essere contenuta obbligatoriamente all'interno del bilancio di esercizio, e presentano differenti caratteristiche. Alcune sono di natura retrospettiva e permettono un'analisi molto più articolata su quanto comunicato all'interno dell'informativa obbligatoria, altre sono di natura prospettica e forniscono indicazioni sulle dinamiche attese di sviluppo; altre ancora possono riguardare specifiche aree, funzioni e unità operative, così come avere come oggetto processi o attività di natura operativa.

Simmetricamente, il mercato necessita di una serie di misure sia economico-finanziarie che non economico-finanziarie. Già da quanto anticipato nel paragrafo precedente si può percepire che vi sono alcune informazioni comunicate dalle imprese, che non sono riconosciute utili dagli utilizzatori esterni, e al contrario, vi sono informazioni delle quali gli utilizzatori esterni sentono la necessità in quanto ritenuti importanti, ma che non vengono comunicate. Questa divergenza crea il cosiddetto gap informativo.

Allo scopo di ridurre questo gap informativo vi è un ampio consenso sulla necessità che i modelli di reporting aziendali debbano contenere informazioni in grado di ampliare la comunicazione fornita dai soli prospetti contabili, i quali enfatizzano la dimensione retrospettiva, quantificabile e misurabile economicamente e finanziariamente. Come illustrato molti studiosi, organismi di controllo e associazioni professionali sentendo la necessità di maggiori informazioni orientate al futuro e alle misure non economico-finanziarie si sono operati per produrre degli schemi di report, al fine di completare la comunicazione

obbligatoria. Bozzolan (2005) sottolinea la sempre maggiore importanza assunta dalla parte “narrativa” dei documenti che compongono il bilancio (le relazioni sulla gestione, che sono state usate ai fini dell’analisi). Questo aspetto della comunicazione economico-finanziaria è stato individuato come cruciale per perseguire il desiderato incremento della qualità dell’informazione rivolta al mercato. Molti enti regolatori hanno cominciato a focalizzare la propria attenzione nei confronti del contenuto dei documenti "narrativi" che sono parte o che accompagnano il bilancio.

In via generale, il contenuto delle relazioni sulla gestione è finalizzato sia all'illustrazione e alla chiarificazione delle informazioni qualitative e quantitative contenute nei prospetti contabili sia a chiarire le misure di sintesi ivi contenute secondo una prospettiva temporale e con una logica di maggiore approfondimento.

La comunicazione volontaria (secondo quanto proposto da alcuni tra i più importanti diffusi schemi finalizzati al reporting esterno) deve permettere agli operatori del mercato di arrivare a una valutazione della combinazione rischio/rendimento tipica di una impresa secondo la prospettiva del management. Di conseguenza alle imprese, per andare incontro alle aspettative del mercato di ridurre il gap informativo, è richiesta una sempre maggiore attenzione alla comunicazione delle determinanti del valore e delle informazioni prospettiche in modo che il mercato acquisisca consapevolezza su quali sono i processi alla base del successo competitivo e che guidano il formarsi di risultati aziendali.

Per determinare efficacemente le determinanti del valore il mercato necessita di informazioni aggiuntive riguardanti il capitale intellettuale. Infatti, la presentazione del capitale intellettuale secondo le regole contabili non è adeguata a far cogliere e a fornire informazioni sulle dimensioni e sulle variabili, in quanto tali risorse non sono riconducibili alla definizione contabile di asset. Inoltre la mancanza di una correlazione tra il costo sostenuto e il valore dei benefici futuri rende inadeguate le informazioni basate sul costo per determinare il valore di queste risorse in relazione al loro contributo per la realizzazione di risultati futuri. Prima di esaminare le maggiori critiche mosse da alcuni studiosi in questo ambito, si ritiene utile esaminare la tripartizione del capitale intellettuale proposta da

Sveiby (1997): interno, esterno e umano individuando per ognuno delle sottocategorie.

Il capitale interno si divide in:

- proprietà intellettuali: brevetti, copyright e loghi-marghi;
- infrastrutture: cultura, processi di management, sistemi informativi, sistemi di networking e progetti di ricerca.

Il capitale esterno si esprime in:

- reputazione dei marchi, clienti, fedeltà dei clienti, canali distributivi, accordi di collaborazione, collaborazioni di ricerca, partnership finanziarie, accordi di licensing e accordi di franchising.

Il capitale umano si manifesta attraverso:

- know-how, formazione, dipendenti, conoscenze legate ai processi aziendali e competenze legate ai processi aziendali.

Dalle ricerche di García-Meca (2005) emerge che l'asimmetria informativa tra i manager e gli investitori sembra attribuibile in gran parte alle informazioni sul capitale intellettuale. Di conseguenza, i manager devono migliorare la misura della divulgazione e la qualità delle informazioni diffuse.

Sempre dalle ricerche risulta che le informazioni circa i prodotti delle imprese, la coerenza e la credibilità della strategia, i nuovi investimenti, la leadership e le marche sono le voci più segnalate agli analisti finanziari nelle riunioni delle aziende. D'altro canto la cultura aziendale, gli investimenti ambientali, e la responsabilità sociale sono gli elementi meno divulgati. Anche la capacità e l'efficienza sono elementi frequentemente messi in evidenza. Una parte sostanziosa delle presentazioni viene dedicata alla ripartizione delle vendite annue per prodotto o per segmento, ordini, nuovi clienti, e a informazioni sui rapporti con i clienti.

L'esperienza dei dirigenti nella categoria delle risorse umane viene sottolineata in maniera rilevante da parte delle aziende, i top manager di qualità sono un tema importante per la comunità degli investitori. Al contrario le qualità dei dipendenti sono spesso ignorate nella strategia di comunicazione aziendale.

Quello che emerge maggiormente rispetto a questo argomento è la non piena soddisfazione dei diversi stakeholder, in quanto le aziende generalmente non inseriscono nella comunicazione volontaria tutte le informazioni che riguardano il capitale intellettuale ma solamente quelle a loro più congeniali, anche per paura (soprattutto nel campo della ricerca) di perdere il proprio vantaggio competitivo in favore dei concorrenti.

### 1.3 – LE DETERMINANTI E GLI EFFETTI DELLA COMUNICAZIONE VOLONTARIA

L'attenzione è stata rivolta finora, all'importanza della comunicazione aziendale verso il mercato, di come questa debba avvenire e di cosa debba contenere, ma non si è fatta molta chiarezza sul cosa provoca un maggiore o minore livello di comunicazione da parte delle aziende, inteso sia in termini quantitativi ma soprattutto qualitativi. Recentemente si sono svolte numerose ricerche sulle motivazioni che inducono un'impresa ad essere maggiormente impegnata nella comunicazione volontaria rispetto ad altre. Singhvi e Desai (1971) hanno ritrovato che lo stato di quotazione nei mercati azionari e la dimensione dell'azienda influiscono sul livello delle informazioni trasmesse al mercato, invece Buzby (1975) ha riscontrato che mentre lo stato di quotazione non è influente, la dimensione dell'azienda ha una enorme rilevanza ai fini della determinazione del livello della comunicazione. Successivi studi hanno confermato la ricerca di Singhvi e Desai per cui le aziende quotate sono portate a fornire maggiori livelli di comunicazione (Firth 1979, Cooke 1989a, 1989b e Wallace et al., 1994). Wallace et al. (1994) ha ritrovato nelle sue ricerche una positiva associazione tra il leverage e il livello di informazioni diffuse sul mercato. Singhvi e Desai (1971) sostengono che un'alta profittabilità motiva i manager a fornire maggiori informazioni perché ciò aumenta la confidenza degli investitori che si tramuta in un aumento dei compensi del manager. Viene anche sostenuto (Cooke 1989a, 1989b; Wallace et al., 1994; Wallace e Naser 1995) che un'alta profittabilità è probabile che segnali al mercato una superiorità nelle performance. Lo studio di

McNally et al. 1982 ha riscontrato che un grande seguito di analisti finanziari ha una relazione significativa con il livello della comunicazione anche se Singhvi 1968 e Wallace et al. 1994 hanno dimostrato il contrario. Riassumendo, sembra esserci una relazione tra il livello di divulgazione delle informazioni e alcune caratteristiche dell'azienda, quali ad esempio: le sue dimensioni, lo stato di quotazione nel mercato, la numerosità dei mercati in cui è quotata, il tipo di mercati in cui è quotata, la numerosità di stakeholder interessati a ricevere notizie dall'azienda (in particolare il seguito degli analisti finanziari), la normativa dei paesi in cui questa opera, la profittabilità e altro ancora.

Ruiz Albert et al. inizia lo studio affermando che molti autori hanno riscontrato una significativa relazione tra le dimensioni di una società e il suo livello di comunicazione. Sottolinea però che questa caratteristica può essere associata ad altri attributi dell'azienda, non è chiaro soprattutto il perché le società di grandi dimensioni abbiano la tendenza a svolgere una maggiore divulgazione di informazioni, quindi non si capisce se è dovuto alla dimensione o a ciò che la dimensione comporta. Le aziende di grandi dimensioni infatti:

- sono generalmente quotate in borsa;
- hanno costi per la produzione delle informazioni relativamente più bassi ed è probabile che professionisti e sistemi informativi siano impiegati nella produzione stessa;
- esiste un risparmio globale dei costi, realizzato grazie al fatto che la produzione delle informazioni avviene a livello centralizzato;
- operano in più paesi e quindi devono rispettare maggiori obblighi di comunicazione al pubblico;
- hanno meno probabilità di generare uno svantaggio competitivo dalla divulgazione di informazioni, rispetto alle piccole aziende;
- sono maggiormente visibili e politicamente più sensibili.

Vari studiosi nelle loro ricerche hanno dimostrato che le aziende quotate comunicano maggiori informazioni di quelle che non lo sono (Singhvi e Desai, 1971, Firth, 1979 e Cooke, 1989a, 1989b), quelle che sono quotate in grandi mercati hanno un livello di comunicazione più alto di quelle che sono quotate in piccoli (Malone et al., 1993) e quelle che lo sono in più mercati di differenti paesi



comunicano di più di quelle quotate in un singolo paese (Cooke, 1989 e Wallace et al, 1994). Sebbene sia vero che più importanti e numerosi sono i mercati in cui la società è quotata maggiore è la comunicazione richiesta, dall'altra parte è anche vero che la grandezza o la numerosità dei mercati in cui è quotata l'azienda sono direttamente proporzionali alla grandezza della stessa.

Kamran e Courtis (1999) nella loro ricerca cercano attraverso una particolare analisi, di trovare un risultato trasversale ai vari studi effettuati su questo argomento cercando di eliminare gli effetti dovuti alla numerosità del campione, ai differenti metodi statistici utilizzati, alle differenti impostazioni delle ricerche (anche nella scelta degli indici che quantificano il livello di comunicazione), al numero e al tipo delle caratteristiche aziendali prese in esame.

Alla fine delle loro analisi sono giunti alla conclusione che il livello di divulgazione delle informazioni è in stretta relazione alla dimensione dell'impresa e che i differenti risultati che si ottenevano in altre ricerche erano essenzialmente dovuti alla scelta dell'indice utilizzato per determinare il livello di comunicazione. Hanno altresì riscontrato una relazione positiva anche tra il livello di comunicazione e lo stato di quotazione nella borsa.

Secondo altri studi è possibile riscontrare che il numero di stakeholder che segue l'azienda può influenzare l'ammontare delle informazioni comunicate. Ma sia dallo studio di Ruiz Albert et al. sia da quello di Kamran e Courtis non sembrano esserci evidenze empiriche che dimostrino questa relazione. Altri studi dimostrano che la profittabilità di un'azienda incide sul suo livello di comunicazione ma anche in questo caso la ricerca di Karman e Courtis non sembra supportare questa tesi, che invece trova una relazione positiva tra la quantità di informazioni divulgate e il leverage della società.

Quindi un'azienda nella comunicazione al mercato deve soddisfare gli obblighi normativi, le esigenze dei diversi stakeholder, soppesando i vari costi/benefici (riducendo così il gap informativo), ed è condizionata dalle proprie caratteristiche aziendali e dalla situazione di performance che sta vivendo.

A seguito della comunicazione volontaria si creano una serie di effetti positivi, che dovrebbero portare ad invogliare i manager verso una maggiore disclosure,

ovviamente i benefici vanno sempre presi in considerazione con i relativi costi e rischi a cui la società va incontro per ottenerli. Il livello di comunicazione assunto dall'azienda (inteso, come in precedenza sia in senso quantitativo che qualitativo) non permette da solo di raggiungere tutti i benefici desiderati, ma deve essere appoggiato da una gestione corretta della diffusione delle informazioni al mercato, che la porta quindi ad essere considerata dallo stesso come affidabile e credibile.

Come si è esposto precedentemente, negli ultimi anni la comunicazione aziendale ha acquisito notevole rilevanza, tanto da essere considerata parte integrante della strategia d'impresa. Un'informativa ampia ed esaustiva è il presupposto per impostare su basi solide e durature il rapporto tra l'impresa ed i soggetti che vi apportano capitale di credito e capitale di rischio. In questo senso, un'efficace strategia di comunicazione deve consentire un dialogo proficuo con i diversi soggetti interessati a fornire capitali. Bozzolan (2005) aggiunge che alla base del successo di questa comunicazione vi è il fatto che essa deve risultare credibile e affidabile. La costruzione della credibilità strategico-reddituale si fonda sulla credibilità informativa dell'impresa. Quando il top management vuole segnalare che ha uno standard qualitativo elevato perché ha gestito bene l'impresa conseguendo dei risultati soddisfacenti, il mercato deve percepire sia che l'informazione è affidabile, sia che tali risultati economico-finanziari di breve termine non abbiano eroso la capacità competitiva dell'impresa nel medio lungo termine. Se ciò non è confermato nel tempo, ogni ulteriore segnale che proviene da quel team manageriale, anche se cambia impresa, risulterà poco credibile. Allo stesso modo, se il management ha una propria credibilità nella produzione e nella comunicazione di informazioni al mercato, risulterà più semplice comunicare risultati negativi rendendone esplicite anche le cause. Questo comportamento segnala al mercato che non si stanno cercando giustificazioni per il fatto che non si è riusciti ad ottenere gli obiettivi dichiarati in precedenza ma, consapevoli dell'insuccesso, lo si segnala al mercato individuandone anche le cause. La conseguenza è che, se il mercato giudica le cause che hanno portato al mancato raggiungimento degli obiettivi come temporanee, superate oppure gestibili, non vi sarà un effetto sulla quotazione del titolo come quello che sarebbe potuto esserci

nel caso in cui non ci fosse stata nessuna comunicazione, oppure se la stessa si fosse limitata alla parte obbligatoria.

La decisione di diffondere informazioni aggiuntive extra-contabili è tipicamente modellata in termini di costi/benefici. Alcuni effetti positivi della comunicazione aziendale sono la riduzione del costo del capitale e dell'asimmetria informativa. La comunicazione da parte delle aziende riduce i costi di transazione per gli investitori, porta ad un aumento della liquidità e riduce le incertezze sulla distribuzione dei dividendi.

Dallo studio di Guatri ed Eccles del 2000 si evidenzia che le informazioni diffuse dalle aziende non incidono solamente sul funzionamento del mercato ma anche sulle imprese stesse; dalla ricerca emergono una serie di vantaggi percepiti grazie all'uso della comunicazione volontaria, in ordine sono:

- aumento della credibilità sia dell'azienda che dei suoi manager;
- maggiore facilità d'accesso ai capitali;
- aumento del numero degli investitori a lungo termine;
- aumento del valore delle azioni;
- aumento della liquidità delle azioni;
- aumento dell'attenzione da parte degli analisti finanziari;
- aumento del rapporto prezzo/utili;
- riduzione dell'intervento politico o legislativo;
- miglioramento del rapporto con i fornitori;
- riduzione dell'instabilità nell'andamento dell'azione.

La comunicazione volontaria di informazioni di natura extra-contabile però, ha alcuni svantaggi per l'azienda, specialmente i costi per la preparazione e la diffusione, ma può anche mettere l'azienda in una posizione di svantaggio competitivo. Da recenti studi (García-Meca, 2005) emerge che le aziende sono propense a divulgare le proprie strategie, i processi di creazione del valore e la situazione della propria clientela ma rimangono restie a dare informazioni relative a ricerca, sviluppo e innovazione a causa della paura di uno svantaggio competitivo. Da questi studi nasce anche l'idea che l'asimmetria informativa tra i manager e gli investitori sia attribuibile alle informazioni sul capitale intellettuale.

A fronte di tutto ciò i manager devono aumentare la quantità e la qualità delle informazioni diffuse, al fine di offrire agli investitori una maggiore trasparenza della gestione dell'impresa. Bisogna considerare ciò che ha sottolineato la ricerca di García-Meca e cioè che da parte dei manager questo aumento del livello della comunicazione può non essere visto di buon grado.

Eccles (2001) si è occupato di dare spazio al perché i manager, nonostante abbiano avuto modo di conoscere già da alcuni anni l'esistenza e la consistenza del gap informativo, non abbiano lavorato con tutte le proprie forze al suo annullamento. Quello che non viene detto, nella maggior parte delle ricerche prese in esame precedentemente, è che i manager sono convinti di svolgere un buon lavoro nella comunicazione al mercato, sopravvalutandosi, non tengono in considerazione il giudizio espresso da quest'ultimo. I manager sono convinti di dare del loro meglio, per comunicare tutte le informazioni che il mercato vuole, mentre gli stakeholder non la pensano allo stesso modo. Un primo passo fondamentale da parte dei manager, sta quindi, nel rendersi conto che esiste un problema nella divulgazione di informazioni e che deve essere risolto.

Si è già avuto modo di sottolineare tutti i benefici che la comunicazione porta con sé ma molti manager devono ancora prendere piena coscienza della cosa perché si soffermano eccessivamente ad analizzare le loro motivazioni che li portano a non aumentare la comunicazione. Non mettono in risalto i benefici: l'aumento della propria credibilità, la possibilità di ottenere investitori a medio lungo termine, l'aumento del seguito degli analisti finanziari, l'aumento delle possibilità di accesso a nuovi capitali e l'aumento di valore delle azioni; ma forse per propria comodità, preferiscono continuare a sottolineare tutte le ragioni per le quali a loro risulta sconveniente investire in una migliore comunicazione volontaria.

Eccles (2001) espone 10 ragioni, raccolte da diversi manager, per non aumentare la trasparenza relativa ai piani e alle performance. La prima è che il mercato guarda solo ai profitti, ma questo non è assolutamente vero, anzi semmai è il contrario, in quanto il mercato richiede una serie di misure di performance e per tutte desidererebbe avere migliori informazioni. I manager affermano di fornire già molte informazioni, si deve comunque sottolineare che il mercato non critica tanto la quantità ma più che altro la qualità delle informazioni divulgate. Una terza

ragione è che una volta che si inizia a diffondere un certo tipo di informazioni non si può più tornare indietro, e ovviamente se il mercato ritiene utili determinate misure di performance le richiederà sempre nelle successive occasioni di incontro. Se i manager, dovessero smettere di fornire determinate informazioni dovrebbero motivarlo con molta cura, altrimenti questa decisione si ripercuoterebbe su di loro con una perdita di fiducia da parte del mercato. Sicuramente non è da sottovalutare il costo per la produzione e la diffusione, ma grazie ad Internet almeno la seconda avviene a costi sempre minori, invece la produzione, soprattutto di certe misure di performance risulta difficile e costosa, perché complicata da monitorare. Come quinta ragione i manager sostengono che non importa quanto viene comunicato, gli stakeholder pretenderanno sempre di più, questa affermazione è vera solo in parte, infatti una volta assottigliato il gap informativo la pressione del mercato diminuirà. Un'altra motivazione è che la comunicazione di performance negative produrrà una caduta sui prezzi delle azioni (ma come spiegato precedentemente, Bozzolan sostiene che basta che sia motivata e che il manager nel contempo presenti una strategia di recupero). Molte delle misure richieste dal mercato sono considerate dai manager irrilevanti ai fini valutativi della loro azienda, esiste il rischio che i concorrenti possano usare le informazioni contro la società (ma è più facile a dirsi che a farsi). I clienti e i fornitori potrebbero capire quanta ricchezza viene prodotta e quindi porre l'azienda in una situazione di svantaggio nella stesura di nuovi contratti. Infine, vi potrebbero essere dei rischi di contenzioso dovuti alla divulgazione di informazioni forward-looking.

In sostanza esistono dei rischi e degli svantaggi da parte dell'azienda nell'aumentare il livello di comunicazione alcuni motivati altri assolutamente infondati, ma una comunicazione più ampia, come si evince da quanto scritto finora porta ad una migliore gestione dell'azienda. Una migliore comunicazione comporta una migliore pianificazione della strategia e questo si traduce in una migliore performance e di conseguenza meno svantaggi. Come afferma Eccles (2001) si instaura quindi un circolo virtuoso.

Concludendo la decisione riguardante il livello della comunicazione non è a piena discrezione dei manager in quanto può essere indotta dalla struttura aziendale, da alcune sue caratteristiche o dall'ambiente in cui essa opera, manca invece da parte di molti manager la piena consapevolezza dell'effettivo rapporto costi/benefici. Ovviamente il mercato si preoccupa solo in parte dei costi e dei rischi che l'azienda sopporta per comunicare le informazioni che esso desidera, ma di contro i manager non si rendono pienamente conto degli effettivi benefici che essi riuscirebbero a realizzare fornendo agli stakeholder le informazioni che necessitano, infatti non ci guadagnerebbe in fiducia solo l'azienda ma di riflesso anche la loro immagine.

## **CAPITOLO 2 – IL PIANO INDUSTRIALE**

Nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria, il bilancio d'esercizio pubblico può essere considerato lo strumento informativo per eccellenza e svolge un ruolo fondamentale all'interno dell'informativa aziendale, anche se, come già affermato nel capitolo precedente, non può, da solo, soddisfare completamente le necessità di conoscenza degli operatori economici esterni all'azienda. Infatti è sempre più forte l'esigenza di integrare l'informativa obbligatoria, con ulteriori informazioni di natura extra-contabile, al fine di rendere più trasparenti sia i risultati che le politiche aziendali.

Nuovi modelli di rendicontazione, indicatori di performance socio-ambientali, criteri di rilevazione dell'impatto sociale, sono stati individuati dal sistema imprenditoriale e sperimentati dalle aziende. Da un lato si vogliono sviluppare strumenti idonei per rispondere alle richieste di informazioni interne del management e dall'altro, si intende soddisfare le nuove e più raffinate esigenze conoscitive provenienti dai sempre più numerosi interlocutori sociali.

Secondo tale approccio l'azienda integra e adatta i suoi processi di comunicazione, estendendoli anche agli aspetti di gestione di carattere non strettamente economico e finanziario, al fine sia di garantire una più ampia comprensione dei suoi risultati attuali e prospettici, sia di ottenere la piena approvazione sul suo operato. Il sistema informativo assume così sempre più la struttura complessa di bilancio-relazioni-prospetti per rispondere alle esigenze conoscitive riferite all'impresa nel suo complesso. Al fine di soddisfare le esigenze informative delle diverse categorie di stakeholder e soprattutto, per fronteggiare le ridotte capacità del sistema di bilancio, di assolvere alle proprie funzioni informative, alcune imprese hanno iniziato, già da alcuni anni, a produrre accanto ai fascicoli di bilancio, ulteriori e sempre più esaurienti documenti annuali

“narrativi” che fornissero notizie su aree tradizionalmente non approfondite nel bilancio d’esercizio.

Da questo insieme di ragioni nasce l’attenzione sui piani industriali che, come si avrà modo di approfondire in questo capitolo, risulta essere un importante strumento nelle mani dell’azienda e dei vari stakeholder, sia per le informazioni economico-finanziarie sia per quelle non economico-finanziarie e soprattutto per la sua capacità di fornire una visione prospettica dell’operato aziendale. Questi documenti infatti, sono ricchi di elementi di natura economico-finanziaria, ma soprattutto contengono molte informazioni extra-contabili, quali ad esempio: la strategia a livello corporate e delle diverse divisioni aziendali, la ricerca, gli investimenti, gli sviluppi, le risorse umane e anche informazioni riguardanti i clienti.

## 2.1 – RUOLI E OBIETTIVI

Nell’attuale sistema competitivo è di fondamentale importanza, per le imprese di qualsiasi dimensione, realizzare una sistematica attività di pianificazione strategica che, partendo dall’analisi dell’ambiente competitivo di riferimento, consenta di definire le strategie e le azioni più efficaci che l’azienda dovrebbe attuare per il mantenimento o il rafforzamento dei propri vantaggi competitivi. Uno strumento rilevante del sistema di pianificazione è il piano industriale, il quale al contempo risulta esserne anche il prodotto.

In Mazzola (2003) viene data la definizione di piano industriale (business plan) quale documento che illustra in termini qualitativi e quantitativi le intenzioni del management relative alle strategie competitive a livello di aree strategiche d’affari (ASA) e al livello aziendale, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici e soprattutto diffonde la stima dei principali risultati attesi sul piano economico-finanziario, competitivo e talvolta anche sociale.



Sempre dal libro di Mazzola (2003) emerge che il business plan ha un ruolo vitale nell'ambito della gestione delle imprese in quanto risulta utile:

- al management, per affinare e precisare i contenuti della strategia elaborata e delle azioni cui è affidato il compito di assicurare una sua piena realizzazione;
- ai componenti il consiglio d'amministrazione, per svolgere appieno il proprio ruolo di indirizzo e controllo della società;
- all'impresa, per attirare le risorse, umane e finanziarie, necessarie all'attuazione piena delle strategie intenzionali o per coinvolgere altre economie, in accordi, alleanze, partnership di lungo periodo, e altresì alle aziende quotate, per ottenere una consapevole e convinta adesione da parte del mercato finanziario e degli investitori istituzionali ai progetti strategici intrapresi. (Il documento, infatti, costituisce uno degli elementi chiave, valutati dagli investitori, per decidere se impegnare i loro capitali in un'azienda.)

Nella guida presentata nel 2003 da Borsa Italiana si enfatizza l'utilità di una corretta strutturazione del piano industriale per tutte le imprese, che diventa essenziale per quelle quotate in borsa o per quelle che si apprestano a farlo. L'individuazione e l'illustrazione dell'andamento dei key value drivers diviene il presupposto per affrontare, in modo coerente e completo, le principali scelte operative necessarie all'implementazione degli obiettivi strategici, l'analisi della componente di rischio e le esigenze comunicative tipicamente richieste dal mercato (road show, presentazione dei dati finanziari, redazione dei documenti finanziari e dei comunicati stampa ecc.).

La redazione del piano per le aziende deve anche rappresentare un momento di confronto e di valutazione del proprio processo di pianificazione. Dal momento che la preparazione del piano non può sostituire il processo di creazione della strategia, la sua stesura presuppone sempre la lucida e consapevole elaborazione della strategia competitiva da parte del management.

La guida di Borsa Italiana definisce il piano industriale come il documento nel quale, a partire dalla presentazione delle strategie competitive di fatto operanti a

livello aziendale (corporate) e di area strategica d'affari (ASA) e dell'eventuale fabbisogno o opportunità di rinnovamento esistente, si procede a illustrare le intenzioni strategiche del management relative alle strategie competitive dell'impresa; le principali azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici; l'evoluzione dei key value drivers e dei risultati attesi.

In particolare la strutturazione del piano industriale dovrebbe permettere:

- la focalizzazione sulla creazione di valore nell'ambito di una visione di lungo periodo (spesso le esigenze operative di breve periodo non permettono ai manager di dedicare tempo all'analisi delle dinamiche settoriali, ai comportamenti dei competitor e all'individuazione di valide opportunità);
- la creazione di una guida per la gestione dell'attività aziendale (in quanto rappresenta uno strumento che guida le principali scelte operative e in particolare l'entrata in nuovi mercati, l'introduzione di nuovi prodotti e servizi, l'utilizzo di nuovi canali distributivi, l'ampliamento del portafoglio clienti e il reperimento di tutte le risorse necessarie all'implementazione degli obiettivi strategici);
- lo sviluppo di un utile processo di apprendimento (la sua redazione implica di solito un suo progressivo affinamento e dunque l'elaborazione di successive versioni all'interno di un processo iterativo);
- la preparazione al confronto con il mercato finanziario (la sua redazione e il relativo vaglio critico rappresentano un modo per prepararsi a spiegare e difendere le proprie scelte strategiche nei confronti del mercato finanziario al fine di limitare il rischio che esse non siano adeguatamente comprese e, per questo solo fatto, non approvate).

## 2.2 – STRUTTURA E CONTENUTI

Un piano industriale si basa su elementi sia qualitativi sia quantitativi. I primi sono tipicamente espressione di possibili evoluzioni di alcune variabili ambientali, i secondi comprendono le proiezioni economico-finanziarie relative al periodo di

piano e le misure di performance economiche e competitive che si dovrebbero ottenere al realizzarsi delle ipotesi di piano. In quanto differenti lati di un medesimo fenomeno, l'aspetto quantitativo e quello qualitativo del piano non possono essere separati.

A differenza di documenti altrettanto importanti quali ad esempio il bilancio, non vi sono norme precise per la compilazione del piano industriale, né una struttura standardizzata. Dalla guida presentata da Borsa Italiana, la struttura di un piano industriale prevede la presentazione in sequenza della strategia realizzata, delle intenzioni strategiche, del relativo fabbisogno o dell'opportunità di un suo rinnovamento, del progetto d'azione in cui le intenzioni strategiche si concretizzano, le principali ipotesi e i dati finanziari prospettici.

La strutturazione del piano industriale: uno schema standard proposto da Borsa Italiana:

### **1. Executive Summary**

- 1.1 Il progetto strategico proposto
- 1.2 Le principali azioni realizzate
- 1.3 Sintesi dei principali risultati attesi
- 1.4 Il management team

### **2. La strategia realizzata**

- 2.1 La strategia competitiva a livello aziendale
- 2.2 Le performance di gruppo
- 2.3 La strategia competitiva delle singole ASA
- 2.4 Le performance a livello di ASA

### **3. Le intenzioni strategiche**

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

### **4. L'action Plan**

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

## **5. Le ipotesi e i dati finanziari prospettici**

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

Nel primo paragrafo (executive summary) vengono sinteticamente presentati il progetto strategico, le principali azioni realizzative e i risultati attesi espressi tramite i principali indicatori di performance. Qualora sia decisivo, per la credibilità di quanto successivamente esposto, l'executive summary potrebbe fornire anche un breve profilo del gruppo di persone che ha partecipato alla definizione delle intenzioni strategiche e che è incaricato di guidare e gestire il processo di realizzazione del piano. La sezione dedicata alla descrizione della strategia realizzata ha l'obiettivo di fornire una descrizione dell'impostazione della strategia operante, esplicitando il collegamento tra i risultati ottenuti e le principali scelte strategiche effettuate. La sezione dedicata alle intenzioni strategiche oltre a illustrarle sia a livello corporate che a livello di singole ASA si sofferma sull'eventuale fabbisogno, o opportunità di rinnovamento strategico illustrando le ragioni che possono indurre a mutare la strategia o il progetto strategico che fino a quel momento hanno guidato l'impresa. Si tratta dunque di una fase in cui si valuta la situazione interna ed esterna all'azienda, non solo in termini statici ma anche in chiave dinamica. La parte del piano dedicata all'action plan illustra le azioni realizzative e la tempistica per realizzarle, l'impatto che avranno sul profilo economico-finanziario dell'azienda, i progetti di investimento e le modalità con cui l'azienda intende finanziarsi, l'impatto delle azioni sull'organizzazione dell'impresa e le condizioni e i vincoli all'implementazione. Tale sezione del piano evidenzia quindi quali azioni l'impresa intende intraprendere per colmare il divario esistente tra progetto strategico e strategia realizzata e contribuisce a rafforzare la credibilità delle possibili direttrici di miglioramento delle performance di lungo periodo dell'impresa. Infine, la sezione relativa alle ipotesi e alle prospettive economico-finanziarie illustra: il modello rappresentativo della logica economica aziendale e i collegamenti esistenti tra

variabili economiche e scelte strategiche; le principali ipotesi su cui si basa l'elaborazione delle prospettive economiche, patrimoniali e finanziarie; i prospetti reddituali, patrimoniali e finanziari relativi al periodo di piano costruiti sulla base del modello e delle assunzioni introdotte; l'andamento delle linee guida del gruppo e l'analisi di sensitività.

A seconda del messaggio che i manager vogliono inviare e a seconda dei destinatari, i diversi punti potranno essere più o meno sviluppati, infatti la struttura deve rappresentare solamente una linea guida che deve essere adattata all'azienda. Vi sono comunque delle regole da seguire durante il processo di pianificazione che porta alla costruzione di un piano, le quali possono influire sulla sua credibilità. Qui di seguito viene illustrato l'elenco proposto da Borsa Italiana:

- il processo di pianificazione deve essere coerente con l'approccio che il management utilizza nella conduzione dell'attività aziendale e non deve concretizzarsi in un'attività completamente estranea all'operatività quotidiana;
- il piano industriale deve essere sempre corredato dalle ipotesi elementari che consentono di comprendere come dalle scelte strategiche e dalle azioni realizzative pianificate si giunge ad ottenere delle previsioni quantitative; deve inoltre essere illustrato il modello economico utilizzato per costruire il piano industriale;
- non è da sottovalutare la fattibilità finanziaria del piano industriale, ovvero la capacità di finanziare sia internamente sia esternamente tutti gli impieghi previsti;
- occorre coerenza tra dimensionamento e qualità dell'assetto organizzativo da un lato, e i programmi di sviluppo presentati nel piano industriale dall'altro;
- tutte le scelte riguardanti l'entrata in nuove ASA ovvero l'entrata in nuovi mercati geografici devono essere illustrate spiegando come l'azienda intende reperire le risorse umane, organizzative, tecnologiche e tutte le altre competenze necessarie per raggiungere tali obiettivi;

- occorre avere sempre presente la variabilità del ciclo di vita del prodotto, soprattutto nei settori ad alto rischio di obsolescenza dello stesso o di quelli fortemente innovativi;
- è fondamentale fare previsioni, il più realistiche possibili, di costi e investimenti probabili ma non certi (ad esempio, campagna pubblicitaria per il lancio di un nuovo prodotto, ricorso ad agenzie di selezione del personale, ecc.);
- nel caso di realtà industriali-produttive occorre tenere conto di manutenzioni speciali, i cui costi possono gravare pesantemente sul conto economico;
- devono essere considerate tutte le componenti relative sia alla gestione ordinaria sia a quella straordinaria, che a volte vengono ritenute di importanza marginale, ma che invece possono avere impatti non trascurabili dal punto di vista economico-finanziario (ad esempio, bisogna considerare tutti i costi di *start-up* di investimenti per i quali si richiedono permessi, licenze o anche tempi di realizzazione burocraticamente lunghi e che modificano significativamente le proiezioni dei cash flow).

Redigere un buon piano credibile e affidabile non è un compito semplice ma può far pervenire all'azienda una serie di vantaggi non trascurabili.

### 2.3 – L'ORIZZONTE TEMPORALE DI RIFERIMENTO E

#### LE INTERRELAZIONI CON IL SISTEMA DEI PIANI AZIENDALI

Poiché lo scopo di fondo del piano industriale è valutare l'evoluzione dell'azienda, esso riguarda un periodo che eccede l'esercizio amministrativo. Nonostante la comprensibilità di tale constatazione, la determinazione dell'ampiezza del periodo di tempo che deve essere considerato nel piano, è un problema di non facile soluzione. Brunetti (1967) osserva, che partendo dalla premessa che l'azienda è un istituto economico atto a perdurare nel tempo e dall'assunto che sarebbe opportuno considerare la vita dell'azienda sempre nella

sua interezza, il piano industriale potrebbe estendersi per un periodo di tempo il più lungo possibile. Brunetti continua considerando, che al crescere dell'intervallo di tempo, aumentano le difficoltà di predeterminazione delle quantità che si devono accogliere nel piano. Quindi da un lato c'è l'esigenza di estendere l'orizzonte temporale, così da poter osservare la presumibile situazione di operatività a regime, del progetto strategico presentato e l'intero percorso necessario a raggiungerla. Dall'altro c'è l'opposta necessità di limitare il periodo di piano per minimizzare le difficoltà tipiche dell'attività previsionale, soprattutto in presenza di un'elevata incertezza di impresa e di ambiente. Convenzionalmente si dà soluzione a tale problema fissando un orizzonte di piano compreso fra i 3 e i 5 anni. Borsa Italiana, alle aziende che intendono quotarsi richiede di norma un piano industriale di 3 anni, che per di più corrisponde al periodo di tempo adottato dalle aziende prese in esame in questo elaborato.

Come afferma Giannesi (1956) i fenomeni non esistono mai allo stato isolato. Essi rientrano sempre in uno qualsiasi dei sistemi conosciuti. Quanto affermato vale anche per il piano industriale, il quale non è un oggetto slegato dalle dinamiche aziendali, ma si integra con il piano finanziario e il piano organizzativo nell'ambito del piano strategico, ossia il piano che illustra strategie operanti, fabbisogno di rinnovamento, intenzioni strategiche, azioni realizzative e performance con riguardo al complesso delle strategie aziendali.

A tal proposito Mazzola (2003) afferma che il piano industriale fornisce input di primaria importanza per l'elaborazione del piano finanziario ed è a sua volta influenzato dalle indicazioni provenienti da questo ultimo. Il piano industriale contiene una stima dell'ammontare e della dinamica temporale del presumibile fabbisogno finanziario, legato alla strategia competitiva che si vuole realizzare e una proiezione della struttura finanziaria dell'impresa. Si tratta di elementi essenziali per verificare la sostenibilità finanziaria del piano industriale e per formulare gli opportuni interventi di strategia finanziaria che assicurino una copertura finanziariamente equilibrata al progetto industriale; garantiscano una certa coerenza fra struttura prospettica del capitale investito e struttura finanziaria dell'impresa; contengano la rischiosità aziendale entro livelli accettabili e

preservino adeguati margini di flessibilità finanziaria. Il piano industriale fornisce inoltre, precise indicazioni sulla capacità prospettica della strategia intenzionale di raggiungere elevate performance competitive, sociali ed economiche e di incrementare quindi il valore di lungo termine dell'azienda.

Un'influenza reciproca esiste anche fra piano organizzativo e piano industriale. La modifica del contesto organizzativo può rappresentare un presupposto per la piena realizzazione di importanti progetti di rinnovamento dell'assetto strategico e per l'effettiva implementazione delle diverse azioni realizzative programmatiche.

Il piano industriale presenta anche rilevanti collegamenti con i piani operativi, relativi cioè alle singole funzioni (il piano commerciale, il piano produttivo, il piano di ricerca e sviluppo, il piano degli approvvigionamenti e così via). Da un lato gli stimoli e le indicazioni provenienti dai responsabili di funzione sono recepiti ed elaborati nel piano industriale; dall'altro, il piano industriale fissa l'indirizzo di strategia competitiva che deve trovare riflesso nei piani operativi successivamente elaborati e finalizzati alla sua realizzazione.

La predisposizione del piano industriale stimola un'attenta e consapevole riflessione sul futuro che spesso è limitata dal prevalere delle emergenze di breve periodo e dalle continue e pressanti esigenze dell'operatività quotidiana. Si deve comunque ricordare quanto già affermato e cioè che la formulazione della strategia competitiva non può svolgersi separatamente dall'operatività quotidiana, altrimenti il piano non risulterà credibile.

La partecipazione del management alla redazione del piano rappresenta quindi una buona occasione per spostarne l'attenzione verso la creazione e la sistemazione di strategie innovative. Inoltre, lo sviluppo del piano industriale agevola l'illustrazione, la codifica e la compiuta elaborazione delle intenzioni del management. In ogni caso, la letteratura sconsiglia (sia implicitamente che esplicitamente) di delegare completamente a soggetti esterni la redazione del piano, infatti nonostante si tratti di persone qualificate per uno sviluppo corretto dello stesso, mancano dell'abituale contatto con i problemi che l'impresa affronta quotidianamente.



La stesura del piano industriale rappresenta quindi l'occasione per combinare le conoscenze dei manager, con le informazioni raccolte e interpretate, nel corso di dettagliati studi d'ambiente e d'impresa, da analisti o esperti di tecniche di pianificazione. Altresì la creazione del piano industriale mette a confronto conoscenze relative a funzioni e business diversi, permettendo lo sviluppo di quella conoscenza multifunzionale, che è essenziale per concepire nuove sintesi imprenditoriali di valore e per il manifestarsi di opportunità di condivisione delle risorse o di trasferimento del know-how fra aree di business differenti. La redazione del piano industriale comporta un preciso sforzo di quantificazione di fenomeni, che rischierebbero altrimenti di restare a livello di pure percezioni, in forma del tutto implicita, e per tale via riduce la possibilità che ne sia sopravvalutata e sottovalutata la reale portata. L'attività decisionale è spesso condotta in assenza di informazioni quantitative che prospettino il probabile esito dei diversi indirizzi perseguibili, quindi la predisposizione del piano rappresenta un incentivo allo sviluppo della logica delle simulazioni economico-finanziarie, abitua a rigore dell'analisi, corregge la mentalità dei grossolani apprezzamenti affidati unicamente all'intuito, obbliga ad approfondire indagini e giudizi, fornisce schemi di ragionamento utilmente impiegabili, purché naturalmente se ne conoscano i limiti. La predisposizione del piano industriale rappresenta una buona opportunità per coinvolgere, anche in termini progettuali, i fornitori strategici, i distributori che hanno il controllo di taluni mercati e le aziende che realizzano prodotti e servizi di supporto indispensabili all'ampia diffusione del sistema di prodotto dell'impresa, per assicurare quindi quel coordinamento degli indirizzi strategici che è condizione indispensabile per il successo delle singole imprese.

La realizzazione della strategia competitiva richiede il contributo di numerosi attori e presuppone l'acquisizione di risorse normalmente scarse. A volte la realizzazione della strategia è subordinata al preliminare consenso o autorizzazione di interlocutori terzi con funzioni di controllo o vigilanza. In tutti questi casi, il piano industriale diventa un essenziale momento di presentazione della strategia competitiva e delle azioni realizzative, indispensabile per ottenere i consensi e le risorse necessarie (per esempio, nel caso di aziende quotate, dagli investitori istituzionali). L'esistenza di piani industriali credibili e validi, infatti,

come si avrà modo di approfondire in seguito, rappresenta un fattore che agevola e rende più trasparente la comunicazione tra impresa e mercati finanziari. In particolare, il piano industriale risulta molto utile per tutta la comunicazione finanziaria richiesta per l'IPO; la sua corretta strutturazione e quindi l'individuazione e l'illustrazione dell'andamento dei key value drivers, è il presupposto per affrontare, in maniera coerente e completa, la redazione del prospetto informativo e la strutturazione dell'analyst presentation e del road show. Un tipico equivoco, quindi, che conduce a fuorvianti sviluppi della logica del piano industriale è la strumentalizzazione di esso per soddisfare fini contingenti e politici. Ciò si verifica quando il piano industriale è utilizzato per dimostrare la superiorità di una strategia o di alcune azioni realizzative, a prescindere dalla loro effettiva validità. Tipicamente si ha un uso strumentale del piano industriale quando il management rinuncia a partecipare alla sua elaborazione, demandando il tutto a un gruppo di consulenti esterni, in questo ultimo caso il piano sembra maggiormente credibile ma poi non viene seguito nella realtà.

Concludendo, una compiuta elaborazione del piano industriale deve prevedere lo sviluppo delle prospettive economico-finanziarie connesse alla realizzazione delle strategie competitive a livello corporate e a livello ASA. In particolare, il piano deve contenere un insieme credibile e completo di prospetti economici, patrimoniali e finanziari che offrano una stima, in piena coerenza con le caratteristiche del progetto strategico esposto, delle prospettive legate al modello di business prescelto e che forniscano tutti i dati impiegati per calcolare le performance attese.

Al fine di elaborare un valido piano industriale, si deve procedere a una verifica delle prospettive reddituali, patrimoniali e finanziarie sviluppate, finalizzata a saggiare:

- l'attendibilità, che ha a che vedere con la coerenza delle assunzioni utilizzate e con la presenza di elementi di riscontro della loro validità;
- la realizzabilità, strettamente connessa alle difficoltà che l'impresa potrebbe incontrare nel realizzare quanto ipotizzato;
- la visibilità, che dipende dall'esistenza di una serie di elementi che consentono di intravedere il formarsi dei risultati di piano.

La verifica dei risultati di piano e delle ipotesi che a essi hanno condotto è attività indispensabile, poiché come più volte osservato, la formulazione delle prospettive di piano, per quanto agevolata da supporti elettronici di elaborazione dati, è un processo complesso.



## **CAPITOLO 3 – LE REAZIONI DEL MERCATO E DEGLI ANALISTI**

Per una migliore comprensione dell'analisi dei casi studio del successivo capitolo sembra opportuno chiarire il ruolo rivestito dagli analisti all'interno del mercato. Ad ogni comunicazione, di qualsiasi genere da parte delle aziende, gli analisti espongono al mercato un proprio report nel quale, oltre a consigliare agli investitori un comportamento da tenere nei confronti dei titoli azionari, si dilungano a spiegare la performance della gestione societaria e le prospettive future. Di conseguenza, da questi interessanti documenti, si può percepire, al di là dell'andamento effettivo del titolo, la visione che il mercato sta avendo nei confronti delle aziende.

### **3.1 – REAZIONE DEL MERCATO ALLA COMUNICAZIONE AZIENDALE**

Prima di parlare dell'effettivo ruolo che gli analisti finanziari svolgono all'interno del mercato, sembra opportuno sottolineare come il mercato reagisce alle diverse informazioni introdotte. Infatti, come si avrà modo di approfondire maggiormente in seguito, Eccles (2001) muove molte critiche nei confronti del comportamento degli analisti e tra le altre sottolinea che nello svolgere le proprie ricerche questi professionisti si affidano anche all'osservazione del comportamento del mercato e dell'andamento delle azioni.

L'articolo pubblicato nel 2006 da Burton et al. si occupa principalmente di capire se è possibile costruire un modello di previsione della risposta del mercato alla ricezione di informazioni qualitative, che possono essere buone o cattive. Lo studio ha quindi l'obiettivo di determinare i processi che operano nel mercato

quando vengono introdotte delle informazioni. Un grosso limite che hanno incontrato Burton e i suoi colleghi nella ricerca sta nel fatto che non vengono sempre immesse informazioni quantificabili che si classificano immediatamente in buone o cattive, quindi la costruzione di un modello per il mondo reale è molto difficile, i ricercatori si limiteranno alla fine del loro studio, a trarre delle conclusioni mediante l'uso di esperimenti controllati in un cosiddetto "mercato laboratorio".

Il prezzo di ogni bene, in un mercato di concorrenza perfetta è determinato dall'incontro tra domanda e offerta, nel caso delle azioni esiste anche un premio per il rischio. Infatti, ogni investitore che considera rischiosa l'operazione che sta svolgendo, vuole essere ricompensato da un guadagno aggiuntivo dalla controparte che verrà esonerata dall'incertezza insita nell'operazione.

In generale, quando viene comunicata una buona notizia ci si aspetta che tutti gli operatori rivedano le loro convinzioni verso l'alto. Quando, invece vengono divulgate cattive notizie, ci si aspetta che tutti gli operatori rivedano le loro stime al ribasso. In un impostazione di mercato, se gli investitori interpretano le cattive notizie come una perdita, questo si trasforma in un comportamento a rischio, e quindi per quanto detto prima si sostanzia in una tendenza verso il rialzo dei prezzi delle azioni. Allo stesso modo, se gli investitori interpretano una buona notizia, come un guadagno, questo si traduce in comportamenti di prevenzione dei rischi, e quindi una tendenza verso il ribasso dei prezzi delle azioni rispetto al loro valore prima dell'immissione nel mercato dell'informazione. Gli investitori sono maggiormente inclini a tenere le perdite (in prospettiva di un futuro rialzo) e vendere i guadagni, inoltre ogni operatore cerca di acquistare a prezzi inferiori alla sua personale valutazione e cerca di vendere a prezzi superiori.

Da queste semplici affermazioni, si deduce che la stima del comportamento del mercato deve tenere conto dell'individuale propensione al rischio e della conseguente valutazione dell'investimento, e quindi dell'azienda. Infatti, il significato delle informazioni immesse nel mercato è comune a tutti gli investitori ma ognuno di questi nel fare la propria valutazione fa riferimento alla propria attitudine al rischio. Si deve sottolineare che la reazione generale del mercato è dovuta non solo alle decisioni individuali dei suoi operatori ma anche a livello di

gruppo di tutti gli investitori. Infatti, Burton et al. afferma che ognuno reagisce in maniera diversa, anche a seconda delle proprie conoscenze, ma evidenzia che le reazioni più estreme condizionano in maniera maggiore l'andamento generale del mercato rispetto a quelle più conservative, nonostante le persone che propendono per queste ultime siano più numerose. Questo è dovuto al fatto che sul mercato non solo si riflette l'informazione originale pubblicamente disponibile, ma anche i modelli decisionali degli altri partecipanti che reagiscono alle pubbliche informazioni originali. Ovviamente ad influenzare la decisione dei singoli investitori vi sono anche le raccomandazioni degli analisti finanziari. Essendo dei professionisti, e come vedremo inseguito, avendo un accesso privilegiato alle informazioni rispetto alla maggior parte degli investitori le loro opinioni influenzano l'andamento del mercato perché reputate affidabili. Quindi il mercato è condizionato dalle scelte individuali dei singoli, dalle scelte avvenute a livello di gruppo, dalle reazioni più estreme e dall'opinione dei professionisti.

### 3.2 – LE REAZIONI DEGLI ANALISTI

Ad ogni nuovo input di informazione immesso nel mercato riguardante una società, gli analisti rispondono con un report nel quale analizzano la gestione prospettica della stessa, in relazione con gli obiettivi che questa si era prefissata, cercano di produrre delle stime sulle future performance paragonandole a quelle emesse dall'azienda, si occupano di illustrare l'andamento del titolo in chiave passata e futura e infine consigliano gli investitori verso un comportamento da tenere nei confronti dei titoli dell'azienda. Questi documenti sicuramente vanno ad influenzare le decisioni se non di tutti, di alcuni investitori.

Molti anni fa le aziende fornivano direttamente agli investitori le poche informazioni che divulgavano e gli investitori le analizzavano utilizzando i ridotti strumenti a loro disposizione, giungendo ad una loro decisione d'investimento. Però il mercato con il passare degli anni si è evoluto e parallelamente si è complicato, di conseguenza gli investitori ottengono ancora le informazioni

direttamente dalle aziende, anche se in maniera più veloce rispetto al passato; il problema è che tra gli investitori finali e le aziende si trovano degli intermediari: gli analisti finanziari. Il loro compito è quello di ricevere le notizie dalle aziende, analizzarle e a seconda di quello che scoprono nelle loro ricerche fare delle raccomandazioni ai loro clienti sul comportamento da tenersi nei confronti di un determinato titolo finanziario.

Secondo Mazzola et al. (2006), purtroppo gli analisti non sono completamente obiettivi nelle loro analisi, infatti vi sono compagnie considerate affidabili, e gli analisti credono in loro indipendentemente da come appaiono i loro obiettivi. Altre vengono considerate meno affidabili e gli analisti sono scettici anche quando le loro previsioni sono conservative. La comunità finanziaria sembra quindi incline a dare fiducia (o sfiducia) alle compagnie indipendentemente dal contenuto effettivo delle loro strategie, ma a seconda dell'affidabilità che dimostrano. Da queste affermazioni si deduce che la reputazione di un'impresa abbia un notevole peso sulla determinazione dei consigli da elargire agli investitori. Nell'articolo gli autori affermano che la loro ricerca suggerisce che la reputazione delle aziende si consolida nella sinergia di tre elementi:

- Una leadership rinomata e impegnata: la personale reputazione dei manager e il modo in cui questi gestiscono le relazioni con gli stakeholder hanno un notevole impatto sul consenso che si crea attorno al piano industriale;
- Una realistica e dettagliata presentazione del piano industriale, con aggiornamenti frequenti: si tratta di veri e propri catalizzatori di consensi, considerati i più importanti mezzi per comunicare le intenzioni strategiche d'impresa, i piani d'azione e i risultati attesi;
- Un credibile e indipendente sistema di controllo: non solo per una maggiore responsabilità aziendale ma anche per il futuro successo dell'azienda, soprattutto se le funzioni di controllo e le responsabilità manageriali sono nettamente distinte.

Come si avrà modo di approfondire nel successivo capitolo dedicato all'analisi dei casi aziendali, questi fattori sembrano effettivamente influenzare i giudizi degli analisti. Si potrà notare come l'operato di un manager di ottima fama abbia



saputo, con la sua abilità e la sua reputazione creare un'opinione favorevole verso la sua azienda e come la revisione continua dei propri piani industriali (rendendoli sempre più credibili e fattibili), abbia attenuato la caduta dell'impresa a seguito di performance non soddisfacenti. In sostanza l'affermazione iniziale di Mazzola et al. (2006) va reinterpretata secondo una chiave diversa. Forse è vero che gli analisti danno maggiore importanza all'azienda che non alla singola strategia presentata, ma la credibilità di un'impresa non può essere costruita dall'oggi al domani ma necessita di una serie di elementi che si costruiscono nel tempo e che per essere mantenuti hanno bisogno di un notevole impegno e serietà da parte dei manager. Di conseguenza un'azienda considerata credibile è più probabile che nel presentare una strategia, per quanto essa possa essere azzardata, avrà sicuramente valutato attentamente tutte le variabili in gioco.

Un altro aspetto da evidenziare nel lavoro degli analisti finanziari, riguarda la diffusione di informazioni buone o cattive. Dallo studio di Langberg e Sivaramakrishnan (2008) risulta che la comunicazione di cattive notizie siano maggiormente informative rispetto a quelle di buone notizie, e che gli analisti siano scettici nei confronti delle buone notizie e che quindi rispondono alla loro immissione nel mercato aumentando il livello di ricerca attorno alle informazioni pubblicate. Suggestiscono quindi che gli analisti tendono a seguire le azioni per cui sono state date delle buone informazioni e ridurre l'attenzione verso quelle per cui sono state fornite delle cattive notizie. Questo comportamento risulta assai verosimile se si tiene in considerazione il fatto che i manager sono restii a comunicare le performance negative, in quanto temono la risposta del mercato, di conseguenza ogni volta che affrontano questo tipo di argomenti stanno molto attenti ad accompagnarlo con una motivazione esauriente e una strategia realistica di recupero. Mentre se le performance sono in linea con il mercato, o si sono raggiunti dei buoni obiettivi, i manager per paura che un concorrente danneggi il loro vantaggio competitivo, riducono l'informazione all'essenziale.

I due studiosi mostrano inoltre che all'aumento della precisione dei report finanziari obbligatori, risulta una minore frequenza ma ancora più precisa comunicazione volontaria e da parte degli analisti un minore controllo

dell'informativa volontaria. D'altra parte una posizione meno interessata all'ampliamento della comunicazione obbligatoria è relazionata a più frequenti ma meno informative divulgazioni volontarie e quindi da parte degli analisti un maggiore controllo dell'attività aziendale. Quindi gli analisti finanziari reagiscono in maniera diversa a seconda della serietà e dell'impegno che l'azienda pone nei confronti della comunicazione. Come asserisce Bozzolan nel suo libro, la costruzione della credibilità strategico-reddituale si fonda sulla credibilità informativa dell'impresa. Quindi se il management vuole segnalare che ha gestito bene l'impresa conseguendo dei risultati soddisfacenti, il mercato deve percepire sia che l'informazione è affidabile sia che tali risultati economico-finanziari di breve termine non abbiano eroso la capacità competitiva dell'impresa nel medio-lungo termine. Se ciò non è confermato nel tempo ogni ulteriore segnale che proviene da quel team manageriale, anche se cambia impresa, risulterà poco credibile. Quindi la comunicazione di buone notizie deve essere fortemente dettagliata, altrimenti gli analisti richiederanno maggiori controlli.

La comunicazione da parte del management di cattive performance, rendendo esplicite anche le cause di un tale risultato negativo, segnala al mercato che l'azienda non sta cercando giustificazioni per il fatto che non è riuscita ad ottenere gli obiettivi dichiarati in precedenza ma, consapevole dell'insuccesso, lo segnala al mercato individuandone anche le cause. La conseguenza è che se il mercato giudica le cause che hanno portato al mancato raggiungimento degli obiettivi come temporanee, superate oppure gestibili, non vi sarà un effetto sulla quotazione del titolo come quello che sarebbe potuto esserci nel caso in cui non ci fosse stata nessuna comunicazione, oppure se la comunicazione si fosse limitata a quella obbligatoria. Essendo che il management per primo si è esposto verso il mercato, dichiarando le difficoltà dell'azienda, e proponendo una soluzione, gli analisti sono meno inclini ad approfondire i controlli.

Eccles (2001) sottolinea nel suo libro che vi sia una stretta interdipendenza tra analisti e manager, che quindi entrambi abbiano bisogno gli uni degli altri. Proprio da questa asserzione l'autore elenca una serie di vizi presenti nella raccomandazioni degli analisti, messi in evidenza in seguito da un'analisi di 27.000 report.

Eccles (2001) sottolinea che grazie alla loro posizione privilegiata questi professionisti ed esperti hanno notevoli possibilità, infatti possono:

- sfidare il management relativamente ai suoi rendimenti e ai suoi piani;
- scavare sotto l'informazione che viene loro fornita, la quale viene considerata potenzialmente incompleta, ingannevole e a uso e consumo delle aziende;
- comparare tra loro le varie performance dei concorrenti (creando così un disagio per le aziende con performance sotto la media);
- studiare le forze esterne e i trend che incidono o possono incidere sulle aziende, prevedendo quindi possibili evoluzioni.

Ovviamente l'autore non accusa tutti gli analisti di tenere un comportamento scorretto e di sfruttare la loro posizione per fini privati, ma da queste considerazioni parte per chiedersi chi siano effettivamente i loro veri clienti. La nascita di queste figure professionali è stata dovuta da una necessità degli stakeholder di ottenere delle informazioni con maggiore velocità ma anche con maggiore completezza e oggettività. Poi, negli anni la figura dell'analista è andata via via a modificarsi associandosi sempre di più al sistema bancario. Infatti, da professionisti indipendenti che erano, si sono ritrovati per una serie di fattori a loro sfavorevoli ad essere dei dipendenti delle divisioni investimento delle banche, le quali si occupano tra le altre cose di aiutare le aziende a far sottoscrivere le loro obbligazioni al momento delle emissioni e a gestire le offerte pubbliche di acquisto.

I loro clienti sono da una parte le aziende per le quali si suppone scrivano delle ricerche oggettive e non condizionate e dall'altra parte ci sono gli investitori che usano le ricerche per fare le proprie decisioni. Di conseguenza gli analisti finanziari hanno un duplice ruolo, quello di essere imparziali per fornire agli investitori dei consigli oggettivi, ma dall'altra parte con le loro ricerche non possono permettersi di pregiudicare i loro rapporti con il management delle diverse aziende per cui operano. Da alcune testimonianze raccolte da Eccles (2001) emerge che gli analisti sono interessati a far comprare le azioni delle aziende che analizzano e che fornire una ricerca oggettiva non è tra la loro lista delle priorità. L'autore sottolinea inoltre, che i manager tendono a favorire

nell'accesso delle informazioni quegli analisti che tendenzialmente offrono consigli positivi sui titoli dell'azienda piuttosto che quelli che non lo fanno. A questo punto divulgare le ricerche può porre gli analisti fortemente dipendenti alla disponibilità dell'impresa a fornire loro informazioni. Una simile dipendenza può tradursi in complicità e può portare anche gli analisti ad esitare a dire qualsiasi cosa negativa circa l'azienda per paura di precludere la loro risorsa più preziosa: l'informazione. Tutto questo insieme di cose porta ad una riduzione della qualità della ricerca. D'altro canto bisogna sottolineare che una maggiore trasparenza da parte delle aziende non permetterebbe l'annullamento di questi effetti, ma sicuramente minerebbe questa prassi.

Anche in relazione alle critiche mosse da Eccles nei confronti degli analisti, dalla ricerca di Arya e Mittendorf (2007) si evince il fatto che un'azienda seguita da analisti insistenti può essere aiutata a stimolare la coordinazione della comunicazione. L'azienda è quindi interessata ad avere molti analisti che la seguono e che consigliano l'acquisto dei suoi titoli, di conseguenza cercano di aumentare la divulgazione di informazioni per conquistare in continuazione l'attenzione degli analisti. Il comportamento degli analisti, secondo questo studio sembra essere influenzato dal desiderio di costruire relazioni con il management e dalla tendenza di seguire le scelte di previsione. In conclusione, da questa ricerca emerge quanto detto precedentemente, e cioè che analisti e imprese sono legati a filo doppio gli uni con gli altri.

A sostegno delle proprie critiche sulla non oggettività delle raccomandazioni degli analisti finanziari, Eccles (2001) nel suo libro espone uno studio nel quale esamina 27.000 raccomandazioni di analisti. Dai risultati ottenuti emerge che le critiche mosse dallo studioso non sono del tutto infondate, infatti i report per il :

- 33,5% consigliavano fortemente di acquistare;
- 36,0% raccomandavano di comprare;
- 29,1% assumevano un atteggiamento neutrale nei confronti del titolo;
- 0,6% consigliavano di vendere il titolo;
- 0,2% raccomandavano immediatamente la vendita.

Salta indubbiamente all'occhio che vi è una forte predisposizione verso il consiglio all'acquisto di azioni, sembra che le aziende siano tutte in buono stato o comunque con performance sopra la media, quindi per forza di cose molte aziende sono state sopravvalutate. Eccles sottolinea che queste pratiche di sopravvalutazione sono un fenomeno abbastanza recente, che in passato non era presente.

Sta di fatto che, dopo aver appreso questi risultati, qualche dubbio sorge sulla serietà di questi professionisti. Ma allora, visto che la non oggettività secondo Eccles è lampante, perché il mercato non ha già da tempo estromesso gli analisti finanziari? Possono essere date molte risposte a questo quesito. Una possibilità, seguendo l'opinione di Eccles, è che gli utilizzatori dei report non si soffermano sul semplice consiglio che trovano sulla prima pagina delle relazioni, ma vanno a prendere in esame la ricerca esposta nella sua interezza e utilizzano le informazioni come un semplice consiglio da integrare con la propria valutazione personale. Come si avrà modo di vedere nel capitolo successivo, nell'analisi proposta i consigli degli analisti non prevedevano mai la vendita, ma in un caso in particolare l'azienda a dovuto faticare non poco per dimostrare la propria rinnovata gestione e che la sua strategia era sicuramente la migliore per creare valore nel tempo per gli azionisti. Quindi in quel caso l'azienda non è stata assolutamente sopravvalutata. Un altro caso presenta un'impresa che non si è impegnata a sufficienza in un dialogo proficuo con il mercato, di conseguenza le sue potenzialità sono state sottovalutate. Negli altri due casi le aziende si sono dimostrate impegnate nella comunicazione al mercato e sempre attive e partecipi anche nei momenti di difficoltà e gli analisti le hanno premiate per questo comportamento.

Da queste considerazioni risulta chiaro che i risultati di Eccles vanno presi in considerazione, in quanto ogni singolo investitore può farsi consigliare, ma la decisione d'investimento o di disinvestimento deve essere presa in piena autonomia bilanciando la raccomandazione con le proprie valutazioni e propensioni al rischio. Inoltre, deve essere sottolineato che ogni raccomandazione va soppesata con il comportamento e l'affidabilità dell'azienda sotto esame.

Riprendendo i concetti esposti da Mazzola et al. (2006) e Bozzolan (2005), gli analisti possono sembrare non oggettivi nelle loro scelte di valutazione delle singole strategie, ma la serietà e l'impegno di un'azienda sono le basi per una corretta implementazione dei piani strategici. Si ripresenta ora lo stesso tema del capitolo precedente: un piano industriale potrebbe anche essere usato dall'azienda a fini puramente pubblicitari. Quindi in questo caso alla base della sua costruzione non vi sarebbe un'attenta analisi dell'azienda e il piano non verrebbe sviluppato seguendo l'operatività quotidiana della stessa. In questo caso durante il periodo di implementazione, il mercato potrebbe rendersi conto che il piano non è attuabile e di conseguenza l'azienda non riuscirebbe a raggiungere le performance previste. Per queste ragioni, l'analista finanziario, nonostante in sede di presentazione, il piano sembri realistico e ipotizzi creazione di valore per gli azionisti, deve ponderare bene il consiglio da fornire al mercato verso i titoli di quest'azienda, perché l'implementazione potrebbe risultare peggiore di quella prevista.

## **CAPITOLO 4 – PIANO INDUSTRIALE E BILANCI**

### **D'ESERCIZIO: UN'ANALISI EMPIRICA**

In questo capitolo verrà dato spazio ad un'analisi di quattro casi aziendali, la quale vuole andare a sondare nella realtà italiana il comportamento delle aziende nei confronti della comunicazione al mercato. Nello specifico si vuole analizzare l'uso del piano industriale quale mezzo di comunicazione volontaria. Si cercherà quindi di confrontare gli obiettivi che l'impresa si è prefissata con i risultati che ha raggiunto, anche esaminando le raccomandazioni, le valutazioni e le critiche mosse dagli analisti.

#### **4.1 – OBIETTIVI E METODOLOGIA DI ANALISI**

Il piano industriale è un documento molto rilevante ai fini comunicativi in quanto risulta essere un importante strumento nelle mani dell'azienda e dei vari stakeholder, sia per le informazioni economico-finanziarie sia per quelle non economico-finanziarie e soprattutto per la sua capacità di fornire una visione prospettica dell'operato aziendale. Proprio per essere entrato nella prassi aziendale e perché risulta essere un mezzo della comunicazione volontaria, per studiare quest'ultima, durante l'analisi si è utilizzato il piano industriale.

L'analisi ha come obiettivo quello di capire come le aziende utilizzano i piani industriali, non solo per i loro fini interni, ma soprattutto per il loro potenziale comunicativo. Si è deciso di prendere in esame quattro aziende quotate nella borsa italiana, che avessero recentemente presentato un piano industriale al mercato. Una volta scelte le aziende si sono messi a confronto gli obiettivi con i risultati, sottolineando anche le valutazioni e le critiche contenute nei report degli analisti.

Dai risultati ottenuti si è poi riuscito a percepire come le aziende avevano usato la comunicazione, e quali effetti ne erano derivati.

La scelta delle aziende prevedeva di selezionare da tutte quelle quotate nella borsa italiana, che avessero presentato recentemente un piano industriale, quattro imprese. Quindi si è estratta la popolazione di riferimento: le aziende quotate nella borsa italiana. Da questa lista di circa 300 aziende si è svolta una prima scrematura, selezionando solo quelle che negli ultimi dieci anni avevano presentato un piano industriale, si sono ottenute quindi circa 60 aziende. Il numero delle imprese che avevano presentato un piano industriale potrebbe essere maggiore, ma purtroppo dalle ricerche attraverso Internet è stato possibile reperire solo questi. Tra i piani presentati vi erano, anche quelli troppo recenti. Infatti, per fare l'analisi era necessario ottenere i bilanci d'esercizio quindi il periodo di riferimento dei piani non poteva superare il 2007. Quindi secondo questa osservazione è stata svolta una seconda scrematura, eliminando dall'elenco 30 aziende. A questo punto tra le aziende rimanenti, più della metà erano appartenenti al settore bancario o assicurativo. L'analisi voleva dedicarsi allo studio della realtà italiana senza approfondire un settore particolare quindi si è deciso di scegliere quattro aziende che appartenessero a settori diversi. Di conseguenza data la predominanza del settore bancario e assicurativo, un'azienda di quelle utilizzate per l'analisi doveva appartenervi. La scelta è caduta su Banca Intesa s.p.a., e non a caso; questa era l'unica azienda che accanto alle diapositive di presentazione agli analisti del piano industriale, aveva pubblicato un documento "narrativo" che ne permetteva la completa ed esauriente comprensione. A questo punto rimanevano 10 aziende, che rispondevano ai requisiti, purtroppo non per tutte era possibile recuperare i bilanci a consuntivo dell'intero arco di riferimento del piano, quindi la lista si è ulteriormente ridotta. A questo punto si sono scelte le tre aziende i cui piani industriali fossero i più recenti. Quindi le aziende selezionate sono: AcegasAps s.p.a. (settore energia), Banca Intesa s.p.a. (settore creditizio), CDC s.p.a. (settore informatico) e Parmalat s.p.a. (settore alimentare).



Una volta terminato il lavoro di selezione, sono stati raccolti i piani industriali, i bilanci consolidati degli esercizi a cui il piano fa riferimento, più quello di partenza e i report degli analisti di tutto il periodo di implementazione del piano. A questo punto, ottenuto tutto il materiale necessario l'analisi è stata avviata.

Si sono estrapolati dai piani industriali tutti gli obiettivi e le azioni che l'azienda intendeva intraprendere per raggiungerli, e sono stati raccolti in una tabella. Si è poi provveduto ad affiancare ad ogni obiettivo/azione lo stato di avanzamento per ogni esercizio, ricavato dalle relazioni sulla gestione allegate ai bilanci. In questo modo è stato possibile verificare quanto il piano industriale ha rappresentato una guida per le azioni dei manager e quanto le previsioni effettuate si sono verificate. A volte purtroppo, come si avrà modo di approfondire in seguito, non tutte le informazioni inserite nei piani erano poi verificabili a consuntivo. A seguito di questa fase di confronto è stata inserita l'opinione di diversi analisti, nelle varie fasi di presentazione, implementazione e aggiornamento del piano. Da evidenziare che alcune informazioni a disposizione degli analisti non comparivano sulle relazioni sulla gestione allegate ai relativi bilanci.



#### 4.2 – IL CASO ACEGAS-APS S.P.A.

AcegasAps è la principale azienda multiutility del NordEst. L'azienda opera nella gestione e distribuzione delle risorse idriche, dell'energia elettrica e del gas, nella raccolta e nel trattamento dei rifiuti e nei principali servizi municipali: da quelli funerari all'illuminazione pubblica, dalle reti per telecomunicazioni al teleriscaldamento.

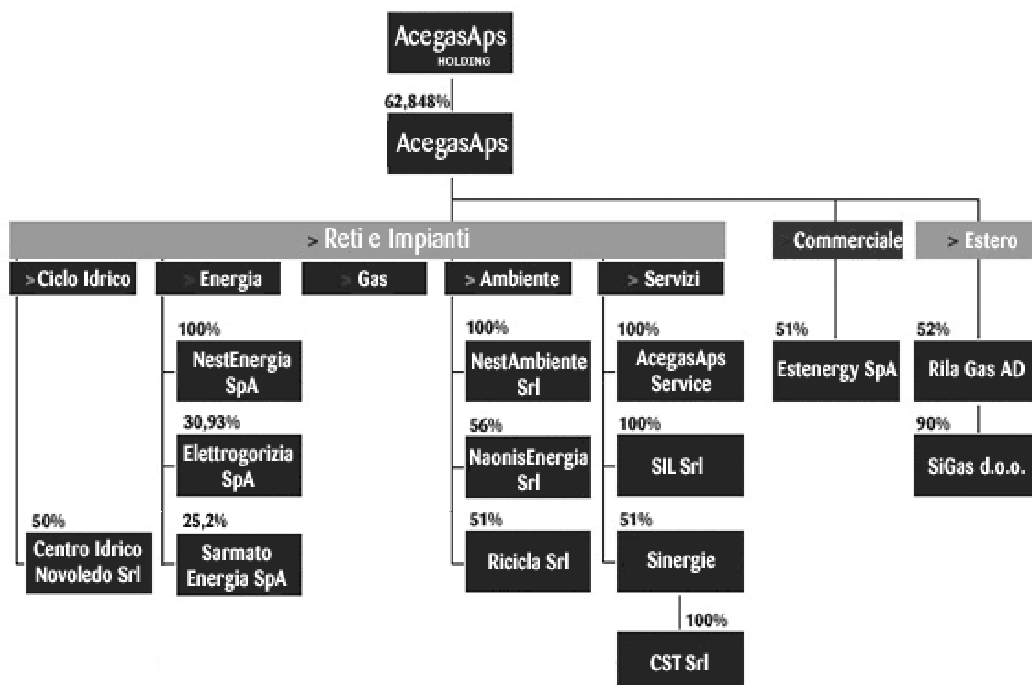
Nato dalla fusione tra Acegas e Aps, il 19 dicembre 2003, il gruppo opera principalmente nei due territori di Trieste e Padova, ma sta progressivamente estendendo il suo raggio di attività in Italia e all'estero. Le due imprese, delle quali è frutto, hanno operato per più di cent'anni nel campo della fornitura di servizi di pubblica utilità nelle due province sopraccitate.

Come si può vedere dallo schema societario (fig. 4.2.1) il gruppo AcegasAps si suddivide in cinque ASA che corrispondono ad altrettanti servizi essenziali per la qualità della vita, quali:

- Ciclo idrico. Nel settore idrico AcegasAps gestisce l'intero ciclo, dalla captazione fino alla depurazione e distribuzione di acqua potabile. Tutte le reti sono costantemente monitorate mediante sofisticati sistemi di telecontrollo, presidiati 24 ore su 24, che consentono di verificarne i principali parametri di funzionamento. Il ciclo idrico si completa, infine, con la gestione della rete fognaria e degli impianti di depurazione e smaltimento delle acque reflue.
- Energia elettrica. Il gruppo AcegasAps distribuisce l'energia elettrica all'interno del territorio di Trieste. La società è inoltre attiva nella produzione di energia elettrica. Sempre in cima alle priorità aziendali, la dimensione dello sviluppo sostenibile ha spinto AcegasAps a investire su impianti di produzione alimentati sia da fonti rinnovabili o assimilate, sia da fonti tradizionali.

- Gas. Il nuovo scenario, delineato dalle normative che hanno portato alla liberalizzazione del mercato del gas, vede la quotata AcegasAps nel ruolo di gestore delle reti, mentre l'attività di vendita fa capo all'azienda controllata Estenergy. Alla gestione delle reti, il gruppo affianca attività di carattere strategico incentrate sullo sviluppo di nuove concessioni di distribuzione, oltre che sulla ricerca di accordi transfrontalieri.
- Ambiente. Nel settore ambientale l'azienda gestisce l'intero ciclo di recupero e riciclaggio della materia attraverso la sinergia tra i servizi operativi ambientali e quelli di trattamento rifiuti.
- Altri Servizi. Il gruppo sviluppa una serie di attività complementari e sinergiche alla fornitura di servizi di pubblica utilità, in particolare: Servizi cimiteriali e funerari, Total Facility management, Teleriscaldamento, Illuminazione Pubblica, Gestione impianti semaforici, Re-lining.

Figura 4.2.1 – Schema societario del gruppo AcegasAps



#### 4.2.1 – OBIETTIVI E RISULTATI A CONFRONTO

Il piano industriale di AcegasAps si apre presentando uno schema della struttura dell'impresa e prosegue con un veloce overview della situazione aziendale in termini economici, patrimoniali, finanziari e descrivendo il bacino di utenza servito. Continua definendo una serie di obiettivi qualitativi, riguardanti le attività del core business e quelle di supporto, che delineano il modello di sviluppo che l'azienda intende perseguire nel triennio 2005-2007. A questo punto ha inizio il cuore del piano industriale con l'illustrazione dei target economici e patrimoniali a livello corporate. Segue infine, la definizione, per ogni ASA, dei target economici, dei progetti di investimento e delle strategie competitive.

Risulta subito evidente che la struttura è completamente diversa rispetto a quella presentata nel secondo capitolo. Tuttavia, il modo di presentare i vari obiettivi all'interno del piano, risulta simile al modo in cui, all'interno della relazione sulla gestione di ogni esercizio, vengono esposti i risultati ottenuti. Ciò permette agli stakeholder una facile comparazione tra ciò che era previsto e ciò che effettivamente è accaduto. Trascurando momentaneamente l'effettiva validità del contenuto dei prospetti, questa corrispondenza tra le due strutture delinea una volontà da parte dell'azienda di rendere la comunicazione verso l'esterno chiara, trasparente e di facile lettura.

Si andrà ora a verificare il contenuto del piano, questo non solo per accertare la validità delle previsioni, in quanto non si può sperare di centrare perfettamente i target, più che altro si vuole andare a vedere se tutto ciò che era previsto nel piano è direttamente confrontabile con il contenuto delle relazioni sulla gestione, allegate ai bilanci di ogni esercizio.

#### **Livello corporate**

Tabella 4.2.1 - Target economici

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	
ROE	9,5%	5,60%	7,00%	5,40%	12,30%
ROI	11,5%	7,70%	9,30%	7,60%	4,90%
VA/FTE	119.000€	----	---	----	----
Ebitda	22,1%	18,74%	16,13%	14,27%	18,28%
Ebitda (crescita media +10,2%)		94,285	96,272	88,315	81,036

Dalla tabella 4.2.1 si evince che ad eccezione dell'indice ROE, che ha addirittura superato le aspettative, tutti gli altri indici non hanno raggiunto i target previsti. L'indice VA/FTE non è stato possibile ricavarlo, né direttamente né indirettamente.

Tabella 4.2.2 - Target patrimoniali

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Equity (mln)	328	336	347	362	322	336	337	364
Debt (mln)	220	205	199	193	230	228	262	297
D/E	0,67	0,61	0,57	0,53	0,71	0,68	0,78	0,82

Dalla tabella 4.2.2 si vede che il piano è stato rispettato solo per la parte riferita al patrimonio netto, infatti la posizione d'indebitamento verso terzi è andata peggiorando. Il piano prevedeva la gestione dello sviluppo tramite autofinanziamento aziendale e una progressiva diminuzione dell'indebitamento, ciò potrebbe essere causato da un andamento della gestione caratteristica peggiore del previsto, da come si vede dalla tabella 4.2.1.

Per quanto riguarda gli investimenti, nel piano sono previsti per ogni ASA vari progetti con il relativo fabbisogno finanziario, poi a livello di area e di corporate viene evidenziato l'importo destinato al mantenimento delle strutture e quello destinato allo sviluppo di nuovi progetti. Purtroppo, il dettaglio e la chiarezza che si hanno nel piano, non si ritrovano nella relazione sulla gestione. Nel piano, infatti, gli importi sono suddivisi a seconda che siano destinati al mantenimento o allo sviluppo delle strutture, viene poi evidenziato il fabbisogno finanziario dei nuovi progetti; nella relazione allegata al bilancio, invece, vengono evidenziati per ogni ASA gli investimenti, che sono suddivisi a seconda del tipo di lavoro svolto. Di conseguenza si registra un deficit nella comunicazione agli stakeholder.

Tabella 4.2.3 – Investimenti

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Totale (mln)	52	71	56	68	42	43	49	80
Energia (mln)	11	8	4	4	4	4	5	5
Gas (mln)	6	11	8	7	8	6	7	7
Acqua (mln)	17	29	23	19	17	18	20	32
Ambiente (mln)	17	22	20	36	14	8	14	17
Servizi (mln)					0	7	3	20

A conseguenza della disomogeneità di presentazione dei dati, è difficile definire le ragioni che hanno portato alle differenze che si possono notare dalla tabella 4.2.3 tra gli investimenti previsti e quelli effettivamente realizzati.

## **Livello ASA**

### Energia

Tabella 4.2.4 – Produzione di energia (volumi)

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Turboespansori (Gwh)	7	9	9	9	5	6	3	4
Sarmato (Gwh)	503	476	476	448	457	424	393	232
Elettrogrozzia (Gwh)	30	189	140	137	35	106	98	96

Nella tabella sovrastante (tab. 4.2.4) si nota che la produzione di energia elettrica è stata inferiore a quella prevista, inoltre nel piano vengono anche segnalate le previste variazioni in milioni di euro e l'impatto sull'Ebitda, ma nelle relazioni sulla gestione non risulta possibile il raffronto tra previsione e consuntivo.

Tabella 4.2.5 – Distribuzione di energia (volumi)

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Acegas Aps (Gwh)	534	397	308	285	533	517	475	427
Estenergy (Gwh)	201	327	409	439	273	298	349	392

Per quanto riguarda la distribuzione di energia elettrica (tab. 4.2.5) risulta rispettato il trend previsto, anche se i target sono ancora ben lontani dall'essere raggiunti. AcegasAps ed Estenergy non sono gli unici due distributori, anche se coprono più del 90% del mercato del gruppo, ma dalla relazione sulla gestione non emerge nessun riferimento ai distributori minori, nemmeno a livello aggregato. Inoltre, anche qui, come nel caso della produzione, il piano non si sofferma ad esaminare solamente i volumi ma anche gli effetti sul conto economico, in quanto sono previsti volumi crescenti con margini in calo. Nella relazione non viene dato il dettaglio della variazione dell'Ebitda direttamente imputabile alla distribuzione.

Tabella 4.2.6 – Vendita di energia (volumi)

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Acegas Aps (Gwh)	493	355	266	243	504	485	443	395
Estenergy (Gwh)	737	829	874	929	671	679	459	618

Nella tabella 4.2.6, come nelle due precedenti, si osserva che anche per quanto riguarda la vendita di energia, non si può affermare che i target siano stati pienamente raggiunti, anche se sono stati soddisfatti in parte. Inoltre, si ripete il discorso precedente riguardante le previsioni reddituali che non sono verificabili.

Tabella 4.2.7 – Target reddituali dell'area energia

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Ricavi (mln)	164,0	169,4	165,3	161,3	152,2	173,7	170,7	105,0
Ebitda (mln)	16,7	21	20,9	19,7	15,4	16,4	17,7	13,8
Ebitda	10,2%	12,4%	12,6%	12,2%	10,1%	9,5%	10,4%	13,2%
Ebit (mln)	7,7	10,8	10,4	9,3	7,3	8,3	9,8	4,9
Ebit	4,7%	6,4%	6,3%	5,8%	4,8%	4,8%	5,7%	4,7%

Nella tabella 4.2.7 vengono riportati i dati previsionali e quelli consuntivi riguardanti le poste di conto economico dell'area energetica e si nota un calo drastico dei ricavi nel 2007 che non era stato previsto. Nel piano era presente la ripartizione dell'Ebitda per: produzione, distribuzione, trading, elettrogrovia e new business, ma nella relazione allegata ai bilanci non viene indicata. Di conseguenza risulta più difficoltoso per uno stakeholder capire quale comparto ha generato il calo dei ricavi del 2007. Infatti in quell'anno c'è stato un aumento dei volumi, ma era anche previsto un calo nei margini della distribuzione e un aumento considerevole dei margini nelle vendite.

## Gas

Tabella 4.2.8 – Target reddituali dell'area gas

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Ricavi (mln)	168,4	186,2	195,7	200,4	146,5	219,5	244,2	110,9
Ebitda (mln)	34,6	34,5	35,5	36,9	34,5	31,8	25,7	22,7
Ebitda	20,5%	18,5%	18,2%	18,4%	23,6%	14,5%	10,5%	20,5%
Ebit (mln)	23,8	23,2	23,7	24,7	22,1	19,5	13,7	14,0
Ebit	14,1%	12,5%	12,1%	12,4%	15,1%	8,9%	5,6%	12,6%



Nella tabella della pagina precedente (tab. 4.2.8) sono contenuti i dati previsionali e a consuntivo riguardanti il conto economico dell'area gas. Non vi è una piena corrispondenza tra le due parti della tabella, e anche nel settore del gas come in quello dell'energia, si registra un forte calo nei ricavi del 2007, motivato nella relazione allegata al bilancio dall'inverno meno rigido rispetto agli anni precedenti e da margini in calo. Anche dalla tabella sottostante dei volumi della distribuzione (tab. 4.2.9) si vede come nel 2007 i volumi siano diminuiti.

Tabella 4.2.9 – Distribuzione di gas (volumi)

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Padova (mln Mc)	322	325	328	331	339	354	327	300
Trieste (mln Mc)	158	146	147	149	173	179	169	157

Anche per questa ASA si registra un maggiore dettaglio nel piano industriale piuttosto che nelle relazioni sulla gestione, nelle quali non è presente: la ripartizione dell'Ebitda per comparto, il riferimento ai risultati della messa in atto delle strategie di Estgas e di Aps Trade, e rispetto alla distribuzione sono presenti solo i volumi e nulla concernente le modifiche dei piani tariffari, le modifiche del numero degli allacciamenti e i valori dell'Ebitda in milioni di euro previsti.

### Ciclo idrico

Tabella 4.2.10 – Target reddituali dell'area acqua

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Ricavi (mln)	59,6	63,2	64,6	67,9	57,1	59,6	60,2	63,5
Ebitda (mln)	32,5	33,4	36,2	39,2	27,0	28,2	29,0	28,1
Ebitda	54,6%	52,9%	56,1%	57,8%	47,3%	47,3%	48,1%	44,3%
Ebit (mln)	22,9	22,1	23,3	25,1	16,6	17,3	18,0	16,8
Ebit	38,4%	35,0%	36,2%	37,0%	29,0%	29,1%	30,0%	26,5%

Nella tabella 4.2.10 si nota, come nelle altre ASA, un calo di redditività non previsto nel 2007, nonostante i volumi distribuiti (tab. 4.2.11) siano rimasti costanti. Si registra un aumento della distribuzione di acqua non potabile a discapito di quella potabile, una probabile diminuzione dei costi derivante dal monitoraggio delle perdite, nel piano era previsto inoltre, in entrambi i territori, un aumento delle tariffe che però non è stato possibile verificare. Infine, anche in

questa ASA, non è stato possibile verificare lo stato d'avanzamento dei nuovi progetti definiti in sede di piano.

Tabella 4.2.11 – Distribuzione di acqua (volumi)

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Trieste (mln Mc)	29	29	28	28	27,9	26,7	27,0	30,3
Padova (mln Mc)	32	33	33	33	31,7	30,6	30,6	29,4

## Ambiente

Tabella 4.2.12 – Target reddituali dell'area ambiente

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Ricavi (mln)	88,0	97,0	102,4	103,2	94,7	108,2	103,2	103,6
Ebitda (mln)	23,0	27,6	32,1	32,5	28,7	41,6	32,0	28,9
Ebitda	26,2%	28,4%	31,3%	31,5%	30,3%	38,4%	31,0%	27,9%
Ebit (mln)	13,2	13,9	13,2	14,8	19,7	29,0	23,9	17,8
Ebit	15,0%	14,3%	12,9%	14,4%	20,8%	26,8%	23,1%	17,2%

Nella tabella 4.2.12 sono esposti i risultati reddituali dell'area ambiente, che tutto sommato sono pressoché simili, se non migliori ai dati previsionali. Nelle due tabelle sottostanti (tab. 4.2.13 e tab. 4.2.14) si osserva che i rifiuti trattati sono stati nel complesso quelli previsti e si è prodotta più energia rispetto ai dati di piano.

Tabella 4.2.13 – Volumi dei rifiuti trattati

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
WTE Trieste (Tons)	131	158	158	158	138,3	158,1	151,1	139,8
WTE Padova (Tons)	60	60	60	60	59,2	62,0	71,6	75,2

Tabella 4.2.14 – Volumi di energia elettrica prodotta

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
WTE Trieste (Gwh)	58	80	80	80	67,7	92,4	91,6	85,0
WTE Padova (Gwh)	25	25	25	25	23,2	24,8	29,2	30,1

In questa sezione il piano spiegava nel dettaglio i vari progetti in atto in questa ASA, ma nelle relazioni sulla gestione, l'informativa a riguardo è stata assai carente.

## Servizi

Tabella 4.2.15 – Target reddituali dell'area servizi

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Ricavi (mln)	56,8	60,3	63,3	63,4	55,0	62,9	77,4	74,9
Ebitda (mln)	11,8	13,7	14,9	15,3	12,1	12,1	14,7	14,4
Ebitda	20,8%	22,8%	23,5%	24,1%	22,0%	19,2%	18,9%	19,2%
Ebit (mln)	8,6	10,3	11,3	11,9	8,3	7,6	9,9	8,6
Ebit	15,1%	17,1%	17,9%	18,7%	15,1%	12,1%	12,8%	11,5%

Nel piano questa area non è stata oggetto di particolare attenzione, infatti sono presenti solamente i target reddituali riportati nella tabella 4.2.15. Al contrario di quanto affermato finora, questa sezione è molto più dettagliata nelle relazioni sulle gestioni allegate ai bilanci, all'interno delle quali vengono descritti gli andamenti di tutte le attività comprese in questa ASA.

### 4.2.2 – REAZIONE DEL MERCATO: I REPORT DEGLI ANALISTI

Il piano industriale di AcegasAps veniva considerato ambizioso e realistico da RasBank. Ambizioso perché prevedeva una crescita stabile del 10% annuo e realistico perché le promesse di sviluppo derivavano da un'attenta analisi delle potenzialità di sviluppo nei quattro business presidiati. Gli analisti asserivano che dopo la fusione, il nuovo gruppo AcegasAps si collocava al sesto posto per ricavi e per Ebitda tra le local utilities italiane. Il dato Ebitda per dipendente risultava il più basso tra i comparables, ciò era dovuto alla ridondanza del personale in questa fase post-aggregazione: le possibilità di fare efficienza risultavano pertanto ben superiori ai target conservativi proposti dal management. Nonostante si prevedeva una crescita stabile e consistente, si stimava che fosse leggermente inferiore a quella di altri concorrenti, ma sufficiente per una discreta remunerazione degli azionisti. Inoltre, gli analisti ritenevano che la performance del titolo fosse ancora leggermente sottovalutata, dato che il piano garantiva un recupero di redditività importante.

Riassumendo, grazie alla sua attenta analisi delle potenzialità, sia a livello corporate che di singola ASA e alla sua politica prudentiale, il piano veniva considerato assolutamente credibile.

Euromobiliare S.I.M. s.p.a., prevedeva invece delle stime dell'Ebitda minori rispetto al piano, inoltre considerava deludenti le stime concernenti la riduzione dei costi per sinergie, soprattutto dopo la recente fusione con Aps, e l'inaspettato cambiamento verso il basso dell'orientamento del 2004.

Dal report di Caboto emergeva che nel 2005, tra le local utilities italiane, AcegasAps era una di quelle che era stata più penalizzata dallo storno dei mercati degli ultimi due mesi. In realtà il calo del titolo era iniziato già prima, ed era secondo gli analisti legato a tre fattori:

- una gestione nel 2005 inferiore alle attese in modo quasi inaspettato al mercato, che ha minato la sostenibilità e la credibilità dei target economico-finanziari del piano industriale presentato nel 2004 ed in particolare sullo sviluppo delle sinergie;
- dal 2004 non c'era stato un aggiornamento del piano da parte del management e, quindi, anche un confronto con il mercato per spiegare eventuali divergenze o aggiornamenti;
- AcegasAps non era stata più supportata dal flusso di notizie sul tema delle aggregazioni. Dopo la fusione si era, infatti, sviluppata sul mercato l'idea che il gruppo potesse diventare un polo aggregante delle utilities del nord-est, con benefici per il titolo oltre che sul breve, anche sulle prospettive economiche di medio lungo termine. In quegli anni erano emerse diverse voci sulla stampa (soprattutto si è parlato di rapporti con AMGA Udine e IRIS Gorizia) ma nessuna operazione concreta aveva ancora avuto luogo.

A seguito dei risultati del 2005 gli analisti hanno ribassato le loro stime.

Dopo un primo semestre 2006 in calo, che ha fatto ribassare ulteriormente le stime, nel terzo trimestre finalmente per l'azienda del nord-est c'era stata aria di ripresa e gli analisti hanno risposto di conseguenza con un leggero rialzamento delle stime.

A fine 2007 Banca IMI ha criticato l'azienda per non aver mai aggiornato il piano industriale dal 2004, in questo modo secondo gli analisti non si era dato sufficiente spazio alle opportunità e alla crescita organica. Inoltre, nella distribuzione del gas (settore più problematico per l'azienda) sarebbero potuti sorgere dei rischi nei successivi esercizi, quando a norma di legge, le concessioni sarebbero scadute e sarebbero dovute essere rimesse all'asta; e l'azienda non ha comunicato nulla a riguardo.

A favore del manager va però detto che nella relazione allegata al bilancio veniva presentato il bilancio di cittadinanza. All'interno di questo documento veniva dato spazio a molte delle risorse che costituiscono il capitale intellettuale. Questo "bilancio" si suddivide in informazioni riguardanti la comunità interna: remunerazione del personale, gestione e condivisione delle informazioni, organizzazione, composizione del personale, politiche di sviluppo, sicurezza e salute, relazioni sindacali, ecc. e riguardanti la comunità esterna e quindi: le relazioni con il cliente, l'informazione sui servizi, campagne informative, di sensibilizzazione e promozionali, istruzione, formazione e sensibilizzazione ambientale e infine i fornitori. Tutto questo insieme di informazioni riduce il gap informativo esistente tra soggetti interni e soggetti esterni. In sostanza permette di raggiungere quello che è stato individuato come l'obiettivo principale della comunicazione finanziaria per il mercato e cioè la costruzione di una credibilità strategico-reddituale. Da Bozzolan (2005) il bilancio sociale ed ambientale, quindi integra, pur essendo un documento a se stante, l'informativa economico-finanziaria presente nel bilancio dell'esercizio appunto in considerazione del fatto che il linguaggio contabile, seppure indispensabile per evidenziare i valori di sintesi atti a misurare e valutare la produzione economica di impresa, non è sufficiente a soddisfare in modo efficace tutte le attese conoscitive e dei soggetti portatori di interesse.

In conclusione l'azienda ha fallito nell'implementazione degli obiettivi fissati nel 2004, ciò è stato dovuto essenzialmente dai risultati negativi della distribuzione del gas e dai bassi ricavi dovuti a fattori esterni all'azienda. La critica maggiore

fatta dagli analisti è stata mossa verso i manager che non hanno aggiornato il piano industriale in luce ai cambiamenti ambientali dei vari settori, in particolare quello del gas, ma soprattutto che non hanno saputo comunicare in maniera efficace al mercato le problematiche che l'azienda stava affrontando. Di conseguenza i cali nei margini si sono pienamente riflessi sull'andamento del prezzo delle azioni. Per raggiungere la piena credibilità da parte del mercato non è quindi sufficiente fornire i risultati di ogni esercizio e spiegare nei piani in che direzione opera l'azienda ma bisogna spiegare in modo chiaro e trasparente il perché si sono verificate determinate dinamiche e conseguentemente come l'azienda intende muoversi. Come si è già accennato precedentemente un manager con una buona reputazione può comunicare un andamento negativo nelle performance aziendali senza danneggiare per questo il prezzo del titolo in borsa.

#### 4.3 – IL CASO BANCA INTESA S.P.A.

Banca Intesa era uno dei principali gruppi bancari italiani e uno dei protagonisti sullo scenario finanziario europeo. Nasce nel 1998 dalla fusione della Cassa di Risparmio delle Province Lombarde (Cariplo) con il Banco Ambroveneto (ex Banco Ambrosiano). Nel 1999 entra a far parte del gruppo la Banca Commerciale Italiana, con la successiva fusione (2001) il gruppo assume la denominazione di IntesaBci. Attraverso il piano industriale, riportato nel prossimo paragrafo, la denominazione viene modificata in Banca Intesa. Successivamente al periodo di riferimento del piano oggetto di analisi di questo lavoro, nel 2007, il gruppo attua la fusione con Sanpaolo IMI, facendo così nascere il gruppo Intesa Sanpaolo, la seconda banca italiana (dopo Unicredit) e una delle principali nell'area dell'Euro. L'azienda capogruppo Banca Intesa operava (nel periodo oggetto di analisi) con una struttura organizzativa composta da cinque aree di business:

- la Divisione Rete segue famiglie, piccole e medie imprese e enti no profit e includeva private banking, wealth management, Intesa Leasing e Intesa Mediocredito, che si occupava di credito industriale;
- la Divisione Corporate seguiva grandi aziende e istituzioni finanziarie; includeva M&A, finanza strutturata, merchant banking, capital market (Banca Caboto), Mediofactoring, la principale impresa italiana di factoring, global custody ed una rete internazionale specializzata costituita da filiali, uffici di rappresentanza e controllate - come ZAO Banca Intesa, aperta nel 2003, unica presenza italiana con licenza bancaria in Russia - che svolgevano attività di corporate banking.
- l'azienda controllata Banca Intesa Infrastrutture e Sviluppo serviva il settore pubblico-infrastrutturale con ambiti di intervento che spaziavano dal finanziamento delle opere pubbliche alle cartolarizzazioni dei crediti degli enti pubblici, alla finanza di progetto;
- la Divisione Banche Italia seguiva le banche controllate a forte radicamento locale: Cariparma, FriulAdria, Banca di Trento e Bolzano, Biverbanca e Intesa Casse del Centro;

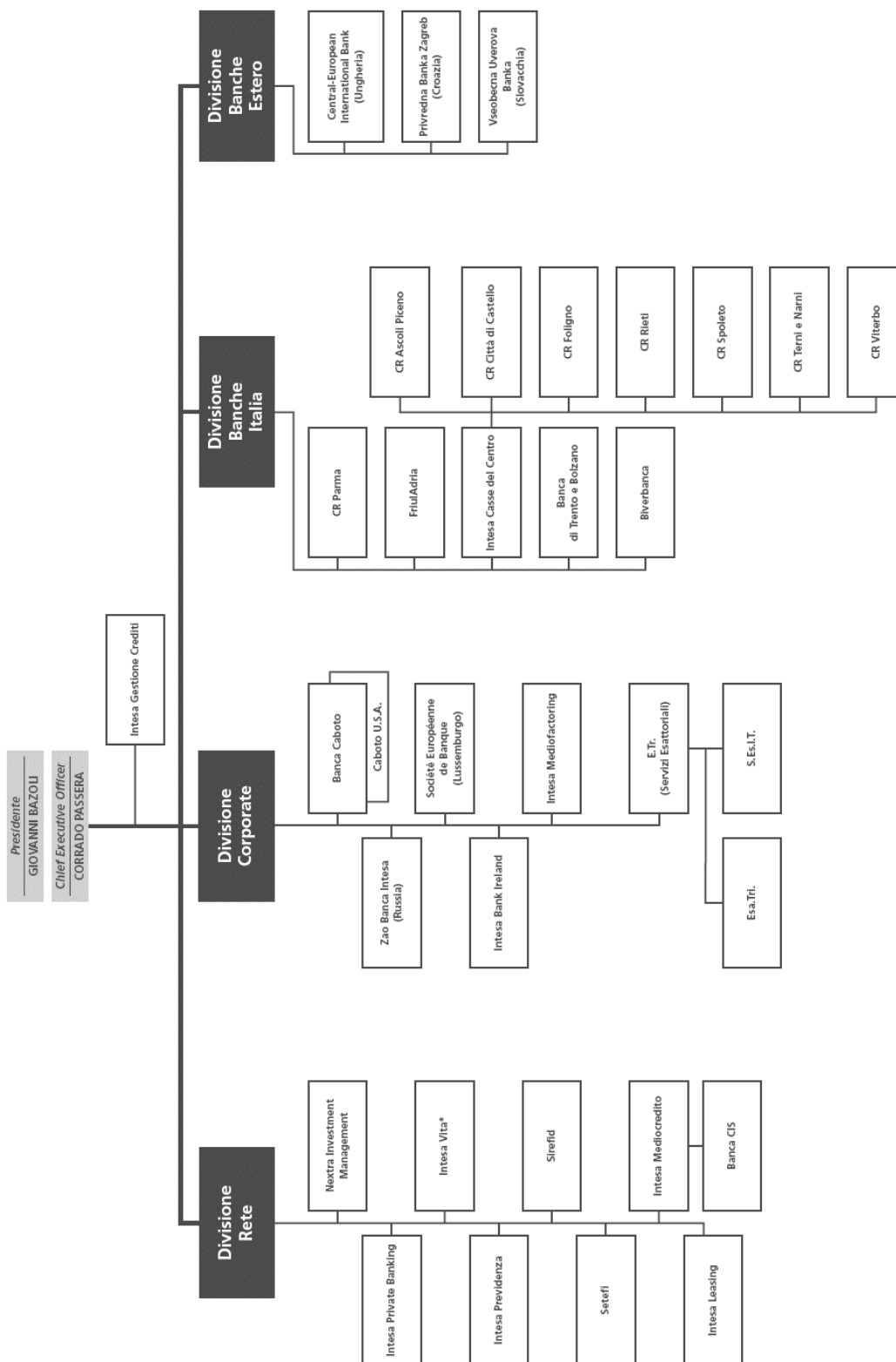
- la Divisione Banche Estero seguiva in particolare le banche controllate che svolgevano attività di retail e commercial banking nell'Europa centrale e orientale, tra cui: PBZ, seconda maggiore banca della Croazia, VUB, seconda maggiore banca della Slovacchia, Banca Intesa Beograd, seconda maggiore banca della Serbia, CIB, quarta maggiore banca dell'Ungheria e KMB Bank, una banca attiva nella Federazione Russa nel segmento delle piccole imprese.

Nel 2002 era stata definita un'altra area, le società prodotte che però vengono assimilate alle divisioni Rete e Corporate nel 2004.

Nella pagina seguente (fig. 4.3.1) è riportato l'organigramma della struttura societaria al 31 dicembre 2004.



Figura 4.3.1 – Schema societario del gruppo Banca Intesa in data 31 dicembre 2004



\* Società non consolidata integralmente, ma valutata al patrimonio netto

#### 4.3.1 – OBIETTIVI E RISULTATI A CONFRONTO

Il piano industriale che si sta per analizzare ha una struttura simile a quella proposta da Borsa Italiana. Si apre dichiarando le prime azioni che l'azienda ha compiuto per intraprendere il processo di cambiamento. In seguito riassume quali saranno le linee guida del piano industriale, che a più riprese e sotto vari aspetti verranno esplicitate nel corso del piano. Illustra la nuova struttura organizzativa, definisce la nuova squadra di management, riassume i risultati attesi per area di business e descrive come questi risultati si possano raggiungere. Continua definendo le quattro priorità che l'azienda intende perseguire:

- ridurre il profilo di rischio del gruppo e migliorare la qualità degli asset;
- uscire dall'America Latina;
- rafforzare il livello di patrimonializzazione;
- aumentare la redditività e massimizzare la creazione di valore per gli azionisti.

Per ognuna illustra le strategie da seguire, con i relativi target per ASA. Conclude con l'illustrazione dei risultati del primo semestre 2002 (il piano inizia la sua attuazione già nel secondo semestre di quell'anno), infine sottolinea le principali leve del cambiamento e descrive le ipotesi dello scenario su cui si basano le previsioni.

Si procederà qui di seguito, ad analizzare il contenuto del piano industriale per verificare se gli obiettivi prefissati sono stati raggiunti e se le linee guida sono state rispettate. Innanzitutto il piano prevedeva di non far gravare le spese dovute alla sua realizzazione sugli azionisti, di conseguenza il capitale sociale rilevato dal bilancio del 2002 (3.561mln composto da 5.915.707.226 azioni ordinarie e 932.490.561 azioni di risparmio) dovrebbe essere pari a quello rilevato nel 2005 (3.596mln composto da 5.983.374.287 azioni ordinarie e 932.490.561 azioni di risparmio), ma non è così. Si deve sottolineare che l'aumento è avvenuto nell'ultimo anno di previsione del piano in quanto, come successivamente si avrà modo di verificare, il raggiungimento degli obiettivi di piano si sono avuti gran parte entro il 2003 e si sono pressoché conclusi nel 2004, di conseguenza la

società ha ritenuto opportuno continuare la sua politica di miglioramento proponendo un nuovo piano industriale attivato già dal 2005.

#### Migliorare il profilo del rischio e la qualità degli assets

L'azienda si è proposta di:

- *far crescere la quota dell'attivo destinata al retail rispetto al corporate.*

Tabella 4.3.1 – Quote dell'attivo destinate alle varie ASA

<b>Target</b>	<b>2001</b>	<b>2005</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Divisione rete	23%	32%	23%	26,5%	30,8%	42,8%	----
Divisione banche Italia	9%	12%	9%	10,2%	11,7%	13,0%	----
Divisione corporate	33%	28%	33%	33,7%	26,5%	26,8%	----
Divisione banche estero	14%	6%	14%	10,4%	7,4%	7,8%	----
Società prodotto	10%	15%	10%	12,5%	13,5%	----	----
Centro di governo	11%	7%	11%	6,8%	10,0%	9,6%	----

Durante il periodo di riferimento del piano la struttura divisionale dell'azienda è stata modificata arrivando all'organigramma presentato nella figura 4.3.1, durante il 2004 le società prodotto sono state inglobate in parte dalla divisione rete e in parte da quella corporate. Dalla tabella 4.3.1 emerge il raggiungimento degli obiettivi del piano già nel 2004, ma non è possibile verificare cosa sia successo nel 2005 per mancanza di informazioni nella relazione allegata al bilancio.

- *far crescere la quota dell'attivo impiegato in Italia rispetto a quello nell'estero*

Tabella 4.3.2 – Quote dell'attivo destinate alle varie aree

<b>Target</b>	<b>2001</b>	<b>2005</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Italia	71%	87%	----	82,0%	86,1%	86%	88%
Europa	15%	10%	----	6,3%	4,7%	(balcani 8,6%)	(Europa est e centro 7%)
Resto del mondo	14%	3%	----	11,7%	9,2%	(Canada 5,4%)	----

Dalla tabella 4.3.2 risulta subito evidente come i dati riferiti all'area Italia siano chiari e completi in confronto a quelli delle altre due aree. Tra gli obiettivi dell'azienda però, vi sono l'aumento della presenza in Europa centrale e orientale e la completa dismissione delle attività in America Latina, oltre a quello dell'aumento di quota delle attività in Italia; tutti questi target sono stati raggiunti

dall'azienda e sono esposti in maniera esauriente all'interno del piano. Quindi, nonostante le relazioni a consuntivo non siano complete ed esaurienti contengono le informazioni di più stretto interesse.

*- far migliorare la qualità del portafoglio crediti*

Tabella 4.3.3 – Target finanziari sulla qualità del portafoglio crediti

<b>Target</b>	<b>2001</b>	<b>2005</b>
Loan provisions/ operating profit	57,5%	17,8%
Loan provisions/ loans	1,2%	0,6%
Non Performing Loans / loans(NET)	2,7%	2,0%
Non Performing Loans coverage ratio	60,3%	67,2%

Degli indici in tabella 4.3.3 non è stato possibile trovare verifica all'interno della relazione sulla gestione. Per quanto riguarda la qualità dei crediti si è potuto monitorare la situazione: di tutti quelli soggetti a rischio paese e ristrutturati o in corso di ristrutturazione, degli incagli e delle sofferenze verso clienti. Le sofferenze nette hanno registrato un calo nel 2004 del 24% rispetto al 2001 e il grado di copertura è aumentato dell'8%, inoltre risultano: affinati i sistemi di monitoraggio, identificati rating interni per il corporate e adottato un sistema di scoring.

#### Diminuire la presenza in America Latina

Per quanto riguarda la situazione in Argentina Banca Intesa aveva intenzione di cedere la controllata Sudameris ad una banca locale. Nei fatti il gruppo cede il Banco Sudameris al Banco Patagonia mantenendone una partecipazione del 19,95% e caricando l'onere di 168mln all'esercizio 2002.

In Brasile, si aveva intenzione di cedere il Banco Sudameris Brasile al Banco Itaù, ma a causa di una non giusta valorizzazione del cespite le trattative vengono interrotte. Nel 2003 si raggiunge un accordo con ABN Amro, secondo il quale il 94,56% del capitale ceduto viene pagato in denaro e il restante in azioni (11,6% del capitale del Banco ABN Amro Real) con opzione swap e call.

In Perù l'azienda si è prefissata il completo disinvestimento. Nella realtà dei fatti avviene la ricapitalizzazione della controllata per 458mln (interamente spesi).

Negli altri paesi (Uruguay, Paraguay, Colombia, Panama e Cile) si intendeva procedere con la liquidazione o la cessione delle attività, ma le modalità con cui si andava a svolgere erano ancora da definire. Per cautela veniva costituito un fondo rischi e oneri per 100mln, ma in ogni modo gli oneri consuntivati in Sud America vengono coperti dai proventi straordinari realizzati con la cessione di cespiti non strategici. In Cile viene perfezionata la cessione al Banco de Desarrollo, in Colombia viene migliorata la cessione del 73,6% a Gillex Holding, In Uruguay viene accettata l'offerta del Banco ACAC.

#### Aumentare il livello di patrimonializzazione

Tabella 4.3.4 – Target patrimoniali

<b>Target</b>	<b>2001</b>	<b>2003</b>	<b>2005</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Core Tier1	5,3%	7,1%	7,7%	5,3	5,9	6,9	7,6	----
Tier1	6,0%	8,0%	8,6%	6,0	6,8	7,8	8,5	7,9
Total Tier	9,3%	11,7%	11,0%	9,3	11,1	11,7	11,6	10,3
Free Capital	(854)	3.000	8.800	----	----	----	----	----

Dalla tabella 4.3.4 emerge che non tutti i target sono stati rispettati e inoltre non per tutti è stato possibile fare il raffronto tra quello che era previsto e quello che effettivamente è poi accaduto durante gli esercizi. Tra i quattro obiettivi cardine del piano, questo è stato sicuramente quello più trascurato ma anche quello che maggiormente interagisce con gli altri, quindi molto probabilmente, l'azienda ha preferito trattare le azioni finalizzate anche all'aumento del livello di patrimonializzazione nelle altre parti sia del piano che della relazione sulla gestione.

#### Aumentare la redditività e massimizzare la creazione di valore per gli azionisti

Tabella 4.3.5 – Target reddituali

<b>Target</b>	<b>2001</b>	<b>2005</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
EVA	(768)	620	----	----	----	----	1.752
Cost/Incombe	67%	52%	66,4	68,7	63,2	59,9	55
ROE	6,7%	14,8%	6,7	1,6	9,3	12,9	22,3
PRETAX ROE	2%	30%	----	----	----	----	----
EPS	0,14	0,31-0,35	0,14	0,03	0,19	0,28	0,469

Dalla tabella soprastante (tab. 4.3.5) si vede che nonostante non siano stati riscontrabili tutti gli indici dalle relazioni allegate ai bilanci, si evince che l'azienda ha pienamente raggiunto i target, superandoli.

#### *Divisione rete*

Tabella 4.3.6 – Target reddituali della divisione rete

<b>Target</b>	<b>2001</b>	<b>2005</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Margine di intermediazione	4.439	5.260	4.439	4.533	4.719	5.302	5.358
Risultato lordo di gestione	777	2.200	777	1.078	1.340	2.052	2.402
Cost/Income	82,5%	58,1%	----	----	----	----	----
Capitale assorbito	3.620	4.200	3.620	3.500	3.700	5.000	4.919
Pretax ROE	8,7%	39,3%	----	----	----	----	----
EVA	(96)	690	----	----	----	----	----

Osservando la tabella qui sopra (tab. 4.3.6) si può sostanzialmente ripetere quanto affermato precedentemente per i target a livello corporate, infatti manca la possibilità di confrontare tutti i dati consuntivi con quelli previsionali, ma quelli per cui è stato possibile si osserva che i target sono stati più che raggiunti. Questa sezione del piano è molto ricca di obiettivi di tipo qualitativo che però sono stati difficilmente riscontrabili nei prospetti.

#### *Divisione Banche Italia*

Tabella 4.3.7 – Target reddituali della divisione banche Italia

<b>Target</b>	<b>2001</b>	<b>2005</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Margine di intermediazione	1.534	1.730	1.534	1.386	1.372	1.459	1.520
Risultato lordo di gestione	550	850	550	522	591	668	755
Cost/Income	64,1%	50,8%	----	----	----	----	----
Capitale assorbito	1.277	1.500	1.277	1.200	1.300	1.400	1.581
Pretax ROE	33,5%	46,2%	----	----	----	----	----
EVA	202	195	----	----	----	----	----

Nella tabella 4.3.7 si osserva che i target economici non sono stati raggiunti e come negli altri casi, i tre indici: Cost/Income, Pretax ROE ed EVA, non sono stati ritrovati sulle relazioni sulla gestione.

### *Divisione Corporate*

Anche per la tabella 4.3.8 si ripetono le asserzioni fatte precedentemente, inoltre come è accaduto per la divisione rete anche in questa vi sono, nel piano, tantissimi obiettivi di tipo qualitativo che sono stati difficilmente riscontrabili nelle relazioni sulla gestione allegate ai bilanci.

Tabella 4.3.8 – Target reddituali della divisione corporate

<b>Target</b>	<b>2001</b>	<b>2005</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Margine di intermediazione	1.988	1.740	1.988	1.396	1.711	1.811	1.903
Risultato lordo di gestione	1.434	1.240	1.434	797	1.130	1.007	1.105
Cost/Income	27,9%	28,8%	----	----	----	----	----
Capitale assorbito	4.982	3.610	4.982	4.000	2.900	2.900	3.147
Pretax ROE	16,2%	30,3%	----	----	----	----	----
EVA	19	330	----	----	----	----	----

### *Divisione Banche Estere*

Tabella 4.3.9 – Target reddituali della divisione banche estere

<b>Target</b>	<b>2001</b>	<b>2005</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Margine di intermediazione	1.995	830	1.995	1.570	963	1.021	1.156
Risultato lordo di gestione	580	400	580	520	331	418	499
Cost/Income	70,9%	52,5%	----	----	----	----	----
Capitale assorbito	2.031	770	2.031	1.200	800	900	983
Pretax ROE	-29,0%	44,7%	----	----	----	----	----
EVA	(784)	160	----	----	----	----	----

Nella tabella 4.3.9 si sottolineano i buoni risultati ottenuti dall'uscita dall'America Latina, infatti i target verificabili sono raggiunti con un ampio margine.

### *Società prodotto*

Tabella 4.3.10 – Target reddituali della divisione società prodotto

<b>Target</b>	<b>2001</b>	<b>2005</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Margine di intermediazione	1.039	1.230	1039	720	751	----	----
Risultato lordo di gestione	530	690	530	383	444	----	----
Cost/Income	49,0%	43,6%	----	----	----	----	----
Capitale assorbito	1.769	2.300	1769	1500	1500	----	----
Pretax ROE	19,5%	21,7%	----	----	----	----	----
EVA	65	70	----	----	----	----	----

In questa divisione non è possibile verificare il raggiungimento o meno dei target prefissati a causa del fatto che questa area è stata inglobata nelle divisioni Rete e Corporate.

#### *Strutture centrali*

Sicuramente questa divisione ha assunto una notevole importanza nella redazione del piano in quanto è molto ricca di obiettivi nei diversi comparti. Banca Intesa ha dato una notevole importanza al valore delle risorse umane, anche perché era necessaria una standardizzazione nei rapporti coi clienti, dato che l'azienda nasce dalla fusione di banche diverse tra loro. Nel piano vi è un progetto molto importante di formazione del personale e anche di ottimizzazione delle spese del personale, pienamente perseguito negli anni 2002-2005. Nel campo dell'Information & Communication Technology è stato raggiunto già nel 2003 l'obiettivo della migrazione totale al sistema "Target". Nel campo immobiliare in sede di piano è stato proposto un ampio progetto di razionalizzazione degli immobili (sia di proprietà che in locazione) e delle spese legate a questi ultimi (energia, manutenzione, sorveglianza, ecc.). Il piano si conclude infine con la rivisitazione della denominazione del gruppo (da IntesaBci a Banca Intesa) e con l'obiettivo di rendere più trasparente, più frequente e maggiormente aperta la comunicazione del management verso gli stakeholder e sembra che anche questi ultimi obiettivi siano stati raggiunti pienamente.

#### 4.3.2 – REAZIONE DEL MERCATO: I REPORT DEGLI ANALISTI

Dall'articolo del 2006 di Mazzola, Ravasi e Gabbioneta emerge che la reputazione di una impresa in relazione alla sua responsabilità ed affidabilità è un fattore critico nell'abilità di attrarre risorse finanziarie che supportino le sue strategie. Si trovano in letteratura diverse ricerche su come le imprese costruiscono e preservano la fiducia del mercato finanziario. Queste mettono in evidenza alcune pratiche e caratteristiche che sembrano avere una positiva influenza sulla formazione della reputazione aziendale nei mercati finanziari.



Generalmente risulta molto più probabile la raccolta di consensi dalla comunità finanziaria per le aziende:

- guidate da leader capaci, con una buona reputazione nella comunità finanziaria e impegnati nella comunicazione interna ed esterna;
- la cui comunicazioni dei piani aziendali risulta trasparente e comprensiva e con frequenti follow-up;
- dotate di un sistema di controllo credibile e indipendente.

Mazzola, Ravasi e Gabbioneta affermano inoltre che bisogna tenere presente che le imprese dotate di una buona reputazione sono tendenzialmente in grado di fornire agli analisti finanziari e agli investitori una vasta gamma di rassicurazioni circa la credibilità delle affermazioni e previsioni aziendali. Vi sono compagnie considerate affidabili, e gli analisti credono in loro indipendentemente da come appaiono i loro obiettivi. Altre vengono considerate meno affidabili e gli analisti sono scettici anche quando le loro previsioni sono conservative. Sembra quindi che la comunità finanziaria sia incline a dare fiducia (o sfiducia) alle imprese indipendentemente dal contenuto effettivo delle loro strategie.

In tempi recenti, la solida reputazione del neo-assunto amministratore delegato, Corrado Passera e il suo personale coinvolgimento nella relazioni con gli investitori e nella comunicazione ai mercati finanziari hanno aiutato la ricostituzione della bassa reputazione del gruppo Banca Intesa tra gli analisti finanziari. Nel 2002, la nomina di Corrado Passera ha aiutato la società a riguadagnare credibilità e consenso tra gli analisti finanziari.

Si ricorda che Banca Intesa, come già affermato all'inizio del paragrafo 4.3, è stata costituita dalla fusione di: Banca Commerciale Italiana (di proprietà statale), Cariplo e Banco Ambrosiano Veneto. Il nuovo gruppo bancario ha goduto da subito di una cattiva reputazione nei mercati finanziari, che lo percepiva come una vecchia e statica istituzione, anche se in grado di completare con successo la fase post-fusione. Questa situazione è cambiata nel 2002, quando Corrado Passera è stato nominato amministratore delegato. Passera era già stato amministratore delegato di tre società: Gruppo Editoriale L'Espresso, Olivetti e Poste Italiane. Come amministratore delegato di Poste Italiane, aveva guidato una

sovradimensionata e inerte impresa attraverso una profonda riorganizzazione che ha sostanzialmente migliorato la propria immagine e le proprie prestazioni.

Questi risultati sono stati riconosciuti dalla comunità finanziaria che ha accolto il suo arrivo presso Banca Intesa, con un aumento sostanziale del prezzo delle azioni. La reputazione dell'azienda tra la comunità finanziaria ha inoltre beneficiato del coinvolgimento diretto nelle relazioni con gli investitori e la comunicazione ai mercati finanziari di Passera. Infatti, quest'ultimo non ha solamente presentato personalmente il piano industriale in esame, ma ha anche regolarmente partecipato alle riunioni con gli analisti finanziari e investitori istituzionali, al fine di fornire ulteriori spiegazioni circa le informazioni comunicate dall'azienda. Secondo la stampa finanziaria, nel settembre 2002 la sua presenza rassicurante ed efficace nella presentazione del piano strategico 2003-2005 ha aiutato a convincere gli analisti e gli investitori della credibilità delle previsioni ambiziose. Come UniCredit Banca Mobiliare ha riportato in seguito: "L'ultima presentazione ha mostrato una chiara rottura con l'abituale approccio della tradizionale banca italiana alla comunicazione finanziaria. L'impatto emotivo è stato forte, dando l'impressione che l'amministratore delegato fosse l'unico leader nella banca, con la situazione sotto controllo e le idee chiare in mente."

Quanto è successo per il gruppo Banca Intesa viene confermato dalla letteratura, dalla quale emerge l'alto interesse degli analisti e degli investitori verso la qualità dei manager e le relazioni interpersonali con i manager sono centrali per capire come questo fattore contribuisce alle performance della borsa.

R. B. Higgins e J. Dffenbach (1985) inoltre affermano che le presentazioni periodiche dei piani strategici agli stakeholder sono tra i più importanti dispositivi per divulgare informazioni riguardanti le intenzioni strategiche d'impresa, i piani d'azione e i risultati attesi. Certamente, la credibilità e la responsabilità dei dirigenti di Banca Intesa è rafforzata attraverso l'ampia offerta di informazioni circa l'attuazione dei piani proposti, fornendo informazioni sulle principali risorse e competenze su cui il piano si basa. Da sottolineare che al tempo della presentazione del piano industriale il gruppo non godeva di una buona

reputazione. Gli analisti erano convinti che l'azienda avesse buone prospettive di miglioramento soprattutto con le recenti modifiche a livello di management ma la consideravano un'azienda con grandi debolezze a livello di asset, di struttura del capitale e di esposizione del portafoglio crediti. La quale presentava un piano dalla strategia audace e aggressiva, che si basava su una forte ristrutturazione interna che avrebbe provocato bassi ritorni economici per gli investitori nel breve termine.

Il piano veniva considerato da Cheuvreux s.p.a. leggermente ottimistico in prospettiva dei dividendi previsti per azione e negli anni di maggiore compimento del piano (2002-2003) gli analisti hanno avuto perfettamente ragione. Di sicuro però non avrebbero mai pensato al momento della presentazione del piano, ad un risultato così elevato nel 2005 (tab. 4.3.5). Prima della presentazione del piano Banca Akros del gruppo Banca Popolare di Milano aveva ribassato la propria previsioni sui profitti per gli anni 2002-2003 a causa di eventi straordinari che avevano influito sulla redditività del primo semestre 2002, consigliando di aspettare ad investire in questa società. Dopo la presentazione del piano il consiglio di Euromobiliare S.I.M. s.p.a. era quello di “comprare”, perché consideravano il piano credibile, raggiungibile (nonostante fosse valutato ottimistico sotto il profilo dei costi) con il quale i manager inviavano un preciso messaggio; inoltre i risultati della prima metà dell'anno erano assolutamente soddisfacenti se si considerava il contesto in cui erano stati raggiunti.

Anche la società Merrill Lynch ribadiva la sua raccomandazione a comprare le azioni del gruppo Banca Intesa. “La banca ha una nuova gestione impegnata e giovane che, per la prima volta in molti anni, possiede il potere reale di cambiamento”.

Nel periodo di implementazione del piano, gli analisti sono rimasti convinti che Banca Intesa restasse una delle più interessanti ristrutturazioni del settore bancario in Europa, inoltre i continui buoni risultati che stava ottenendo riflettevano l'efficacia commerciale della banca.

Come affermato in precedenza, gli obiettivi previsti dal piano sono stati raggiunti dall'azienda con un largo anticipo permettendole di presentare nel 2005 un nuovo

piano industriale che ha fatto immediatamente andare al rialzo le proprie azioni. Dopo alcuni anni di duro lavoro nella razionalizzazione dei prodotti, delle strutture e dei processi, Banca Intesa intendeva, col nuovo piano, concentrare i propri sforzi sul miglioramento della efficacia commerciale per sfruttare al meglio la base di 11 milioni di clienti in tutta Europa e di conquistare quote di mercato ai suoi concorrenti. Anche se, per gli analisti, non vi era spazio per un ulteriore significativo rialzo delle azioni. Infatti, rispetto alla presentazione del 2002, dal punto di vista dei mercati finanziari la equity story di Banca Intesa era, paradossalmente, più difficile da proporre, perché sotto vari aspetti il gap con i migliori concorrenti era stato colmato e quindi la crescita era più legata al quadro macro e alla capacità di rubare quote di mercato. Proprio per questo motivo il ricco payout sembrava agli analisti la chiave di volta del piano.

Riassumendo il caso del gruppo Banca Intesa è in linea perfetta a quanto molti studiosi asseriscono nei loro articoli, cioè un'azienda con una bassa reputazione e buone prospettive di miglioramento può con il giusto management e con una coerente strategia migliorare la propria reputazione all'interno del mercato.

#### 4.4 – IL CASO CDC S.P.A.

Fondata nel 1986 CDC si è distinta da subito per la sua mission: diffondere tecnologie complesse in modo semplice, avvicinando il computer alle famiglie ed alle piccole e medie imprese.

Nasce così nel 1987, a Bologna, il primo di una lunga serie di punti vendita a insegna Computer Discount, presto diventato un affermato marchio, grazie ad un rapido sviluppo della rete dei computer shop ed alla sua capillare presenza sul territorio e nelle principali città italiane.

Nel 1990 viene costituita Micronica, società di produzione e assemblaggio di pc-desktop e small server. Nel 1993 e poi nel 1995 nascono altri due canali di distribuzione dedicati: Cash & Carry e Compy.

I primi, costituiti sul modello utilizzato nella grande distribuzione alimentare, sono dedicati esclusivamente agli operatori del settore; i secondi, situati all'interno di negozi e super store di elettrodomestici e prodotti di elettronica al consumo, sono rivolti al pubblico, ed in pochi anni si affermano come la prima rete di distribuzione informatica in Italia per fatturato e numero di punti vendita.

Nel 1998, attraverso il proprio sito Internet, CDC avvia un innovativo sistema di e-commerce B2B consentendo agli operatori convenzionati di acquistare direttamente via Internet i propri prodotti. Nel settembre dello stesso anno, utilizzando il servizio di e-commerce B2B dell'azienda, viene creato il canale distributivo "AmiCo" rivolto ai rivenditori specializzati nel settore informatico.

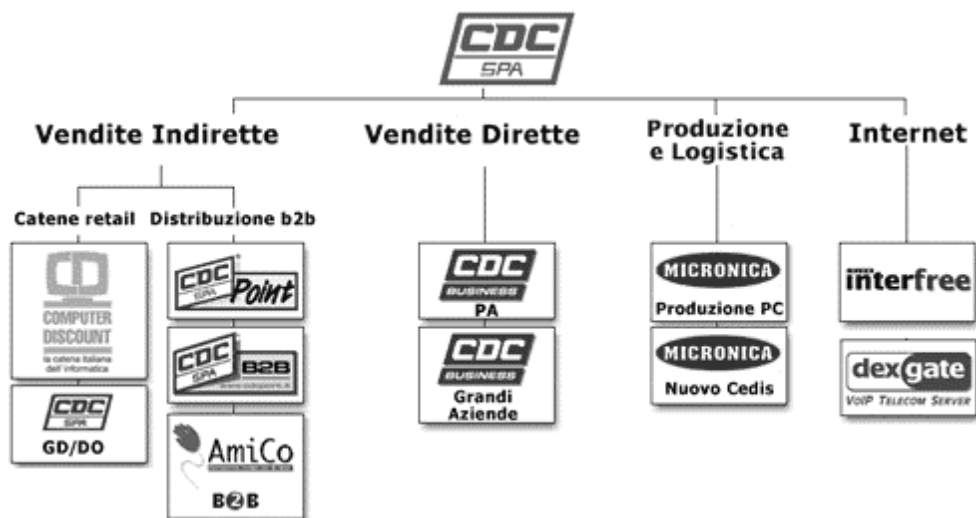
Non potendo mancare all'appuntamento con la rivoluzione di Internet, nel luglio del 1999 l'azienda attraverso Interfree ottiene la licenza di Internet Service Provider che gli permette, dotando ogni computer venduto nella rete distributiva CDC del software di connessione, di offrire gratuitamente la connessione a Internet e di fornire, attraverso il portale Interfree un'ampia gamma di informazioni e servizi.

Nel 2000 l'azienda ha fatto il suo ingresso nel settore delle telecomunicazioni sviluppando la soluzione Dexgate, una innovativa piattaforma web based in grado di rivoluzionare la tradizionale gestione delle comunicazioni multimediali

attraverso l'utilizzo della tecnologia browser e l'accesso a Internet. E' stato quindi creato un laboratorio di ricerca e sviluppo in cui un team di persone esperte svolgono attività di testing, validazione, analisi e successiva certificazione delle tecnologie e componenti VoIP rispetto ai protocolli di comunicazione VoIP standard, alla piattaforma Dexgate nonché l'interoperabilità tra i diversi prodotti. A partire dal 2001 l'azienda, attraverso la Direzione Vendite Dirette, presidia anche il mercato della Pubblica Amministrazione e dei Grandi Clienti.

Il modello di business esclusivo di CDC è basato, come da figura 4.4.1, sul presidio di quattro aree di business: Distribuzione di IT (Information Technology), Vendite Dirette, Produzione di IT e Logistica, Internet.

Figura 4.4.1 – Schema societario del gruppo CDC



#### 4.4.1 – OBIETTIVI E RISULTATI A CONFRONTO

Il piano che si sta per andare ad analizzare inizia descrivendo: la mission dell'azienda, i caratteri distintici di CDC s.p.a., i suoi punti di forza, il suo posizionamento sul mercato e l'evoluzione della propria quota di mercato negli ultimi anni. Continua col definire lo scenario di riferimento (mercato della microinformatica e del PC per categoria e per canale di vendita) e la strategia per il triennio 2005-2007 per comparti: distribuzione, vendite retail e vendite dirette; con particolare attenzione per il progetto SuperStore. Conclude infine con l'illustrazione degli obiettivi reddituali, finanziari e patrimoniali a livello corporate e ASA.

Di seguito si andrà a confrontare il contenuto del piano con quanto comunicato dall'azienda assieme all'esposizione dei bilanci consolidati. Per ogni ASA sono stati definiti una serie di obiettivi di tipo qualitativo accompagnati da alcuni di tipo quantitativo. Partendo dal fatturato, si evince dalla tabella sottostante (tab. 4.4.1) che i target non sono stati raggiunti.

Tabella 4.4.1 – Target di fatturato per ASA

<b>Target</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Distribuzione	396,4mln	303,4	333,2	341,7	318,8
Vendite retail	449,9mln	224,5	218,1	180,3	133,5
Vendite dirette	52,5mln	17,9	9,3	14,5	13,5
Interfree	5,3mln	10,5	5,3	4,0	3,1

Per la distribuzione si erano fissati degli obiettivi dettagliati (sia qualitativi che quantitativi) sul C&C e sul B2B per i quali non è stato possibile trovare conferma nelle relazioni sulla gestione. Per le vendite tramite retail erano stati previsti una serie di obiettivi a seconda del canale distributivo (Computer discount, GDO/GDS e CDC) purtroppo anche in questo caso i prospetti a consuntivi erano privi di informazioni. Nel canale delle vendite dirette si era previsto un progetto per l'apertura di una nuova rete di negozi, denominata SuperStore. Questo progetto, molto dettagliato in sede di piano, viene a malapena menzionato nelle relazioni sulla gestione. Nel piano industriale compariva addirittura per anno il conto

economico previsionale per questa nuova categoria di negozi, invece in sede di bilancio consuntivo non si viene a conoscenza ne del fatturato ne dell'utile. Sempre nell'area delle vendite dirette erano previsti una serie di target economici che non stato possibile verificare.

Tabella 4.4.2 – Target reddituali a livello corporate

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Ricavi (mln)	601,5	670,2	775,2	904,2	557,9	570,3	543,3	470,6
Ebitda (mln)	28,4			47,1	27,0	17,1	10,1	13,3
Ebit (mln)	17,7			34,7	17,0	8,3	2,1	4,7
D/E	0,5			0,2	0,10	0,16	0,67	0,85
EPS	0,93	1,18	1,4	1,7	0,77	0,09	-0,51	0,01
DPS	0,56	0,71	0,84	0,99	0,56	0,00	0,00	0,01
Utile (mln)	11,4	14,5	17,1	20,3	9,5	1,1	-6,2	0,2
Nr azioni stabile a		12.261.372			12.261.372	12.263.992	=	=

Nelle due tabelle di queste pagine (tab. 4.4.2 e 4.4.3) sono elencati tutti i target reddituali, finanziari e patrimoniali a livello corporate. Si nota che tutti gli obiettivi prefissati non sono stati raggiunti dall'azienda e per molti riferiti all'anno 2007 non è stato possibile fare la verifica. Una cosa da sottolineare è che tutti i progetti di investimenti dovevano essere autofinanziati, per quanto prevedeva il piano, in modo da non sovraccaricare l'onere sugli azionisti e non aumentare l'indebitamento. Invece, a causa della mancanza di utili sostanziosi nel triennio del piano ciò non è stato possibile, e l'azienda ha proceduto ad un aumento dell'indebitamento verso terzi e del capitale sociale.

Tabella 4.4.3 – Target patrimoniali a livello corporate

<b>Target</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
CCN (mln)	65,3	63,2	59,7	54,6	28,7	29,7	45,6	----
Attivo imm. (mln)	30,0	33,5	43,8	56,2	33,7	29,2	25,9	----
fondi TFR (mln)	4,1	5,3	7,1	9,5	2,8	3,0	4,7	3,6
Debito finanz. netto (mln)	31,7	23,2	22,1	19,4	4,6	8,0	28,8	36,6
Patrimonio netto (mln)	59,5	68,2	74,3	81,9	57,8	50,9	42,7	42,9
gg clienti	56	57	55	53	56	58	59	----
gg magazzino	55	57	56	54	59	72	52	----
gg fornitori	85	79	80	79	104	118	90	----
ciclo CCN	36	37	31	25	11	12	21	----



#### 4.4.2 – REAZIONE DEL MERCATO: I REPORT DEGLI ANALISTI

Dal report che Caboto ha pubblicato dopo la presentazione del piano industriale di CDC, emergeva che i suoi obiettivi erano legati al successo della nuova catena SuperStore. I target venivano considerati impegnativi ma raggiungibili, oltre che meno volatili poiché non più dipendenti dalla vincita delle gare Consip a differenza del precedente piano. Dal report però si evidenziavano alcune criticità che riguardano:

- l'implementazione del progetto SuperStore che avrebbe dovuto avere ricadute positive sulla top line, sui margini e sulla generazione di cassa. La nuova catena infatti se da un lato doveva permettere all'azienda di penetrare un nuovo canale distributivo, dall'altro presentava un execution risk legato alla bontà delle location e alla capacità di gestire efficacemente l'acquisto e la vendita di prodotti finora non trattati da CDC (circa un terzo dei ricavi del SuperStore);
- la ristrutturazione della catena Computer Discount. Questa catena negli immediati anni precedenti aveva sofferto del debole andamento dei consumi e della concorrenza di nuovi canali di vendita (Consumer Electronics).

Gli analisti hanno rivisto le loro stime in funzione della nuova catena SuperStore e del nuovo scenario di riferimento, e hanno confermato la loro raccomandazione a comprare. Le proiezioni sul 2004 sono state prudenzialmente riviste al ribasso per tener conto di un andamento dei consumi non entusiasmante, posizionandole leggermente al di sotto dei target societari.

Purtroppo come si è potuto vedere dal precedente paragrafo l'azienda non è riuscita a raggiungere nei diversi esercizi gli obiettivi che si era prefissata, quindi dopo la conclusione dell'esercizio 2004 ha ribassato i target 2005-2007 (mantenendo comunque inalterate le linee guida del piano industriale). Malgrado il poco incoraggiante dato di fatturato, l'azienda è rimasta agli occhi del mercato un'impresa molto solida sia dal punto di vista reddituale che finanziario, con buone prospettive di crescita legate al progetto SuperStore e alla probabile ripresa dei volumi nell'area delle Vendite Dirette.

Nell'arco del 2005 le cose non sono migliorate per il gruppo, infatti gli analisti lamentavano la sua totale dipendenza dal mercato interno che la esponeva al rischio di bassa propensione ai consumi registrata in quell'anno in Italia. Caboto riteneva tuttavia che i progetti di crescita in fase di implementazione (Cash&Carry, SuperStore) sarebbero stati in grado di compensare ampiamente uno scenario di mercato non favorevole. Inoltre, l'elevata redditività e una situazione finanziaria di assoluta tranquillità avrebbero potuto consentire al gruppo di sfruttare l'attuale momento per accelerare, tramite acquisizioni selettive, la creazione di massa critica nei business strategici.

Alla fine del 2005 CDC ha presentato il nuovo piano industriale 2006-2008. Gli obiettivi erano inferiori a quelli del precedente piano principalmente per il deconsolidamento di Compy SuperStore in seguito all'accordo siglato con Unicoop Firenze. Nel complesso i target sembravano agli analisti decisamente raggiungibili e forse superabili, in particolare per quanto concerneva i ricavi mentre era più cauta la loro posizione sul taglio dei costi. Come nel piano in esame anche in questo le stime erano legate allo sviluppo del progetto Superstore, ma si riteneva che l'intesa raggiunta tra CDC e Unicoop avesse dato un importante contributo alla credibilità del progetto SuperStore aumentandone allo stesso tempo le potenzialità.

Per quanto concerne il nuovo piano Caboto riteneva i target decisamente raggiungibili e forse superabili, sempre se lo sviluppo del SuperStore sarebbe stato quello previsto. Si riteneva che l'azienda avesse fatto una pianificazione conservativa, in particolare per quanto concerneva i ricavi. Il piano 2006-2008 sembrava quindi credibile e al di là del progetto SuperStore il raggiungimento degli obiettivi era principalmente basato sulla capacità del management di ridurre i costi piuttosto che sulla crescita del fatturato. L'execution risk del piano era decisamente più modesto di quello precedente, grazie all'accordo con Unicoop che riduceva chiaramente una delle difficoltà maggiori del piano: la ricerca di location di qualità per portare avanti lo sviluppo del Superstore.

I dati della gestione 2005 sono stati particolarmente deludenti sul fronte dei margini, non centrando né le linee guida societarie né le stime più conservative degli analisti. Non centrando gli obiettivi minimali, si è ritenuto che CDC abbia

perso un ottima occasione per rafforzare la credibilità presso gli investitori e per porre solide basi di partenza per raggiungere i target del piano 2006-2008.

Gli analisti ritenevano che nei successivi mesi l'azienda dovesse attuare un significativo piano di taglio dei costi per tornare ad esprimere una marginalità in linea con quella degli anni precedenti, e nel frattempo hanno abbassato le loro stime, rettificando il loro consiglio di acquisto.

Concludendo, al contrario del comportamento assunto da AcegasAps (paragrafo 4.2.2), il gruppo CDC ha continuamente comunicato con gli analisti, anche attraverso la presentazione di un nuovo piano, maggiormente credibile e conservativo rispetto al precedente. Questo, nonostante le problematiche che stava vivendo la gestione aziendale, ha mantenuto alta la stima che il mercato aveva nell'azienda e ha permesso che il prezzo delle azioni non subisse un calo vertiginoso ma solo un leggero abbassamento. Insieme al caso del gruppo Banca Intesa, anche questo (anche se in misura diversa) sottolinea l'importanza della comunicazione volontaria dei manager verso gli stakeholder.

Infatti, Bozzolan (2005) sostiene che se il management ha una propria credibilità nella produzione e nella comunicazione di informazioni al mercato risulterà più semplice comunicare risultati negativi rendendo esplicite anche le cause di un tale risultato negativo. Questo comportamento segnala al mercato che il management non sta cercando giustificazioni per il fatto che non è riuscito ad ottenere gli obiettivi dichiarati in precedenza ma, consapevole dell'insuccesso, lo segnala al mercato individuandone anche le cause. La conseguenza è che, se il mercato giudica le cause che hanno portato al mancato raggiungimento degli obiettivi come temporanee, superate oppure gestibili, non vi sarà un effetto sulla quotazione del titolo come quello che sarebbe potuto esserci nel caso in cui non ci fosse stata nessuna comunicazione oppure se la comunicazione ci fosse limitata a quella obbligatoria.

Quanto appena detto è un punto molto importante, infatti dalle relazioni sulla gestione allegata al bilancio si è potuto verificare pochissimo di quello che l'azienda si era prefissata. Quindi soffermandoci a questo primo aspetto tra il

gruppo CDC e AcegasAps sarebbe da preferire sicuramente il secondo. Ma dato che il primo in fase di pianificazione ha dato ampio spazio alla definizione delle ipotesi ambientali e poi si è impegnato in una comunicazione frequente e credibile con gli analisti, allora il secondo è stato maggiormente penalizzato dal mercato. Ancora una volta si sta sottolineando l'importanza della comunicazione per le aziende.

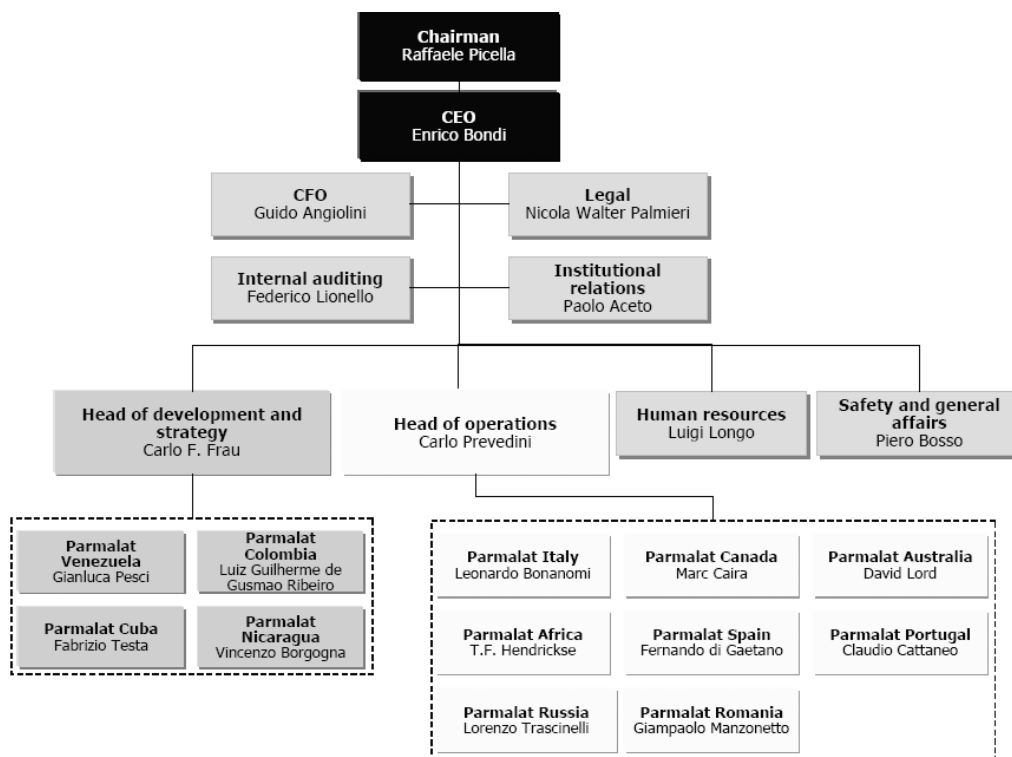
#### 4.5 – IL CASO PARMALAT S.P.A.

Parmalat nasce nel 1961 con un piccolo caseificio a Collecchio nelle immediate vicinanze di Parma. Negli anni '70 la forte richiesta di latte a lunga conservazione permise all'azienda di far crescere la propria fetta di mercato. Nel corso degli anni '90, dopo la quotazione in Borsa, l'azienda iniziò ad acquisire numerose altre imprese in Europa, America Latina e Africa, molte delle quali non strettamente legate al settore alimentare.

Alla fine del 2003 Parmalat è stata travolta da un colossale crack finanziario, che l'ha costretta a dichiarare bancarotta. Con decreto del Ministero delle Attività Produttive gran parte delle aziende del gruppo sono state ammesse alla procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi ed è stato nominato commissario straordinario il dott. Enrico Bondi. Con sentenza del tribunale di Parma le aziende del gruppo sono state dichiarate insolventi nominando giudice delegato il dott. Vittorio Zanichelli; con dette sentenze, sono state fissate le date per il deposito delle domande di insinuazione e per la verifica dei crediti. Successivamente gli obbligazionisti hanno visto le loro obbligazioni convertite in azioni Parmalat di nuovo tipo, quotate alla borsa di Milano.

Parmalat s.p.a. è una nuova impresa, fondata il 1 ottobre 2005, con a capo l'amministratore delegato Enrico Bondi (fig. 4.5.1). Il gruppo è uno dei leader a livello mondiale nella produzione e distribuzione di latte, dei principali prodotti caseari (yogurt, condimenti bianchi base panna, crema, dessert, formaggi) e bevande a base di frutta. Il gruppo gode di una forte "brand awareness". Il portafoglio prodotti comprende, come marchi globali: Parmalat e Santal, e come marchi internazionali: Zymil, Fibresse, Physical, Jeunesse, Omega3, First Growth, Smart Growth, Ice Break/Rush ed altri forti marchi locali.

Figura 4.5.1 – Schema societario del gruppo Parmalat



#### 4.5.1 – OBIETTIVI E RISULTATI A CONFRONTO

Il piano industriale 2004-2006 presentato dal gruppo Parmalat rappresenta in realtà, un piano di ristrutturazione e di sviluppo dell'attività, predisposto nella prospettiva di continuità e rafforzamento dell'attività operativa e si prefigge di migliorare la redditività del gruppo portandola in linea con i principali concorrenti di settore attraverso tre principali azioni:

- l'identificazione del perimetro core del business e la conseguente dismissione nel breve delle società e delle attività considerate non strategiche rispetto al futuro sviluppo industriale del gruppo;
- la definizione di azioni strutturali sui ricavi e sui costi per migliorare la redditività;

- l'identificazione ed il perseguimento di azioni di gestione, indirizzo e controllo svolte dalla capogruppo, con l'obiettivo di sviluppare sinergie a livello di gruppo.

Come punto di partenza è stato definito un nuovo assetto organizzativo funzionale, che permetterà una semplificazione dell'attività aziendale; inoltre, in base a principi di trasparenza e correttezza il piano prevede una revisione della catena di controllo aziendale del gruppo.

Una volta delineato il perimetro del core business, il gruppo dovrà adeguare la sua struttura al modello di business scelto, revisionare la strategia di sviluppo delle singole società e ridurre i marchi aziendali (da circa 130 a 30, focalizzandosi su Parmalat e Santà).

Tabella 4.5.1 – Target reddituali a livello corporate

	<b>2003</b>	<b>2006</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Ricavi (mln)	5.626	3.977	3.962	3.901	3.844
Ebitda (mln)	145	437	146	278	351
Ebitda Margin	2,6%	11,0%	3,7%	7,2%	9,1%

Dalla tabella soprastante (tab. 4.5.1) si evince subito che la nuova azienda, nonostante abbia avuto un calo del fatturato, registra immediatamente un aumento dell'Ebitda che delinea una maggiore efficienza operativa. Dal piano industriale si rileva la focalizzazione su semplici obiettivi qualitativi, che sono indispensabili a risollevare l'azienda dal crack e dallo stato di inefficienza in cui il gruppo versava, senza definire particolari target di tipo finanziario o patrimoniale. Prima di porre obiettivi di tipo quantitativo è stato quindi deciso di porre l'azienda nelle condizioni di operare al meglio.

La definizione del perimetro core del gruppo Parmalat determina un assetto profondamente diverso, con la creazione di un gruppo dalle dimensioni ridotte, multinazionale, focalizzato su categorie di prodotto in crescita ed alto valore aggiunto, presente con un minor numero di marchi più forti e maggiormente gestibile a livello centrale.

Tabella 4.5.2 – Target reddituali Parmalat

<b>Target reddituali Parmalat</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Ricavi netti	590	620	666	1.045	1.021	----
Ebitda	40	51	69	20	42	----
Ebit	29	37	53	-90	-22	----

Nella tabella 4.5.2 vengono riportati i target reddituali dell'azienda controllata Parmalat. Nel piano industriale comparivano anche le altre imprese controllate operanti in Italia ma a livello di relazione sulla gestione allegata al bilancio, è stato possibile ottenere i dati a consuntivo solo di Parmalat, oltretutto nemmeno completamente (manca l'anno 2006). I dati previsti non sono assolutamente in linea con i dati a consuntivo.

Nel piano industriale venivano illustrati tutti i target reddituali dei vari paesi in cui il gruppo opera (vedi tab. 4.5.3), tutti verificabili tramite le relazioni allegate ai bilanci consuntivi di ogni esercizio. Sia nel caso dei dati riferiti a Parmalat sia in quelli riguardanti i vari paesi in cui il gruppo opera non sono stati esposti i target finanziari e patrimoniali, in quanto non è stato possibile verificabili per mancanza di informazioni dei prospetti a consuntivo.

Tabella 4.5.3 – Target reddituali dei vari paesi in cui il gruppo opera

<b>Target reddituali Spagna</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Ricavi netti	242	242	255	223	208	191
Ebitda	22	28	34	15	12	-1
<b>Target reddituali Portogallo</b>						
Ricavi netti	92	98	106	87	68	81
Ebitda	10	15	19	8	9	7
<b>Target reddituali Russia</b>						
Ricavi netti	31	39	45	33	42	58
Ebitda	3	5	7	4	6	10
<b>Target reddituali Romania</b>						
Ricavi netti	9	10	10	8	11	12
Ebitda	1	2	2	2	3	2
<b>Target reddituali Canada</b>						
Ricavi netti	1.075	1.074	1.118	1.187	1.338	1.383
Ebitda	69	90	108	87	106	123
<b>Target reddituali Nicaragua</b>						
Ricavi netti	30	32	34	26	26	26
Ebitda	2	2	3	2	3	4



Tabella 4.5.3 (continua da pagina precedente) – Target reddituali dei vari paesi in cui il gruppo opera

<b>Target reddituali Cuba</b>						
Ricavi netti	4	4	4	4	1	4
Ebitda	1	1	1	1	0	2
<b>Target reddituali Venezuela</b>						
Ricavi netti	184	212	217	145	153	199
Ebitda	11	29	31	7	13	28
<b>Target reddituali Colombia</b>						
Ricavi netti	84	82	84	81	102	110
Ebitda	9	10	11	7	11	11
<b>Target reddituali Australia</b>						
Ricavi netti	344	359	376	384	425	435
Ebitda	31	38	45	33	40	40
<b>Target reddituali Africa</b>						
Ricavi netti	231	249	269	278	328	349
Ebitda	26	29	33	26	41	40

#### 4.5.2 – REAZIONE DEL MERCATO: I REPORT DEGLI ANALISTI

Dopo due anni di severa ristrutturazione il 6 ottobre del 2005 il gruppo Parmalat torna ad essere quotato alla borsa di Milano. Nonostante gli sforzi della ristrutturazione messi in atto, la redditività era ancora ben al di sotto delle performance dei migliori concorrenti. Intermonte riteneva che questo lasciava la società con un maggiore margine di miglioramento dei costi di esercizio.

Secondo il piano industriale formulato dal dott. Bondi, si prevedeva che Parmalat generasse un margine Ebitda a doppia cifra nel 2006-2007. Secondo gli analisti questo doveva essere raggiunto non solo grazie ad una maggiore attenzione all'efficienza interna e alla riduzione dei costi, ma anche grazie alla crescente importanza rivestita nel mercato dagli alimenti funzionali, come la nuova linea Jeunesse, che generalmente consentivano margini più elevati e rappresentavano ancora una piccola percentuale del totale del fatturato del gruppo.

Dato che il debito finanziario e commerciale era stato convertito in azioni, il capitale di Parmalat era detenuto da una vasta gamma di investitori, del quale i vecchi obbligazionisti avevano il controllo della maggioranza (esattamente il 52,1% prima dell'esercizio dei warrant). Nel 2005 vi sono state diverse

dichiarazioni pubbliche che sostenevano vi fossero molti attori industriali che potevano essere interessati a rilevare l'azienda dopo la sua ristrutturazione. Questo non sorprese Intermonte dato che: Parmalat deteneva una posizione leader sul mercato, vi erano diverse vie ancora da esplorare per affinare l'efficienza verso i benchmark del settore e inoltre la struttura societaria del gruppo era molto frammentata.

Secondo Mediobanca securities vi erano diversi elementi che facevano sì che Parmalat fosse una buona opportunità di investimento, tra questi:

- si trattava di un'operazione su una solida industria in quanto operava in un settore maturo e di difesa che offre opportunità di crescita costante, con rischi limitati; il gruppo si stava focalizzando sul segmento "funzionale" che offriva notevoli possibilità di espansione e possedeva margini superiori a quelli medi del mercato alimentare;
- il gruppo deteneva una posizione leader di mercato per le categorie di prodotti e mercati in cui operava, conferendole notevole potere di contrattazione con i distributori locali;
- la redditività era inferiore alla media del settore, lasciando così ampio spazio di miglioramento dei margini e sui concorrenti una volta che il piano di ristrutturazione fosse stato pienamente attuato;
- una potenzialmente generosa politica dei dividendi;
- potenziali proventi se vi fosse stato un esito positivo per il procedimento giudiziario.

Ovviamente associate alle opportunità gli analisti riscontravano diversi rischi, tra i quali:

- il potenziale fallimento nell'attuazione del piano industriale: data la complessità e l'ampio campo di applicazione della ristrutturazione e dei piani aziendali, la realizzazione dei risultati previsti era subordinata a un gran numero di situazioni e condizioni; se i piani non fossero stati attuati in modo soddisfacente, questo avrebbe potuto avere un impatto negativo sulla realizzazione della serie di obiettivi della Parmalat e sulla sua situazione finanziaria;

- l'omissione o il ritardo nell'esecuzione delle cessioni previste nel piano di ristrutturazione avrebbe potuto portare alla vendita di alcune attività non-core a un prezzo inferiore a quello previsto; qualunque omissione o ritardo di attuazione del progetto di cessione avrebbe potuto influenzare la propria capacità di raggiungimento degli obiettivi del piano di ristrutturazione, e di conseguenza minare la situazione finanziaria;
- i rischi relativi ai procedimenti giudiziari, in quanto, dato il numero di controversie in cui il gruppo era interessato e gli importi in questione, se i procedimenti si fossero conclusi in sfavore di Parmalat si sarebbe pregiudicata la sua posizione finanziaria.

Quindi nonostante da una parte vi fosse interesse da parte degli analisti a consigliare l'investimento in questa azienda, dall'altra parte vi erano dei forti rischi nell'acquistare i suoi titoli. Quindi il consiglio rimaneva quello di attendere ad avere ulteriori notizie.

L'immagine del nuovo gruppo si basava su un area di consolidamento che includeva i paesi, i prodotti e i marchi considerati core. Tutte le imprese non funzionali al raggiungimento della missione del gruppo, erano considerate non-core e di conseguenza ne era prevista la cessione. Grazie alla forte sensibilizzazione dei propri marchi e dell'immagine, e al suo potenziale di crescita, il gruppo era leader di mercato ed era in possesso di una buona posizione competitiva o di una possibilità di entrata in una serie di importanti categorie di prodotti e mercati. Per questo insieme di ragioni veniva considerato dagli analisti un gruppo dalle buone prospettive, una volta che si fossero risolte le controversie legali.

Alla fine del 2005, l'opinione di molti analisti era neutrale all'investimento in questo gruppo, in quanto riconoscevano un divario tra prezzo di mercato delle azioni e valore reale (più elevato). Questa differenza era dovuta al valore che il mercato attribuiva all'incertezza dell'esito giudiziario, nessuno sapeva e riusciva a prevedere come queste controversie si sarebbero risolte. Sengupta (1998) sosteneva che l'importanza relativa della comunicazione è maggiore nelle situazioni in cui c'è maggiore incertezza sulle prospettive dell'impresa. Quindi

per Parmalat era importante continuare verso una politica di ricostruzione della propria reputazione attraverso una comunicazione frequente, affidabile e credibile. Inoltre, agli inizi di novembre gli azionisti avrebbero dovuto scegliere chi sarebbe stato il futuro amministratore delegato, quindi decidere se mantenere il dott. Enrico Bondi o trovare un nuovo candidato. Alcuni analisti ritenevano che Bondi non sarebbe stato la persona migliore da eleggere quale amministratore delegato della società, inoltre ritenevano che, nonostante la loro situazione di conflitto di interesse, le banche potessero avere un notevole influenza nella nomina del nuovo consiglio di amministrazione di Parmalat, e che queste persone sarebbero pertanto state meno inclini a prendere un atteggiamento forte nei confronti dei loro contenziosi in sospeso. Il nuovo amministratore delegato avrebbe dovuto collaborare con le banche per il finanziamento dell'impresa, c'era quindi la sensazione che fosse improbabile che il nuovo consiglio aumentasse le aspettative sul recupero dei rapporti in contenzioso.

Da evidenziare che, finché una banca non avesse chiarito la sua strategia nelle azioni per risarcimento per danni, gli analisti si astenevano dal dare consigli agli investitori. Infatti, quando una banca avrebbe fatto il primo passo, il mercato avrebbe agito come se tutte le altre banche si fossero comportate nella stessa maniera, di conseguenza sarebbe stato più facile scommettere sul maggiore o minore recupero.

Agli inizi di novembre del 2005, gli azionisti hanno votato per mantenere Enrico Bondi alla guida del gruppo come amministratore delegato. Mediobanca securities ha accolto con favore la notizia in quanto considerava il dott. Bondi l'uomo che è stato il principale responsabile della ristrutturazione del gruppo e del suo ritorno alla borsa di Milano, inoltre poteva rappresentare sicuramente una garanzia che l'azienda avrebbe continuato a cercare di ottenere il miglior risultato possibile. Sebbene questo fatto rassicurasse gli analisti, questi non hanno modificato la loro neutra raccomandazione verso il titolo in attesa di avere una migliore visibilità sul contenzioso che era in corso. Da sottolineare che, anche una volta avuto un flusso di notizie positivo riguardante le cause e le azioni di recupero è stata mantenuta la posizione di neutralità da parte degli analisti.

Sembra proprio, che dopo i fatti accaduti, e nonostante alla guida dell'azienda vi fosse un manager considerato credibile e fidato, il mercato stentasse a ridare fiducia a questa azienda, nonostante si continuasse a sottolineare le possibilità di una piena ripresa.

Dai report pubblicati da Caboto emergeva una maggiore fiducia verso l'azienda, soprattutto dopo i risultati preliminari dell'esercizio 2006, e anche perché nei primi mesi del 2007 il manager aveva promesso l'aggiornamento del piano industriale. Il consiglio di questi analisti di acquistare i titoli Parmalat, si rafforza nei successivi mesi grazie ad un miglioramento del margine Ebitda e anche perché il management, nel presentare l'aggiornamento del piano si è dimostrato fortemente impegnato nella strategia di bilanciamento del mix di ricavi verso i prodotti funzionali che, insieme allo snellimento della struttura dei costi, si riteneva rappresentasse il principale value driver del gruppo.

Riprendendo ciò che si era affermato nel paragrafo 4.3.2, sembra che gli analisti valutino più l'affidabilità dell'azienda e del suo management più che l'effettiva strategia. Le vicende che hanno coinvolto il gruppo Parmalat nel recente passato hanno sicuramente minato la fiducia che il mercato poteva avere in questa azienda. Di conseguenza, nonostante il management sia stato completamente rimpiazzato e si siano adottate delle misure per cui l'azienda avesse tutte le carte in regola per risollevarsi e garantire sicurezza agli investitori, la via verso la riconquista della fiducia da parte degli stakeholder è stata lunga. Il nuovo amministratore delegato, ha dovuto dare prova più e più volte che l'azienda stava andando verso la piena ristrutturazione prima di ottenere i primi consensi. Ciò sottolinea un'altra volta l'importanza di una buona comunicazione e un buon management, infatti nonostante ci voglia del tempo, anche un'azienda con una pessima reputazione (come era Parmalat prima della ristrutturazione) può con un buon team manager e con una comunicazione coerente e frequente riconquistare la fiducia da parte degli analisti e di conseguenza di tutto il mercato.



## **CAPITOLO 5 – CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE**

Nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria, il bilancio d'esercizio pubblico può essere considerato lo strumento informativo principe. Esso svolge un ruolo fondamentale all'interno dell'informativa societaria, anche se, come già affermato, non può, da solo soddisfare completamente le necessità di conoscenza degli operatori economici esterni all'azienda. Per propria natura il bilancio è un documento contabile dalla visione storica i cui dati fanno riferimento ad un arco temporale breve, l'esercizio, proprio per questo si sente sempre più forte da parte dei diversi stakeholder, l'esigenza di integrare l'informativa obbligatoria, con ulteriori informazioni di natura extra-contabile, di natura prospettica e ampliare l'arco temporale di riferimento al fine di rendere più trasparenti sia i risultati che le politiche aziendali.

Ogni stakeholder ha delle esigenze informative diverse, gli azionisti sono sicuramente tra tutti i soggetti quelli che necessitano una panoramica maggiormente approfondita dell'azienda, in quanto proprietari della stessa. I finanziatori hanno interesse che l'azienda sia sana e sia gestita bene in modo da ridurre l'incertezza insita nei loro investimenti. I fornitori sono interessati a capire la visuale prospettica dell'azienda, in modo da essere preparati ad eventuali cambi dei rapporti contrattuali. I clienti, hanno interessi diversi a seconda del prodotto/servizio fornito dall'azienda. Quindi, soddisfare le esigenze conoscitive degli stakeholder non è una cosa semplice e richiede molto impegno.

Secondo tale approccio l'azienda integra e adatta i suoi processi di comunicazione al fine sia di garantire una più ampia comprensione dei suoi risultati attuali e prospettici, sia di ottenere la piena approvazione sul suo operato. Allo scopo di soddisfare le esigenze informative delle diverse categorie di stakeholder e soprattutto, per fronteggiare le ridotte capacità del sistema di bilancio di assolvere

alle proprie funzioni informative, alcune imprese hanno iniziato accanto ai fascicoli di bilancio a fornire ulteriori e sempre più esaurienti relazioni sulla gestione. Inoltre, sono stati proposti diversi schemi di reporting nei quali sono inserite diverse informazioni che fanno riferimento principalmente a misure di performance di natura non economico-finanziaria, di natura prospettica e relative a rischi ed asset intangibili. Appare evidente che l'obiettivo di questi schemi sia quello di aumentare e completare le informazioni di natura contabile contenute nel bilancio, che viene considerato insufficiente ai fini della comunicazione al mercato.

Vi sono, dunque alcune informazioni comunicate dalle imprese, che non sono riconosciute utili dagli utilizzatori esterni, e al contrario, vi sono informazioni delle quali gli utilizzatori esterni sentono la necessità in quanto ritenute importanti, ma che non vengono comunicate. Questa divergenza crea il cosiddetto gap informativo tra quello che i manager ritengono giusto comunicare e quello che il mercato necessita e desidera. Durante l'esposizione dell'elaborato si è avuto modo di capire, grazie anche alle ricerche di Garcia-Meca (2005), che la divergenza di opinioni non coinvolge solo le misure e il modo in cui le informazioni vengono presentate, ma vi sono dei veri e propri vuoti informativi su alcuni argomenti sui quali gli stakeholder desiderano una comunicazione maggiormente completa.

Dall'elaborato emerge in sostanza l'importanza della comunicazione volontaria delle imprese, che però fornisce i benefici desiderati non per la mera quantità ma soprattutto per la propria qualità. Risulta di fondamentale importanza per le aziende definire un'efficace politica di comunicazione, integrando in maniera efficiente la comunicazione obbligatoria con quella volontaria.

Per ottenere una comunicazione integrata, che allo stesso tempo risulti credibile l'azienda deve impegnarsi molto nell'utilizzare nella maniera più efficace possibile tutti gli strumenti a sua disposizione. I piani industriali offrono, una notevole opportunità ai manager, però devono essere utilizzati correttamente. Nelle relazioni sulla gestione deve essere presente lo stato di avanzamento del piano e se vi sono state delle differenze sostanziali tra ciò che era previsto e ciò che è avvenuto, il manager deve darne spiegazione, e se la situazione lo richiede,



presentare al più presto al mercato degli aggiornamenti del piano. Se in quest'ultimo sono presenti determinati indicatori di performance, nei documenti narrativi che accompagnano il bilancio, deve essere possibile ritrovarli, altrimenti come può uno stakeholder capire se l'azienda sta seguendo con successo le linee guida che si era proposta? L'impegno richiesto dalle aziende per ottenere una comunicazione efficace, e che integri tra loro in maniera idonea l'informativa obbligatoria e quella volontaria, è sicuramente molto forte. Ma il rispetto, la credibilità, la fedeltà e tutti gli altri benefici che si acquistano, superano indubbiamente i costi derivanti dalla produzione della comunicazione.

I piani industriali svolgono un ruolo molto importante in quanto consentono, in base all'analisi dell'azienda e dell'ambiente competitivo in cui essa opera, di sviluppare la strategia a livello corporate e di singole ASA, che l'azienda dovrà implementare attraverso determinate azioni nei successivi esercizi. Questo documento è uno dei pochi prospetti entrati nella prassi aziendale, che consente agli stakeholder di valutare l'azienda non in base alle gestioni passate, ma in base alle azioni che l'azienda intende svolgere nel futuro. La redazione del piano per le società deve rappresentare un momento di confronto e di valutazione del proprio processo di pianificazione. Dal momento che la preparazione del piano non può sostituire il processo di creazione della strategia, la sua stesura presuppone sempre la lucida e consapevole elaborazione della strategia competitiva da parte del management. L'individuazione e l'illustrazione dell'andamento dei key value drivers diviene, quindi il presupposto per affrontare, in modo coerente e completo, le principali scelte operative necessarie all'implementazione degli obiettivi strategici, l'analisi della componente di rischio e le esigenze comunicative tipicamente richieste dal mercato. In particolare, il piano deve contenere un insieme credibile e completo di prospetti economici, patrimoniali e finanziari che offrano una stima, in piena coerenza con le caratteristiche del progetto strategico esposto, delle prospettive legate al modello di business prescelto e che forniscano tutti i dati impiegati per calcolare le performance attese. Seguendo tutto questo insieme di raccomandazione, il piano industriale risulterà utile al management, per affinare e precisare i contenuti della strategia intenzionale elaborata e delle azioni per realizzarla, ma soprattutto lo userà come mezzo per la comunicazione

volontaria. Dall'altra parte permetterà una corretta valutazione da parte del mercato dell'azienda, che sarà vista non solo nella sua capacità di creare ricchezza nel passato, ma in un ottica di valore futuro.

Risulta di fondamentale importanza per l'azienda svolgere un'efficace politica di comunicazione in quanto ciò le permetterà di attirare le risorse, umane e finanziarie, necessarie alla piena attuazione delle strategie intenzionali o di coinvolgere altre economie, in accordi, alleanze, partnership di lungo periodo, e altresì alle società quotate, per ottenere una consapevole e convinta adesione da parte del mercato finanziario e degli investitori istituzionali ai progetti strategici intrapresi. Oltre a ciò l'azienda potrà beneficiare di diversi vantaggi, tra i quali: l'aumento della sua credibilità e dei suoi manager, l'aumento del numero degli investitori a lungo termine, l'aumento del valore delle azioni e della relativa liquidità di queste.

Molto di quanto appena affermato viene ribadito dai risultati dell'analisi, la quale ha coinvolto quattro aziende quotate nella borsa italiana che recentemente hanno presentato un piano industriale al mercato (AcegasAps s.p.a., Banca Intesa s.p.a., CDC s.p.a. e Parmalat s.p.a.). L'analisi consisteva nel porre a confronto gli obiettivi con i risultati a consuntivo, e attraverso i report degli analisti, individuare i pregi e i difetti della comunicazione delle aziende.

Il piano industriale di AcegasAps non si presentava secondo la struttura proposta da Borsa Italiana, e a differenza degli altri risultava carente nell'illustrazione dell'ambiente esterno in cui compete l'azienda. Gli analisti al momento della presentazione consideravano il piano ambizioso ma realistico perché esaminava attentamente le potenzialità di sviluppo nei quattro business presidiati. Purtroppo le performance previste non sono state raggiunte, ma non è stato il mancato raggiungimento degli obiettivi a far sorgere numerose critiche, gli analisti accusavano l'impresa di non aver aggiornato il piano industriale, anche in luce alle difficoltà che l'azienda stava affrontando nel settore del gas. Bozzolan (2005) afferma infatti, che quando le performance aziendali sono in calo, il mercato le accetterà se saranno considerate momentanee e superabili. Ciò può avvenire anche grazie ad un aggiornamento del piano e ad una sincera esposizione delle cause che hanno portato alla caduta di performance.

A differenza del precedente caso, Banca Intesa ha adottato nella presentazione del proprio piano una struttura simile a quella consigliata da Borsa Italiana. Sicuramente questa azienda, tra le quattro prese in esame è quella che maggiormente ha comunicato con efficacia con gli stakeholder, ma anche quella che più di tutte le altre è riuscita a raggiungere i target prefissati, addirittura con un anno di anticipo. Banca Intesa, nata dalla fusione di tre diverse imprese, ha goduto da subito di una cattiva reputazione nei mercati finanziari, negli anni di implementazione del piano la reputazione dell'impresa però è migliorata, fondamentalmente grazie alla solida reputazione dell'amministratore delegato, Corrado Passera e al suo personale coinvolgimento nella relazioni con gli investitori e nella comunicazione ai mercati finanziari. Quindi, come si è avuto modo di illustrare con maggiore dettaglio durante l'elaborato, la buona reputazione e il personale coinvolgimento di un amministratore delegato nella comunicazione aziendale, possono influenzare la credibilità di un'azienda. Come afferma Bozzolan (2005), le strategie presentate da aziende con una solida credibilità, sono considerate tendenzialmente maggiormente affidabili.

Il piano presentato dal gruppo CDC andava ad approfondire lo scenario di riferimento su cui si basava la strategia. Ciò conferiva al piano una certa credibilità, nonostante fosse sostanzialmente basato sul successo della nuova catena distributiva. Purtroppo nella sostanza dei fatti molti dei target non sono stati raggiunti, ed inoltre i target delle singole ASA non potevano essere completamente verificati perché nelle relazioni sulla gestione veniva data meno di una pagina di spazio per illustrare quello che le diverse divisioni aziendali avevano raggiunto. A seguito del non raggiungimento degli obiettivi alla fine del 2005 l'azienda ha presentato un nuovo piano industriale maggiormente raggiungibile che le ha consentito di non perdere completamente la fiducia degli analisti finanziari. Nonostante dunque, la non piena integrazione tra piani industriali e relazioni sulla gestione, l'azienda è stata appoggiata dagli analisti, infatti alla base di una solida credibilità aziendale vi sono dei piani industriali ben costruiti e poggiati su un'analisi attenta dell'ambiente competitivo, ma soprattutto dei frequenti aggiornamenti, indispensabili se vengono a mancare i presupposti su cui si fonda un progetto strategico.

Quello presentato dal gruppo Parmalat non era esattamente un piano industriale ma si presentava come un piano di ristrutturazione. Il prospetto si prefiggeva pochi ma sostanziali obiettivi e soprattutto di natura qualitativa, infatti era molto carente dal punto di vista dei target quantitativi. A differenza degli altri gruppi societari esaminati, Parmalat non era quotata alla borsa italiana al momento della presentazione del piano, ma è tornata ad esserne ammessa solo verso la fine del 2005. La situazione di incertezza relativa ai contenziosi, ha fortemente influito sui consigli che gli analisti finanziari davano agli investitori. Il gruppo dopo il crack finanziario, non godeva della fiducia del mercato e quindi il comportamento verso i titoli erano pregiudicato dalla propria reputazione, nonostante gli analisti sottolineassero la possibilità di una piena ripresa, soprattutto grazie alla strategie messe in atto. Questo caso di studio risulta essere molto interessante, perché sottolinea i benefici derivanti da un corretto utilizzo della comunicazione. L'azienda dopo essere riuscita a superare i contenziosi legali, ad aver raggiunto gli obiettivi qualitativi che si era prefissata e ad aver incrementato il proprio valore a medio lungo termine, nel 2006 è riuscita ad ottenere il consenso degli analisti per il suo operato.

Da tutti i casi appena esposti, si evidenzia che nonostante una comunicazione integrata provochi dei costi e dei rischi, se usata nella maniera corretta permette all'azienda di ottenere molti benefici che si ripercuoteranno sia nel breve che nel medio lungo termine. La comunicazione per le aziende deve essere quindi considerata un'importante risorsa strategica, e come tale va alimentata, protetta e gestita in modo da ottenere il massimo vantaggio.

## **BIBLIOGRAFIA**

### Testi consultati:

Amir E., Lev B. (1996), Value-Relevance of nonfinancial information: the wireless communication industry, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, No. 1, pag. 3-30

Arya A. e Mittendorf B. (2007), The interaction among disclosure, competition between firms, and analyst following, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 43, No. 2-3, pages 321-339

Bozzolan S. (2005), *Trasparenza informativa e mercato finanziario: modelli e comportamenti di comunicazione volontaria*, McGraw-Hill, Milano

Brunetti G. (1967), *I piani finanziari. Prime proposizioni*, Libreria Universitaria, Venezia

Burton F. G., Collier M. e Tuttle B. (2006), Market responses to qualitative information from a group polarization perspective, *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 31, No. 2, pag. 107-127

Buzby, S.L. (1975). Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure, *Journal of Accounting Research*, Vol. 13, No. 1, pag. 16-37

Cooke, T.E. (1989a), Disclosure in the Corporate Annual Report of Swedish Companies, *Accounting and Business Research*, Vol. 19, pag. 113-122

Cooke, T.E. (1989b), Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 1, No 2, pag. 171-195.

Di Piazza S. A. Jr. e Eccles R. G. (2002), *Building public trust. The future of corporate reporting*, John Wiley & Sons, New York

Eccles R. G., Herz R. H., Keegan E. M. e Phillips D. M. H. (2001), *The value reporting revolution : moving beyond the earnings game*, John Wiley & Sons, New York

- Firth, M. (1979), The Effect of Size, Stock Market Listings, and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports, *Accounting and Business Research*, Vol. 9, No. 36, pag. 273–280
- García-Meca E. (2005), Bridging the gap between disclosure and use of intellectual capital information, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6, No. 3, pag. 427-440
- García-Meca E., Parra I., Larràn M. e Martínez I. (2005), The Explanatory Factors of Intellectual Capital Disclosure to Financial Analysts, *European Accounting Review*, Vol. 14, No. 1
- Giannesi E. (1956), *Il piano finanziario nel sistema dei piani di azienda*, Libreria Goliardica, Pisa
- Guatri L. e Eccles R. H. (2000), *Informazione e valore. Il caso italiano*, Egea, Milano
- Higgins R. B. e Diffenbach J. (1985), The impact of strategic planning on stock prices, *The Journal of Business Strategy*, Vol. 6, No. 2, pag. 64-72
- Kamran A. e Curtis J. K. (1999), Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis, *The British Accounting Review*, Vol. 31, No. 1, pag. 35-61
- Langberg N. e Sivaramakrishnan K. (2008), Voluntary disclosures and information production by analysts, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 46, No. 1, pag. 78-100
- Malone D., Fries C. e Jones T. (1993), An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas industry, *Journal of Accounting Auditing and Finance*, Vol. 8, No. 3, pag. 249-273
- Mazzola P., Marchisio G., Borsa italiana (Lombardo L., Visciano N., Scremin A.), Deloitte & Touche corporate finance (Vesin G., Colasurdo R., Gianfrate G.) e Roland Berger strategy consultants (Albanese G., Calvi Parisetti F.) (2003), *Guida al piano industriale*, Borsa italiana
- Mazzola P. (2003), *Il piano industriale. Progettare e comunicare le strategie d'impresa*, EGEA Università Bocconi Editore, Milano
- Mazzola P., Ravasi D. e Gabbioneta C. (2006), How to Build Reputation in Financial Markets, *Long Range Planning*, Vol. 39, No. 4, pag. 385-407
- McNally G.M., Eng L.H. e Hasseldine C.R. (1982), Corporate Financial Reporting in New Zealand: An Analysis of User Preference, Corporate Characteristics and Disclosure Practices for Discretionary Information, *Accounting and Business Research*, Vol. 13, pag. 11–20.

Ruiz Albert I., Laffarga Briones J. e Jimenez Cardoso S. M., Factors determining information disclosure, University of Seville, Accounting and Financial Economy Department, School of Economic and Business Sciences.

Sengupta P. (1998), Corporate disclosure quality and the cost of debt, *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 4, pag. 459-474

Singhvi, S. (1968), Characteristics and Implications of Inadequate Disclosure: A Case Study of India, *The International Journal of Accounting*, Vol. 3, No. 2, pag. 29-43

Singhvi, S. e Desai, H.B. (1971), An Empirical Analysis of the Quality of the Corporate Financial Disclosure, *The Accounting Review*, Vol. 46, No. 1, pag. 120-138

Sveiby K. E. (1997), *The new organizational wealth. Managing & measuring knowledge based assets*, Berret-Koehler, San Francisco

Wallace R.S.O., Naser K. e Mora A. (1994), The Relationship Between Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain, *Accounting and Business Research*, Vol. 25, No. 97, pag. 41-53.

Wallace R.S.O. e Naser K. (1995), Firm-Specific Determinants of Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in the Corporate Annual Reports of Firms on the Stock Exchange of Hong Kong, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 14, pag. 311-368.

Siti web consultati:

<a href="http://www.acegas-aps.it">www.acegas-aps.it</a>	sito web del gruppo AcegasAps
<a href="http://www.borsaitaliana.it">www.borsaitaliana.it</a>	sito web della Borsa italiana
<a href="http://www.cdc.it">www.cdc.it</a>	sito web del gruppo CDC
<a href="http://www.intesasanpaolo.com">www.intesasanpaolo.com</a>	sito web del gruppo Intesa Sanpaolo
<a href="http://www.parmalat.com.it">www.parmalat.com.it</a>	sito web del gruppo Parmalat
<a href="http://www.wikipedia.org">www.wikipedia.org</a>	enciclopedia on-line





## **RINGRAZIAMENTI**

La persona che più di tutte mi ha accompagnato nello sviluppo di questo elaborato è la mia relatrice, la professoressa Ricceri Federica, che mi ha consigliata e offerto una grande disponibilità durante tutto il corso della preparazione e seguente stesura dell'elaborato.

Ovviamente, tutto questo lavoro e i precedenti cinque anni di studio non sarebbero stati possibili senza i miei genitori, che oltre a finanziarmi, mi hanno sempre appoggiato nelle mie scelte e sono stati un indispensabile sostegno morale in questo ultimo periodo assai impegnativo.

Un doveroso ringraziamento, va a Mattia. Oltre ad avermi accompagnato per più della metà dei miei studi universitari, è stata la persona che più di tutte è riuscita ad infondermi la voglia e la determinazione per concludere con successo questo elaborato.

Non si possono dimenticare tutte i miei amici e amiche. Le amiche di una vita: che con le loro serate film, le loro pazienti attese ai miei tempi di risposta interminabili e gli aggiornamenti sui gossip locali sono sempre state al mio fianco quando ho avuto bisogno di loro. Le compagne di collegio: molti mi chiedono perché abbia deciso di restare per quattro anni in un collegio femminile gestito da suore...semplice perché c'erano loro! Dalla prima colazione della mattina alle cene interminabili la sera eravamo sempre pronte a divertirci, sperimentare nuove ricette e mangiare le paste dell'Artigiano. Gli amici di Padova: sempre pronti ad aiutarci a vicenda all'università ma soprattutto a divertirci insieme.

Un ultimo ringraziamento va dato a Gerri che con la sua morbidezza mi ha rincuorato più di una volta.

Un grazie di cuore a tutti voi!

Anna