

EDIZIONE A CURA DI:



ASFIM
CREA VALORE ALL'IMPRESA

Associazione degli Specialisti in Finanza d'Azienda e Controllo di Gestione



SFC Strategia Finanza e Controllo

PERIODICO DIRETTO DA ANTONIO SOFIA

Sommario

Editoriale
di Enzo Tucci

**Valutazione d'azienda,
metodologia a confronto**
di Andrea Cecchetto

**La gestione di un
Portafoglio di Progetti**
di Fabrizion Nanni

**Il punto di indebitamento
ottimale di un'impresa**
di Valerio Malvezzi

Rubrica:pratica professionale

**Alcuni aspetti del Budget
nelle aziende commerciali**
di Monica Vitali

**Sviluppo del Controllo di
Gestione in una societa'
di trasporti**
di Antonio Vici



Sommario

- 3** **Editoriale**
di Enzo Tucci
- 4** **Valutazione d'azienda,
9 metodologie a confronto**
di Andrea Cecchetto
- 10** **La gestione di un
16 Portafoglio di Progetti**
di Fabrizio Nanni
- 17** **Il punto di indebitamento
21 ottimale di un'impresa**
di Valerio Malvezzi

Rubrica: pratica professionale

- 24** **Alcuni aspetti del Budget
27 nelle aziende commerciali**
di Monica Vitali
- 28** **Sviluppo del Controllo
31 di Gestione in una società
di trasporti**
di Antonio Vici

Direzione Editoriale

Prof. Antonio Sofia
Dott. Enzo Tucci

Cordinamento Redazionale

Segreteria ASFIM

Progetto Grafico

Dott.ssa Antonietta Trotta,
www.posizioneinversa.it

Autori

Dott. Andrea Cecchetto, Dott. Valerio Malvezzi, Dott. Fabrizio Nanni, Dott. Enzo Tucci, Dott. Antonio Vici, Dott.ssa Monica Vitali.

N. 3 - ANNO 2014

Editoriale

“Start-Uppiamoci” !!!

Da qualche tempo con grande enfasi ed entusiasmo, giustamente, si è posto il faro sulle Start-Up innovative.

Ovviamente non è pensabile che l'economia sia fatta esclusivamente o in gran parte di e da Startup perché ciò negherebbe la sopravvivenza delle stesse nella fase successiva allo start. Non è pensabile inoltre che i problemi dell'economia nazionale o globale si possano risolvere attraverso la moltiplicazione delle Startup innovative di successo.

Ma allora per quale motivo le start up creano così tanto interesse e risultano affascinanti?

È facile, gli inizi sono sempre colmi di grandi attese e di entusiasmo, se in più sono intrisi di innovazione le attese e l'entusiasmo si decuplicano.

Gli ingredienti principali del successo delle Startup in giro per il mondo sono stati: l'innovazione, il *think different*, la competenza e l'entusiasmo.

Per cui vi è da pensare che il tema su cui porre l'attenzione forse non è lo *start* ma il *modus*.

Lo start-up porta con sé un atteggiamento e un modo di essere che di per sé agevola e innalza le possibilità di successo.

Vista in questa ottica l'avvio di ogni progetto con modi nuovi e innovativi anche in imprese e organizzazioni con una storia alle spalle può essere una Startup innovativa. Compito sempre più importante per coloro che, come noi, contribuiscono quotidianamente a definire le strategie delle imprese è anche quello di contaminare costantemente l'organizzazione di entusiasmo per spingere tutti a innovare in maniera competente.

Anche per noi consulenti di strategia, analisi e controllo c'è bisogno di "start-uppare" la professione, innovandone e arricchendone le competenze che tradizionalmente ci appartengono. Questa è "LA SFIDA" che dovremo affrontare e vincere per evolvere.

L'attività che ASFIM sta svolgendo intende andare esattamente in questa direzione, e per questo ringraziamo tutti i nostri associati e tutti coloro che con il loro impegno contribuiscono alle nostre attività e alla costruzione di SFC.

"START-UPPIAMOCI" !!!



“

Dott. Enzo Tucci
Segretario Nazionale ASFIM



Andrea Cecchetto¹

VALUTAZIONE D'AZIENDA, METODOLOGIE A CONFRONTO

Preso atto delle differenti metodiche valutative a disposizione dell'esperto, non resta che comprendere come può il valutatore individuare la metodologia o, meglio, le metodologie che maggiormente si addicono al caso concreto che si deve di volta in volta affrontare.

INTRODUZIONE

Valutare un'impresa è un processo tutt'altro che semplice. È un processo in cui il *valuer* deve, sulla base della propria competenza tecnica e delle proprie esperienze, individuare i *drivers* del valore dell'impresa, dopo il necessario processo di analisi fondamentale, al fine di applicare la formula valu-

tativa più adeguata.

È chiaramente un percorso che è guidato dalla finalità dell'incarico, in quanto per individuare la metodologia (o, meglio, le metodologie) da adottare nella stima, l'esperto deve tenere ben presente lo scopo ultimo della perizia. Sarà una perizia formale o informale? Chi è il committente e chi visionerà la perizia? Quali saranno i soggetti da tutelare? Quali saranno i soggetti che in futuro potrebbero innescare delle azioni contro il perito per accertare il compimento di errori? Sono tutte domande che l'esperto dovrà porsi nella fase dell'accettazione dell'incarico.

Evidenziata quindi la complessità del lavoro del perito stimatore, dobbiamo ricordare come esistano due modi di concepire il processo valutativo²: chi crede che la valutazione sia una scienza rigorosa in cui non c'è molto spazio per l'errore umano e chi è convinto, invece, che si tratti di un'arte, in cui l'abilità del perito sta proprio nel saper modificare i valori finali avvalendosi delle tecniche a disposizione. Ricorda il Prof. Damodaran come la verità sia nel mezzo. Ciò significa che il rispetto di certi principi e certe regole comuni può indubbiamente contribuire alla «robustezza» della stima, ma non potremo mai pretendere che si sia nell'ambito di una scienza esatta.

Ne consegue che il valore di un'azienda non sarà mai un valore univoco. Sarà, al contrario, relativo e valido secondo il perito stimatore, alla data di stima e per la finalità richiesta. E le soggettività e le discrezionalità apportate dall'esperto resteranno. Si tratta di limitarle attraverso l'impiego di standard comuni di valutazione.



01.
02.

Dottore Commercialista e Revisore Contabile in Montecchio Maggiore (VI).

Damodaran A., Valutazione delle aziende, Apogeo, Lavis (TN), 2010, pag. 2. Si tratta della traduzione italiana di Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance.

È noto come negli ultimi anni la materia è stata oggetto di continue evoluzioni. Sono stati superati paradigmi e approcci che parevano ineccepibili, ma che sono stati oggetto di revisione da parte dei ricercatori e degli operatori. Molti enti/organismi, sia a livello nazionale che internazionale, hanno tentato di promuovere attraverso varie iniziative, standards valutativi al fine di accrescere la credibilità delle valutazioni e con essa la fiducia da parte dei destinatari delle perizie; si pensi alla recente nascita dell'OIV (Organismo Italiano di Valutazione), che si pone l'obiettivo di introdurre in maniera efficace i principi internazionali di valutazione in Italia, nonché di emanare dei principi italiani di valutazione.

É un passo molto importante al fine di pervenire anche in Italia all'introduzione di *best practices* in ambito valutativo e poter accrescere ulteriormente le competenze degli analisti finanziari, dei dottori commercialisti ed esperti contabili, dei revisori contabili e di tutti gli altri consulenti che, pur in maniera diversa, operano nell'ambito delle valutazioni aziendali.

TEORIA DELLA CREAZIONE DEL VALORE E GIUDIZIO INTEGRATO DI VALUTAZIONE

Chi affronta da anni la tematica delle valutazioni d'impresa, ricorda certamente il primo libro del Prof. Luigi Guatri "La teoria di creazione del valore. Una via europea"⁰³. Si tratta di un libro in cui l'autore, nell'introduzione, esprime l'intento di accreditare *in sede accademica la teoria di creazione del valore adattandola alla cultura europea e alle caratteristiche operative del nostro mondo*, in quanto tale teoria non aveva avuto, sino a quel momento, in Italia e in Europa significative applicazioni.

Ne è passato di tempo dal 1991 e da quel libro. La teoria del valore si è diffusa anche in Italia e in Europa.

A livello accademico tante sono state le discussioni e le interpretazioni sostenute. Per ricordare un punto controverso, come non citare il dualismo fra metodologie finanziarie e metodologie reddituali? Le prime, sostenute dal mondo anglosassone e da chi,

come il Prof. A. Rappaport, sosteneva che solo i flussi di cassa erano fonte di vera creazione di valore (*cash is king*). Le seconde, sostenute con forza dalla dottrina italiana (fra tutti il Prof. Luigi Guatri), che faceva presente la superiorità dei flussi di reddito in termini di informazioni apportate. Si poneva dunque il dilemma: meno informazione e più oggettività (flussi di cassa) o più informazione e meno oggettività (flussi di reddito)?

A oggi entrambi i modelli sono accettati, pur precisando che per i modelli reddituali occorre un serio processo di normalizzazione per il passaggio da un flusso contabile a un flusso «economico». É pur vero che nel mondo anglosassone permane la tendenza all'utilizzo delle metodologie finanziarie, anche se l'apertura a metodologie orientate all'*economic profit* ha comunque avuto molto successo. Del resto occorre ricordare come anche in Italia, in certi ambiti (si pensi alle perizie redatte ai fini della quotazione in borsa), le metodologie finanziarie e quelle dei multipli, sono le uniche ammissibili.

Da questo quadro ne escono, se così si può dire, "sconfitte" le metodologie patrimoniali, così spesso impiegate a livello professionale dai primi anni di introduzione della Teoria del valore in Italia. L'analisi patrimoniale, pur importante, è solo un punto di partenza: nel processo valutativo, infatti, occorre comprendere la dinamica che l'impresa avrà nel futuro. Uno dei libri in materia di valutazione più diffusi al mon-

do, la guida McKinsey, recita infatti: *companies thrive when they create real economic value for their shareholders. Companies create value by investing capital at rates of return that exceed their cost of capital*⁰⁴.

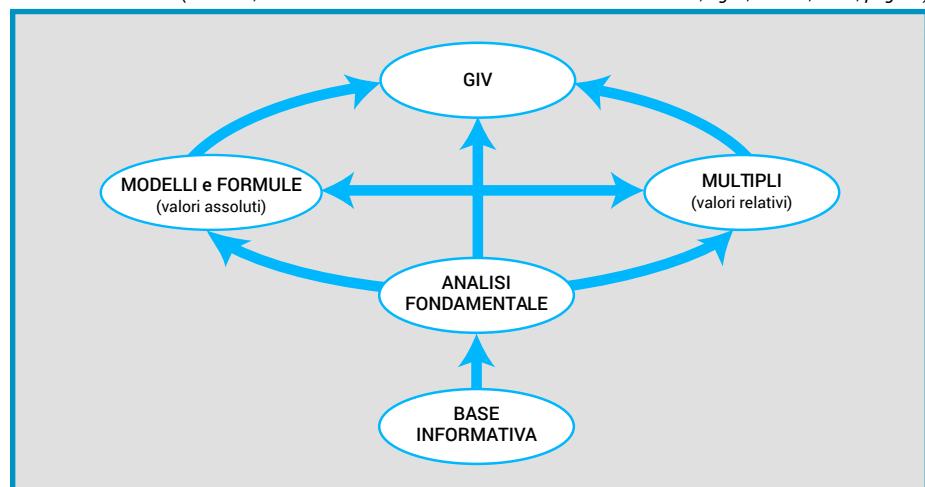
Tornando alla dottrina italiana, il Prof. Guatri scriveva, nell'opera in precedenza citata del 1991, che *creare valore significa accrescere la dimensione del capitale economico, cioè in breve il valore dell'impresa intesa come investimento*. Per riuscire a cogliere questo processo, il Prof. Guatri e il Prof. Bini⁰⁵, più avanti negli anni, evidenziando l'obsolescenza della visione tradizionale della valutazione d'azienda fondata su un'unica formula valutativa, incapace di catturare tutte le leve creative di valore, introducevano l'idea di un unico quadro logico: il GIV (Giudizio Integrato di Valutazione).

Il GIV è un processo basato idealmente su tre pilastri:

- **valori assoluti**, ispirati a modelli e formule di metodologie tradizionali;
- **valori relativi**, basati su stime con il metodo dei moltiplicatori di società comparabili o di transazioni comparabili;
- **base informativa e analisi fondamentale**.

Ne deriva che solo grazie a un unico quadro logico di riferimento, il perito è in grado di pervenire ad un giudizio di valore apprezzabile. I tre pilastri si scambiano mutui appoggi nel senso che ciascuno di essi contribuisce a migliorare e supportare le valutazioni effettuate con gli altri.

Figura 1 - Il giudizio integrato di valutazione
(Guatri L., Bini M. - Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2009, pag. 37)



03. Guatri L., La teoria di creazione del valore. Una via europea, Egea, Milano, 1991.

04. Koller T., Goedhart M., Wessels D., Valuation: measuring and managing the value of companies, McKinsey & Company, Hoboken, 2010, preface pag. xii.

05. Guatri L. - M. Bini, Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2009, pag. 33 e 37.

LE METODICHE DI MERCATO: UN QUADRO GENERALE

L'exposure draft "La rete concettuale di base dell'OIV", presentata a marzo 2013 e disponibile sul sito per i commenti degli addetti ai lavori, specifica come ai fini valutativi possono essere utilizzate uno o più metodiche di valutazione dove ogni metodica individua differenti visioni di carattere generale che possono essere assunte per la determinazione del valore e nell'ambito delle quali possono essere classificati i principali criteri di stima⁶.

Le principali metodiche di valutazione riportate nel documento OIV sono:

- **La metodica di mercato** (*market approach*);
- **La metodica dei flussi di risultati attesi** (*income approach*);
- **La metodica del costo** (*cost approach*).

L'applicazione di una metodologia rientrante in una delle suddette metodiche, non esclude tuttavia l'utilizzo di un altro metodo appartenente ad altra metodica in quanto è molto diffusa la prassi di associare a un metodo principale di valutazione un secondo metodo che assume la valenza di metodo di confronto e di controllo.

Nel prosieguo del presente lavoro si provvederà a sintetizzare le caratteristiche di ogni metodica valutativa, indicando per ognuna le principali metodologie di riferimento per le quali saranno sviluppate alcune considerazioni. Si rimanda, per gli approfondimenti, ai testi specifici in materia.

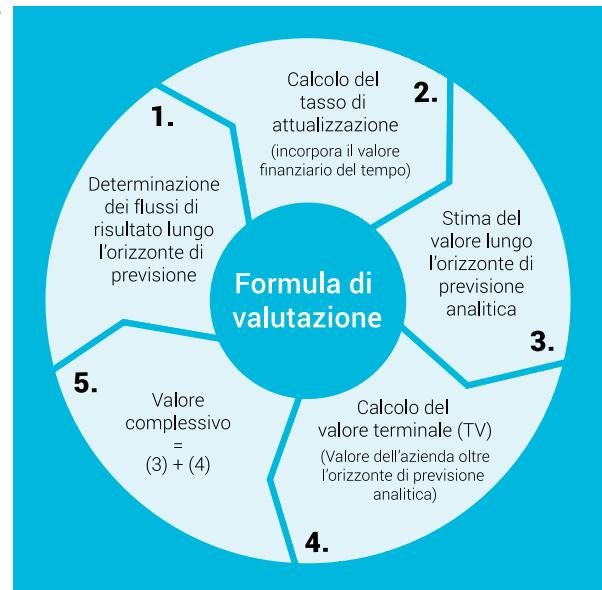
La metodica di mercato

La metodica di mercato è un approccio basato sulla comparazione del complesso aziendale da valutare con attività similari per le quali il valutatore dispone di adeguate indicazioni. Nell'ambito di tale metodica possiamo far rientrare la metodologia dei moltiplicatori di mercato.

Il metodo dei multipli di mercato vede il valore di una impresa assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per complessi aziendali con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

I multipli vengono calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze

Figura 2 - L'articolazione dei modelli di valutazione basati sull'attualizzazione dei benefici economici futuri
(Bini, Di Martino, Ghiringhelli, Morandi Stagni, Reggiani, Rossi - Analisi di bilancio. Parte II, Egea, Milano, 2012, pag. 54)



economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili.

L'attendibilità della metodologia si fonda sulla capacità di individuare società veramente comparabili. In caso contrario si perverrebbe ad una valutazione senza alcun senso, ispirata a «falsi multipli».

La metodica dei flussi di risultati attesi

Le metodica dei flussi di risultati attesi, su cui ci si sofferma maggiormente, è un approccio che basa l'indicazione del valore sulla capacità del complesso aziendale di creare flussi di risultati negli esercizi futuri. È l'approccio tipico delle metodologie finanziaria e reddituale. Entrambe le metodologie, finanziaria e reddituale, *asset side* o *equity side*, fondano la loro costruzione sulla base di alcuni passaggi, sintetizzati nella Fig.2 sopra riportata.

Esistono molte varianti nell'applicazione delle suddette metodologie, in quanto svariate possono essere le formule valutative adottabili. Le differenti versioni delle formule dipendono prima di tutto dai dati disponibili. In linea di principio possiamo affermare che:

- nel caso di disponibilità di piani d'impresa per futuri esercizi, si farà riferimento alla metodologia finanziaria;
- nel caso, invece, di indisponibilità di strumenti della pianificazione, come avviene perlopiù nelle PMI, sarà la metodologia reddituale a essere impiegata.

È poi vero che la stessa metodologia reddituale può impiegare nella formula valutativa redditi futuri stimati sulla base di budget. In tali casi si fa riferimento alla misura puntuale dei redditi annui collocati all'interno del periodo di stima (modello analitico) o quanto meno alla determinazione di diversi redditi pluriennali che variano all'interno dell'arco temporale di riferimento (modello a più stadi). Più spesso, tuttavia, la metodologia reddituale viene impiegata utilizzando un solo valore reddituale medio-normalizzato che sintetizza la capacità di creare valore dell'impresa.

Sintetizzando, sarà impiegata la formula della rendita perpetua:

$$V = \frac{R}{i}$$

o la formula della vita limitata:

$$V = \sum_{x=1}^X \frac{R_x}{(1+i)^x}$$

Senza dimenticare che le formule possono prevedere anche la somma di altre componenti: il valore terminale (*terminal value*) alla fine dell'orizzonte di piano e i cosiddetti investimenti accessori (*surplus assets*); a ciò si aggiunga come la formula può prevedere la decurtazione di eventuali capitali integrativi necessari per l'implementazione del piano aziendale ipotizzato.

La formulazione finanziaria è simile nell'impostazione, solo che occorre

06. Exposure Draft OIV La rete concettuale di base, pag. 30, principio 14.1, www.fondazioneoiv.it.

07. Si rimanda, per una sintesi delle contrapposizioni citate, a Santini R., Piani finanziari e valore d'impresa, Il Mulino, Bologna, 2007, pagg. 216-217.

08. Panato A. A., La valutazione d'azienda nelle operazioni straordinarie, Cesi Professionale, Milano, 2008, pagg. 44 -45.

09. Reggiani F., Modelli di valutazione. Impiego e limiti del discounted cash flow model (DCF), in Bini M., Di Martino G., Ghiringhelli P., Morandi Stagni R., Reggiani F.,

sostituire il flusso reddituale **R** con il flusso finanziario **F**. Le formule sopra riportate riportano l'impostazione *equity side*. Nel caso, invece, di applicazione di un'impostazione *asset side*, oltre a fare riferimento a variabili differenti, occorrerà ricordarsi di prevedere nella formula la decurtazione della posizione finanziaria netta alla data della valutazione.

La metodica del costo

La metodica del costo fonda il proprio approccio sull'onere che dovrebbe essere sostenuto per ottenere un complesso aziendale simile a quello oggetto di perizia. Possiamo annoverare in questa metodica le metodologie patrimoniali semplici.

Discorso a parte meritano le metodologie miste, riconducibili a tutte le tre metodiche:

- di mercato, quando una posta patrimoniale è stimata a valori correnti;
- dei flussi, allorché si stima separatamente il valore di avviamento;
- del costo, se il processo di stima di una posta patrimoniale fa riferimento a una configurazione di costo.

La formulazione patrimoniale, nella sua essenza, prevede la riespressione degli elementi attivi e passivi del patrimonio a valori correnti:

Valore netto contabile del capitale netto

$$\begin{aligned} &+ \text{plusvalenze attività} \\ &- \text{minusvalenze attività} \\ &+ \text{minusvalenze passività} \\ &- \text{plusvalenze passività} \\ &\pm \text{imposte} \\ &= \end{aligned}$$

Patrimonio netto rettificato a valori di mercato (K)

La formulazione mista, invece, prevede la stima dell'avviamento oltre alla quantificazione della componente patrimoniale. Il modello misto più utilizzato in Italia e in Europa è il cosiddetto metodo UEC o metodo *equity side* con stima analitica dell'avviamento:

$$V = K + (R - iK) \alpha_{n-1}$$

Nei paesi anglosassoni, invece, i modelli misti e reddituali per anni non sono stati considerati come valide alternative alle uniche metodologie utilizzate: la metodologia finanziaria e la metodologia dei multipli. Più di recente, anche il mondo anglosassone ha

fatto uso di modelli di valutazione reddituale (si pensi alla metodologia *asset side* definita *Residual Income Model*).

LA SCELTA DELLA METODICA DI VALUTAZIONE E DELLE FORMULE VALUTATIVE

Preso atto delle differenti metodiche valutative a disposizione dell'esperto, non resta che comprendere come può fare il valutatore a individuare la metodologia o, meglio, le metodologie che meglio si addicono per il caso concreto che si deve di volta in volta affrontare.

Non è il caso di ripercorrere in questa sede la contrapposizione fra i sostenitori dell'applicazione dei metodi finanziari (di matrice anglosassone per tradizione) e quelli invece a favore dell'adozione delle metodologie reddituali (tipiche invece della cultura aziendale europea, trainata dalla scuola tedesca e italiana)⁷. Basti in questa sede puntualizzare che nella pratica la scelta del modello dipende perlopiù dai dati a disposizione (storici o prospettici) e dalla finalità della perizia (per le stime destinate a fondi di *private equity* o finalizzate alla quotazione si applicano esclusivamente le metodologie finanziarie).

Al riguardo, si cita Andrea Arrigo Panato⁸, il quale evidenzia tre situazioni in cui la valutazione con il metodo finanziario (DCF) risulta preferibile rispetto a quella reddituale:

- imprese *steady state*, con capacità di reddito costante e *capex* pari agli ammortamenti;
- imprese in crescita, con *break-even* non ancora raggiunto e per le quali la stima dei redditi futuri è difficile;
- imprese in declino, che generando redditi negativi, farebbero emergere *badwill*.

Anche altri autori⁹ hanno ricordato come la metodologia finanziaria funziona per le società che producono flussi di cassa costanti o crescenti a un tasso costante.

Le perizie ai fini della quotazione devono seguire le metodologie riconosciute dalla financial community: metodo finanziario, Eva e dei multipli¹⁰. Le peri-

zie per dare una stima alle piccole imprese familiari devono confrontarsi con l'assenza di strumenti della pianificazione, per cui difficilmente sarà applicabile la metodologia finanziaria. Le perizie per la rivalutazione delle partecipazioni ai fini fiscali, devono dare una valutazione il più possibile oggettiva e dimostrabile, per cui difficilmente (se non come metodologia di controllo) si farà riferimento ai multipli e più facilmente a metodologie miste. L'elenco delle casistiche potrebbe continuare, anche con riferimento alle differenti operazioni straordinarie che richiedono la stima di un complesso aziendale.

Ponendo il discorso della scelta del modello valutativo in un'ottica più generale, *in primis*, va detto che occorre saper effettuare una buona analisi fondamentale in quanto non è possibile misurare ciò che non si conosce. È dunque necessario comprendere il modello di *business* e il settore di riferimento, per poi concentrarsi sui fondamentali dell'impresa, con particolare riferimento al vantaggio competitivo e alle potenzialità di crescita futura.

In secondo luogo, il modello valutativo di stima deve necessariamente essere scelto sulla base della finalità dell'incarico.

Per concludere l'argomentazione, come riportato in un precedente lavoro¹¹, si riepilogano quelli che sono gli aspetti da tenere bene in considerazione nella scelta della metodologia valutativa:

- **tipologia di attività svolta**: appare chiaro come se per una società esercitante attività commerciale assume molto peso il valore del patrimonio (comprensiva anche del valore degli intangibili incamerati essenzialmente nel valore della licenza), per una società produttiva è l'*Ebitda* (*earning before interest, taxes, depreciation and amortization*) ad assumere un'importanza essenziale;

- **localizzazione dell'impresa**: valutare un'impresa italiana è una cosa, una impresa inglese un'altra. Il rischio paese è differente. Differenti è la cultura della platea dei destinatari della perizia. Il riferimento non è solo allo stato ove ha sede il complesso aziendale, ma si estende all'individuazione degli stati in cui sono presenti i mercati di sbocco dei prodotti;

10. Rossi D. – Analisi di bilancio. Parte II, Egea, Milano, 2012, pag. 68.

Borsa Italiana, Guida alla valutazione, ediz. aggiornata dalla prima edizione del 2004, www.borsaitaliana.it. Per un'analisi del modello dell'Eva (Economic Value Added) si veda il libro di G. Bennett Stewart III: La ricerca del valore. Una guida per il management e per gli azionisti, Egea, Milano, 1998 (edizione italiana dell'originario The Quest for Value: The Eva Management).

- **finalità della perizia:** la tipologia della perizia, formale o informale, e lo scopo a essa assegnato, rappresentano una indicazione essenziale per il perito;

- **fase del ciclo di vita in cui si trova l'impresa:** se nella fase di start-up occorre fare riferimento ai piani aziendali nel reperimento dei dati necessari per il processo di stima, la fase dello sviluppo fornisce il tasso di crescita del fatturato e degli investimenti che appaiono fondamentali per l'adozione delle metodologie dei flussi. La fase della maturità, infine, consente l'applicazione di modelli fondati, per esempio, su grandezze medio-normalizzate che rappresentano i diversi stadi di vita dell'impresa;

- **dati disponibili:** tale aspetto assume molto peso specie nelle PMI, non supportate da uffici amministrativi in grado di offrire l'affidabilità e i dati contabili/previsionali presenti invece nelle imprese di rilevanti dimensioni;

- **andamento dell'economia:** in periodi di crisi come quello attuale¹², il mercato non riflette il vero valore delle imprese, allontanandosi dalle indicazioni che potrebbero emergere dall'analisi dei fondamentali aziendali. Pertanto è rischioso affidarsi alla stima con la metodologia finanziaria o con l'impiego dei moltiplicatori di mercato.

Si passa ora all'applicazione delle due principali metodologie assolute teoricamente robuste e razionali, la metodologia reddituale e quella finanziaria, attraverso un caso pratico, del quale sono stati cambiati i dati per questioni di riservatezza. Il caso è commentato al fine di evidenziare le scelte compiute nelle *assumptions* e porre in risalto le principali criticità nell'applicazione delle formule¹³.

Si tratta di un'impresa alimentare stimata nell'esercizio 2005 sulla base di un *business plan* redatto su 5 anni, dal 2006 al 2010 (Fig.3, in alto a destra).

Prima di procedere nell'applicazione delle formule, si premette che un problema comune da affrontare è la quantificazione dei tassi (Fig.4, a lato), trattazione per la quale sarebbe necessario un lavoro a sé. Qui ci si limita a far notare i seguenti aspetti:

- **modello teorico:** qui viene utilizzato il metodo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), che si deve a W.F. Sharpe, in

Figura 3 - Alfa Srl: business plan dal 2006 al 2010 (valori in euro)

	appraisal 2006	appraisal 2007	appraisal 2008	appraisal 2009	appraisal 2010
Fatturato	500.000	520.000	530.000	535.000	540.000
Variazione magazzino	-	-	-	-	-
VALORE DELLA PRODUZIONE	500.000	520.000	530.000	535.000	540.000
materie prime	- 350.000	- 360.000	- 365.000	- 370.000	- 375.000
var magazzino	-	-	-	-	-
oneri diversi gestione	- 70.000	- 75.000	- 80.000	- 78.000	- 80.000
	- 420.000	- 435.000	- 445.000	- 448.000	- 455.000
VALORE AGGIUITO	80.000	85.000	85.000	87.000	85.000
costo del lavoro	- 50.000	- 52.000	- 53.000	- 54.000	- 55.000
margine operativo lordo (ebitda)	30.000	33.000	32.000	33.000	30.000
ammortamenti	- 10.000	- 10.000	- 10.000	- 10.000	- 10.000
accantonamenti					
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	20.000	23.000	22.000	23.000	20.000
oneri finanziari	- 1.000	- 1.500	- 1.600	- 1.700	- 1.800
proventi finanziari					
proventi gest accessoria					
RISULTATO LORDO ORDIN.	19.000	21.500	20.400	21.300	18.200
gest straordinaria	-	-	-	-	-
RISULTATO ANTE IMPOSTE	19.000	21.500	20.400	21.300	18.200
imposte correnti (33%ires - 4,25% ira)	9.245	10.283	9.920	10.302	9.194
RISULTATO NETTO	9.755	11.218	10.481	10.999	9.007

quanto modello più impiegato nella prassi;

- **comportamento relativamente all'inflazione:** nell'esempio, avendo flussi espressi in moneta corrente (che inglobano l'inflazione) si utilizzano tassi nominali per coerenza (se avessimo invece avuto flussi espressi in moneta costante, escludenti l'inflazione, avremmo dovuto utilizzare tassi reali);

- **approccio utilizzato:** nell'adozione delle due metodologie è adottata la metodologia finanziaria in un'ottica *asset side*, per cui occorre il tasso Wacc, costo medio ponderato del capitale; nel metodo reddituale si fa riferimento all'impostazione *equity side* per cui oc-

corre quantificare il costo del capitale proprio – comunque necessario nella costruzione del Wacc;

- **struttura finanziaria dell'impresa:** come «pesi» si è fatto riferimento alla struttura finanziaria ipotizzata nel piano dell'impresa per i prossimi esercizi (50% capitale proprio e 50% capitale di terzi);

- **tassazione:** *tax rate* del 33% (aliquota Ires vigente nel 2005), che rappresenta i benefici fiscali dell'indebitamento derivanti dalla deducibilità degli interessi passivi;

- **altri parametri:** per il *risk free* si è fatto riferimento ai tassi dei Btp decennali (rendimento netto – anche se molte

Figura 4 - Alfa Srl: quantificazione tassi applicati

TASSO ATTUALIZZAZIONE	6,44 %
g crescita	1,00 %
WACC	
risk free	3,00 %
Rm - rf	6,00 %
beta	1,20
costo mezzi propri	10,20 %
costo mezzi terzi	4,00 %
incidenza mezzi propri	50,00 %
incidenza mezzi terzi	50,00 %
tassazione imposte sul reddito	33,00 %
wacc =	6,44 %

11. Cecchetto A., Valutazione d'azienda. La scelta dei criteri, Il Commercialista Veneto, n. 207, pagg. 15-18.

12. Si consente di rimandare ad altro lavoro in materia: Cecchetto A., Impatto della crisi sul valore aziendale, La Settimana Fiscale, n. 8, Il Sole 24 Ore, pagg. 38-41.

13. Nell'esempio lo sviluppo della metodologia finanziaria e quella reddituale è stato effettuato nell'ottica di far vedere come è possibile sviluppare diversamente un processo valutativo; conseguentemente, nell'applicazione delle due metodologie, non sono state applicate le medesime scelte (es: normalizzazioni, quantificazione del

volte si riscontra nella prassi l'utilizzo del valore lordo), il premio per il rischio Italia è stato quantificato pari a 6 sulla base dell'indicazione di vari autori e il beta è stato considerato di 1,20, con ciò evidenziando una posizione di rischiosità riferita all'impresa in esame; il costo del capitale di terzi del 4% riflette il tasso medio applicato dai finanziatori all'impresa. Tasso di crescita g pari all'1%.

Metodologia reddituale

Le variabili necessarie per l'adozione di tale metodo (vedi Fig.5) sono come di seguito sintetizzabili:

- formula valutativa;
- tipologia di flussi reddituali;
- orizzonte temporale di riferimento;
- tasso di attualizzazione.

Nel caso in esame è stato deciso di optare per una formula reddituale *equity side* «complessa» dei risultati programmati, che prevede un periodo di piano di 5 anni (coincidente con il *business plan*, ritenuto coerente con la strategia aziendale e affidabile) e un valore terminale che rappresenta la redditività al termine dei 5 anni, quando l'impresa si troverà in condizioni di equilibrio, con il Roe pari al costo del capitale proprio.

Conformemente a tale scelta:

- il flusso reddituale considerato è quello previsto nell'orizzonte di piano per i primi 5 anni, per poi utilizzare il flusso reddituale medio normale (euro 8.855);
- l'orizzonte scelto coincide con i 5 anni previsti dal piano.

Come tasso di attualizzazione è stato considerato il costo del capitale proprio in precedenza calcolato. Il *terminal value*, quantificato come flusso reddituale medio normalizzato dei 5 anni, è stato scontato a un tasso di attualizzazione maggiorato di un punto percentuale rispetto a quello considerato per l'attualizzazione dei flussi, al fine di considerarne la maggiore rischiosità.

Metodologia finanziaria

Anche per l'applicazione pratica di questa metodologia (vedi Fig.6) appare fondamentale definire:

- formula valutativa;
- tipologia di flussi finanziari;
- orizzonte temporale di riferimento;

Figura 5 - Alfa Srl: applicazione metodo reddituale

	1 appraisal	2 appraisal	3 appraisal	4 appraisal	5 appraisal	6 appraisal	Terminale
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Risultato netto ante imposte normalizzazioni	19.000	21.500	20.400	21.300	28.200	31.500	8.655 normalizzato
imposte (con impatto delle normalizzazioni)	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	
IMPOSTA (con impatto delle normalizzazioni)	17.005	19.505	18.405	19.305	26.205		
REDDITO NORMALIZZATO attualizzato	8.319	9.781	9.044	9.563	7.570		65.817
REDDITO NORMALIZZATO ATTUALIZZATI	0.9074	0.8134	0.7472	0.6781	0.6153		0.5249 0.5299
TOTALE FLUSSI ATTUALIZZATI	7.549	8.854	8.298	8.484	8.468		45.917
VALORE MEDIO NORMALIZZATO 2006 - 2010	8.855						
Rendita perpetua senza valore terminale.							
COSTO CAP PROPRIO	10,20	%					costo attualizzazione valore terminale
Valore aziendale	85.817						11,37 %
Rendita con valore terminale.							
valore terminale	1,00	%					
reddito normalizzato medio	8.855						
V. terminale = reddito norm. medio / (1 - g)	86.817						
g terminale attualizzato	45.917						
VALORE FLUSSI ATTUALIZZATI	88.708						
VALORE TERMINALE	85.917						
Valore aziendale	79.423						

Figura 6 - Alfa Srl: applicazione metodo finanziario

	1 appraisal	2 appraisal	3 appraisal	4 appraisal	5 appraisal	6 appraisal	Terminale
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
reddito operativo o EBIT	20.000	21.000	22.000	23.000	25.000	27.000	21.000
imposta fissa (33%)	6.600	7.590	7.360	7.590	8.600	8.930	
= ammortamenti	10.000	15.000	10.000	10.000	10.000	10.000	8.329
+ accad. fin.	-	-	-	-	-	-	
var. c/cn	1.000	4.000	1.000	1.000	1.000	1.000	
val. investim. immobilizzazioni	18.000	-	-	5.000	5.000	5.000	8.379
FLUSSO DI CASSA UNLEVERED PER L'IMPRESA	14.406	21.419	25.749	19.419	17.400	14.070	218.478
ATTUALIZZAZIONE	0,9365	0,8827	0,8240	0,7791	0,7319		0,6601
FLUSSO ATTUALIZZATO	13.529	18.908	21.345	16.122	13.730		142.041
TOTALE FLUSSI ATTUALIZZATI	81.629						
VALORE TERMINALE ATTUALIZZATO	142.041						
VALORE DELL'IMPRESA LORDO	223.669						
PTN	60.955						
surplus assets	-	-	-	-	-	-	
VALORE ECONOMICO AZIENDALE	163.689						
TASSO ATTUALIZZAZIONE (WACC)	6,44	%					
							tasso attualizzazione flussi
							6,44 %
							tasso attualizzazione terminal value
							7,44 %

- tasso di attualizzazione.

È stato scelto di adottare la formula finanziaria in un'ottica *asset side* che tenesse poi conto della posizione finanziaria netta esistente alla fine dell'esercizio n.5.

I flussi utilizzati sono stati quelli previsti nel piano, cui è stato aggiunto un valore terminale conteggiato partendo da un flusso di euro 21.000, attualizzato al Wacc maggiorato di un punto percentuale per la maggiore rischiosità rispetto ai flussi dell'orizzonte di piano.

Il metodo finanziario ha dato un risultato molto diverso da quello reddituale, in quanto non sono stati utilizzati i medesimi parametri che avrebbero condotto a risultati simili.

Fabrizio Nanni¹

La gestione di un Portafoglio di Progetti

Per sopravvivere e prosperare in contesti fortemente competitivi, bisogna cercare di trarre il massimo valore dai propri progetti. Non basta più eseguire bene un progetto, occorre anche eseguire i progetti giusti. Come comprendere su quali progetti investire e quando invece è il momento di rinunciarvi?

Questo articolo contiene una panoramica sulla Gestione di un Portafoglio Progetti. Essendo l'articolo abbastanza lungo, inizio con un aneddoto, nella speranza che i lettori non si distraggano dalla lettura.

Un alto marketing manager, sentendo declamare le funzionalità di un Nuovo Sistema Informativo da un sub-fornitore, lo interruppe e chiese: "perdonami, a me non interessa sapere come è fatto il tuo prodotto software, *mi bastano una o due parole* che io possa sussurrare ai miei clienti per convincerli ad acquistarlo."

Il sub-fornitore, un po' imbarazzato, rispose: "basta il nome del prodotto: **Albedo**, non ti occorre altro".

L'albedo è il momento del mattino quando i primi raggi di sole annunciano il passaggio dalla notte al giorno.

Dal vocabolario online Treccani alla voce Albedo, però, risulta:

1. La parte più interna, bianca e spugnosa, della buccia del frutto degli agrumi, ricca di sostanze pectiche.
- 2a. In ottica, rapporto tra il flusso luminoso globalmente diffuso in tutte le direzioni da una superficie (per es., dalla Luna e dai pianeti) e quello ricevuto da essa: sinonimo di coefficiente (o fattore) di riflessione diffusa.
- 2b. In fisica, il coefficiente di riflessione di una superficie nei riguardi di radiazioni ondulatorie o corpuscolari: per es., a. (di una superficie) per i raggi infrarossi, per i raggi a.

La domanda è: quanti con la parola "albedo" riescono percepire il valore di un *Software applicativo* che dovrebbe illuminare il management di un'impresa? Per similitudine, se sei un uomo di marketing e non ti va di continuare a

leggere, puoi smettere qui, associando la disciplina del project management a queste parole:

Project Management > Risultati

Program Management > Valori

Portfolio Management > Benefici

Quanto segue spiega questi concetti inquadrandoli nella giusta luce per il ruolo di ogni componente.

Il **Portfolio Management** calcola sistematicamente il valore complessivo di tutti i componenti di un Portfolio, per destinare le risorse disponibili a quelli con maggiore ritorno degli investimenti.

DEFINIZIONI

La gestione dei progetti (comunemente Project Management) si divide in tre discipline:

Il Project Management - soltanto tattico.

Per gestione di progetto o gestione di progetti si intende l'insieme di attività volte alla realizzazione degli scopi/obiettivi di un progetto.

Un progetto è uno sforzo delimitato nel tempo (con una data di partenza e una di completamento) diretto a creare dei prodotti e/o servizi e/o risultati specifici che comportano dei benefici o del valore aggiunto al committente/cliente.

Il Program Management - tattico e strategico.

Per gestione di un programma di progetti si intende la gestione coordinata di un portafoglio di progetti per raggiungere un insieme di obiettivi.

01.

Articolo realizzato in collaborazione con Vito Madaio, da oltre dieci anni responsabile di TenStep Italia (www.tenstep.it) del gruppo TenStep specializzato nello sviluppo di metodologie, consulenza e formazione in materia di project management.

Questa definizione non si applica solo in senso aziendale, dove gli obiettivi sono tipicamente di business, ma anche in altri contesti.

Si pensi alla ricostruzione di una città dopo una guerra, programma che comprende diversi progetti quali ad esempio il progetto per la ricostruzione della rete idrica, il progetto per la costruzione delle strade, il progetto per la costruzione delle scuole: ogni progetto porta il suo contributo al raggiungimento degli obiettivi del programma. Il *Program Management* è quindi una visione simultanea dei progetti in corso.

Il Portfolio Management - soltanto strategico.

Rappresenta la gestione coordinata di più componenti per raggiungere gli obiettivi di business. Dando per scontata la capacità di gestire i singoli progetti, il *Portfolio Management* si concentra sul massimo valore ottenibile dall'insieme dei componenti del portfolio (operation più tutti i progetti) e sull'allineamento al piano strategico, ottimizzando l'utilizzo delle risorse.

Il Project Portfolio Management o **Portfolio Management** è l'insieme di componenti (progetti, programmi e altro lavoro) raggruppati e monitorati per raggiungere gli obiettivi strategici. Tali componenti non necessariamente devono essere correlati fra loro, basta che concorrono all'obiettivo strategico: si tratta di gestione operativa e progetti in esecuzione, in produzione, pianificati o solo proposti in attesa di approvazione.

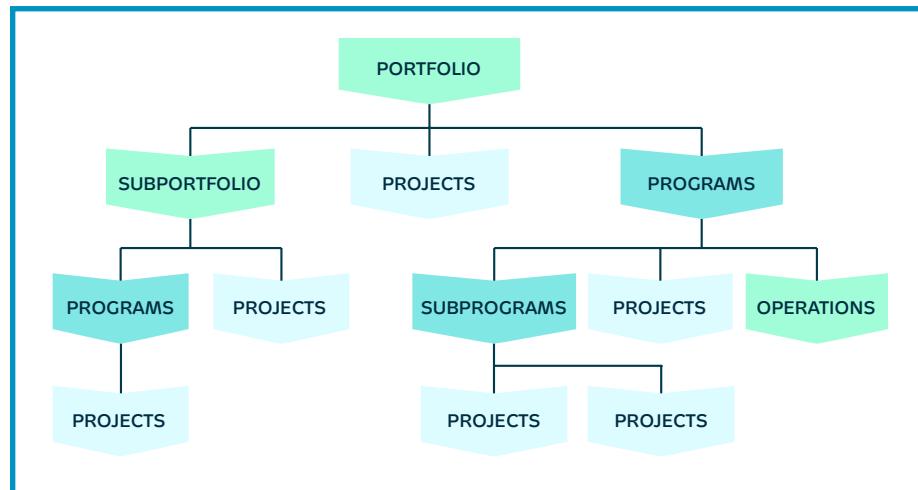
In Fig.1 in alto a destra, sono graficate le relazioni che si possono creare secondo il PMI.

LO STANDARD DI PORTFOLIO MANAGEMENT (terza edizione)

La terza edizione dello **Standard di Portfolio Management** del PMI propone una struttura di processi e gruppi di processi, sulla falsa riga del PMBOK® Guide (**Fig.2**).

Questo Standard definisce COSA FARRE per gestire opportunamente l'insieme dei componenti (progetti e altro lavoro) che formano l'intero Portfolio di una organizzazione; COME FARLO è

Figura 1 - Relazioni tra Progetti, Programmi e Portfolio



demandato alle **metodologie** di Portfolio Management allineate allo Standard, come **PortfolioStep**.

I gruppi di processi dello Standard definiscono le seguenti cose da fare:

- 1. Processi di Definizione:** stabilire come implementare strategia e obiettivi; piano strategico; roadmap; definire e autorizzare un portfolio e sviluppare il piano di gestione del portfolio.
 - 2. Processi di Allineamento:** gestire e ottimizzare il portfolio; determinare come categorizzare, valutare e scegliere i componenti da inserire nel portfolio, eliminare o sospendere; promuovere e supportare il portfolio sulla base delle politiche aziendali.
 - 3. Processi di Autorizzazione e Controllo:** Determinare come autorizzare e attrezzare tutti i componenti del portfolio; come gestire centralmente le metriche per analizzare il portafoglio nel suo insieme.

di obiettivi strategici; stabilire un metodo strutturato per allineare i componenti alla strategia dell'organizzazione; definire le attività per gestire le attività correnti.

3. Processi di Autorizzazione e Con-

trollo: Determinare come autorizzare e attrezzare tutti i componenti del portafoglio; come gestire centralmente le metriche per analizzare il portafoglio nel suo insieme.

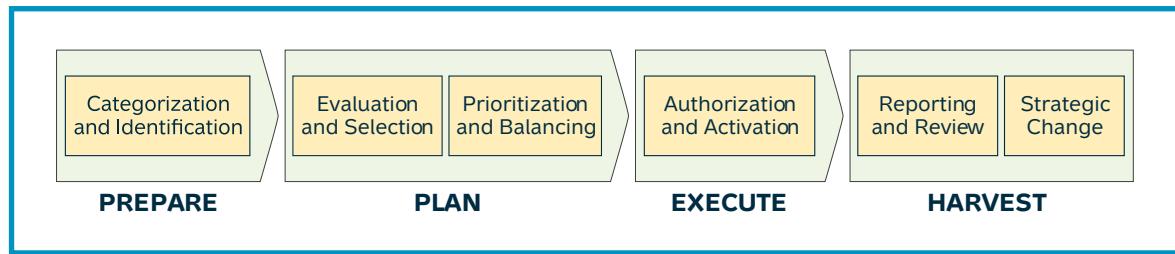
Le principali *deliverable* previste dai processi dello Standard sono:

- ## 1. Il Piano Strategico di Portfolio 2. Portfolio Charter

Figura 2 - 3 Gruppi di Processi, 5 Aree di Conoscenza, per un totale di 16 Processi

		GRUPPI DI PROCESSI		
		DEFINIZIONE	ALLINEAMENTO	AUTORIZZAZIONE E CONTROLLO
AREE DI CONOSCENZE	GESTIONE STRATEGICA	4.1 Sviluppo Piano Strategico 4.2 Sviluppo Project Charter 4.3 Definizione Roadmap	4.4 Gestione Modifiche Strategiche	
	GESTIONE GOVERNANCE	5.1 Sviluppo Piano di Gestione Portfolio 5.2 Definizione del Portfolio	5.3 Ottimizzazione Portfolio	5.4 Autorizzazione Portfolio 5.5 Supervisione Portfolio
	GESTIONE PERFORMANCE	6.1 Sviluppo Piano di Gestione della Prestazione del Portfolio	6.2 Sviluppo Provista e Domanda 6.3 Gestione Valore del Portfolio	
	GESTIONE COMUNICAZIONE	7.1 Sviluppo Piano di Gestione della Comunicazione del Portfolio	7.2 Gestione Informazioni del Portfolio	
	GESTIONE RISCHIO	7.1 Sviluppo Piano di Gestione del Rischio del Portfolio	7.3 Gestione Rischi	

Figura 3 - Ciclo di Vita di PortfolioStep



3. Il Piano di Gestione del Portfolio

4. La Roadmap per il Portfolio

5. Portfolio (database).

Queste prassi di portfolio management integrano il mondo dei progetti con il mondo del business per produrre il massimo valore con le risorse umane e finanziarie disponibili.

Il Portfolio Management ubbidisce allo schema di governance dell'organizzazione: politiche, procedure e standard che definiscono i limiti di competenza e le regole di gestione di ogni organismo.

Attuando lo schema di governance si riducono i rischi per il business, trasformando la strategia aziendale in azioni operative e garantendo il raggiungimento degli obiettivi strategici.

Il Portfolio Management estende il ciclo di vita alla fase di comprensione del mercato prima di avviare o terminare una iniziativa. Il piano strategico deve essere rivisitato almeno ogni anno per determinare su quali progetti e prodotti insistere e quali abbandonare, ciò comporta una maggiore o minore disponibilità di risorse da non confondere con la gestione del budget, che segue altri tipi di valutazioni.

APPROCCIO TENSTEP AL PORTFOLIO MANAGEMENT

Mentre lo Standard di Portfolio Management prescrive COSA FARE, la Metodologia di Portfolio Management PortfolioStep, indica COME FARLO con un ciclo di vita basato su quattro fasi principali: Preparazione, Pianificazione, Esecuzione e Raccolta e Gestione dei risultati (Fig.3).

La raccolta e gestione dei risultati è la revisione periodica dei benefici e del valore di business di ogni componente, promuovendo il processo di mi-

glioramento continuo.

La ripetitività del processo determina il valore di business di tutto il lavoro in portfolio. L'avvio della gestione del portfolio richiede:

1. La comprensione di natura e dimensioni del lavoro in portfolio - l'ambito del portfolio.

2. La condivisione dell'importanza e dei discriminanti tra i componenti per bilanciare le decisioni.

PortfolioStep, partendo da zero, spiega come organizzare e valutare queste informazioni, coinvolgendo l'intera organizzazione per le rispettive responsabilità:

- Alta Direzione
- Project Management Office

- Gestione Operativa
- Project Manager

Queste categorie con responsabilità e prospettive differenti cooperano per ottenere i migliori risultati.

Ogni passo della metodologia PortfolioStep è allineato allo standard del PMI anche nella terminologia. Infatti i capitoli che sviluppano i dettagli si intitolano: *Categorization; Identification; Evaluation; Selection; Prioritization; Portfolio Balancing; Authorizing; Activation; Portfolio Reporting & Review; and Strategic Change*.

Il ciclo di vita di PortfolioStep comprende dieci passi o fasi come nella seguente tabella (Fig.4).

Figura 4 - Passi del Ciclo di Vita di PortfolioStep™

	DESCRIZIONE	RESPONSABILITÀ
STEP 1	PortfolioStep Setup	Executive
STEP 2	Identify Needs & Opportunities	PortfolioStep
STEP 3	Evaluate Options	PortfolioStep
STEP 4	Select Work	PortfolioStep
STEP 5	Prioritize Work	PortfolioStep
STEP 6	Balance & Optimize the Portfolio	PortfolioStep
STEP 7	Authorize the Work	PortfolioStep
STEP 8	Plan & Execute Work (Projects, Programs and Other Work)	Project Management
STEP 9	Report on Portfolio Status	Project Management & Operations
STEP 10	Improve the Portfolio (Launch products,harvest benefits, feedback and change strategy)	PortfolioStep, Operation & Executive

PORTFOLIO E PROJECT MANAGEMENT OFFICE (PMO)

Molte organizzazioni affidano anche la raccolta delle metriche di Portfolio Management al PMO, il quale fornisce informazioni sull'utilizzo di risorse di ogni componente per consentire al Portfolio Manager di analizzare e monitorare il valore complessivo dei componenti dell'organizzazione.

Le informazioni che il PMO può raccogliere per conto del Portfolio Management sono:

- **Stato complessivo dell'intero Portfolio** - indicatore di sintesi dello stato del Portfolio.
 - **Raggiungimento degli obiettivi strategici** - in che modo i vari componenti hanno contribuito al raggiungimento degli obiettivi strategici.
 - **Profilo di rischio dell'organizzazione** - livello di rischio assunto dall'organizzazione e impatto del rischio dei singoli componenti sul rischio complessivo dei componenti in portfolio.
 - **Risorse disponibili** - utilizzo delle risorse per componente.
 - **Informazioni finanziarie** - dati finanziari per misurare l'avanzamento, mantenere il controllo e attualizzare il valore di ogni componente in portfolio.
- È importante riconoscere le finalità delle metriche che si raccolgono.
In ambito TenStep manteniamo distinte le finalità del PMO da quelle del Portfolio:
- **PMOStep** - focalizza sul raggiungimento degli obiettivi in termini di tempi, budget, ambito e livelli di qualità di tutti i progetti dell'organizzazione.
 - **PortfolioStep** - focalizza sull'analisi del valore di business e l'allineamento alla strategia di tutti i componenti in portfolio.

COME NASCE IL PORTFOLIO MANAGEMENT

All'inizio del XXI secolo è emerso un *gap* tra gestione operativa e gestione progetti.

• Il Project Management Office (PMO) si concentra sul supporto ai Project Manager in modo che abbiano i mezzi e le competenze per raggiungere gli

obiettivi dei progetti, rispettando tempi, budget e livelli di qualità concordati.

• La Gestione Operativa, composta dalle varie divisioni: produzione, finanza, ufficio tecnico, sistemi informativi e ufficio strategico, opera per raggiungere gli obiettivi strategici dell'organizzazione ottenendo il massimo ritorno di investimenti con le risorse impiegate.

Esistono molti problemi di comunicazione tra PMO e Responsabili del Piano Strategico dell'organizzazione. Spesso, la responsabilità della scelta dei progetti è disgiunta dalla responsabilità della loro gestione e l'alto management non ha una percezione chiara del contributo dei singoli progetti ai risultati complessivi.

Il Portfolio Management cerca di colmare il gap tra PMO e Gestione Operativa, rendendo il PMO partecipe del controllo degli obiettivi strategici. In presenza di un'adeguata maturità nella gestione dei progetti e con un PMO consolidato è possibile controllare il ritorno degli investimenti e l'allineamento alla strategia aziendale.

dell'azienda, incluso la parte operation. Ogni azienda ha le sue lacune informative e un tool di PPM non ne risolve nessuna se non si pratica quel graduale **cambiamento culturale** possibile, adottando una buona Metodologia di Project Management e magari istituendo un efficace PMO (Project Management Office). Solo così un PPM potrà contare su informazioni attendibili, uniformi e soprattutto condivise.

Quale tool di PPM scegliere? La risposta è una domanda: **Qual è la tua esigenza?**

I tool software, a seconda dell'estrazione del fornitore, offrono funzioni generalizzate, a volte molto sofisticate su alcuni aspetti della disciplina e carenti su altri. Nessun PPM copre tutte le problematiche.

Ecco perché è doveroso determinare prima la propria esigenza. Probabilmente, la problematica da seguire è talmente elementare che basta un foglio Excel per tenere sotto controllo i fenomeni principali, come vedremo più avanti, senza il bisogno di prodotti che diano il valore dei progetti in tempo reale. Di solito, le valutazioni del Portfolio hanno cadenza mensile, come il ciclo contabile e la reportistica di molti progetti.

Per prima cosa, la gestione di un portafoglio progetti richiede il censimento di tutti i progetti in esecuzione, in attesa di avvio e quelli sospesi, insieme alle attività ordinarie dette "operations", per determinare il valore del loro insieme complessivo sulla base di criteri prestabiliti con il piano strategico. Dal confronto tra questo valore complessivo con gli obiettivi strategici si comprende se le cose vanno bene e se potrebbero andare meglio.

Poiché non tutti i progetti sono performanti allo stesso modo, è necessario stilare una graduatoria in termini di valore di business e allineamento alle strategie. Poiché le risorse da investire (umane e monetarie) sono sempre limitate, questa graduatoria indica su quali progetti conviene investire e quali progetti abbandonare, sospendere o rinviare. Un'attenta gestione del portafoglio progetti consente di prendere decisioni su base oggettiva e non sotto l'influenza di stakeholder interessati a certi progetti e non ad altri.

ESIGENZA DI PORTFOLIO MANAGEMENT

Oggi, per sopravvivere e prosperare in contesti fortemente competitivi, bisogna cercare di trarre il massimo valore dai propri progetti. Non basta più eseguire bene un progetto, occorre anche eseguire i progetti giusti.

Come fai a comprendere su quali progetti investire e quando è il momento di rinunciare a un progetto?

Occorre essere tempestivi, cioè rendersi conto dei progetti che tendono ad andare in perdita e sospenderli o cancellarli, prima che sia troppo tardi. Esistono infiniti tool generici di "Project Portfolio Management" per governare un portafoglio di progetti, ma non tutti rispondono alle effettive esigenze delle aziende.

Non è il caso di lasciarsi impressionare da diagrammi e grafici pittorici. Invece, la prima cosa da definire sono le informazioni da raccogliere per determinare il valore di un progetto, mettendo insieme tutti i progetti

GENESI DEL PORTFOLIO MANAGEMENT

Il primo a parlare di gestione del portafoglio, sebbene nel campo degli investimenti finanziari, fu il *premio Nobel per l'economia Harry Markowitz* nel 1952, il quale dimostrò che si possono ottenere rendimenti più alti con il minimo rischio se, invece di acquistare asset finanziari in base al loro potenziale individuale, si scelgono calcolando l'impatto sul ritorno di investimento dell'intero portafoglio. Questa teoria è estendibile alla gestione dei progetti di un'impresa, in base alla propria tolleranza al rischio.

L'obiettivo di ogni impresa è destinare le proprie risorse ai progetti che generano più valore, per cui è fondamentale conoscere il valore dei progetti sistematicamente per poterne decidere le sorti. Spesso si prosegue un progetto in perdita perché non se ne ha coscienza e quando lo si scopre il danno è già fatto.

OTTIMIZZARE IL PORTAFOGLIO PROGETTI

Il valore di un portafoglio progetti dipende dalla strategia dell'azienda e dalle conseguenze della realizzazione o della non realizzazione dei singoli progetti. Alcune conseguenze sono tangibili (maggior fatturato, riduzione di costi, etc.), altre conseguenze sono intangibili (morale del personale, soddisfazione del cliente, capacità organizzativa, etc.). Per la loro "unicità" i progetti presentano sempre un grado di incertezza nel loro ritorno di investimenti, alcuni tool aiutano a comprendere questo grado di incertezza.

A livello teorico esistono molti strumenti per ottimizzare un portafoglio progetti come, ad esempio, la *relazione statistica tra due o più variabili, l'analisi Monte Carlo e gli alberi decisionali*.

L'analisi Monte Carlo è un modello matematico che simula le variabilità di un sistema fisico. Le incertezze/variabilità sono rappresentate dalle probabilità. La sua analisi consiste nel calcolare il comportamento del modello

in un determinato numero di casi, in base alle probabilità.

ESEMPIO DELL'ANALISI MONTECARLO

Supponiamo che un progetto stimato in 3 settimane, sia ritenuto irrealizzabile da un Project Manager che valuta quella stima troppo ottimistica. Non è facile spiegare allo Sponsor che quella stima non è realistica a meno che il Project Manager non produca un range di stime per tutti i passi del progetto e determini la probabilità di realizzare ogni passo entro un certo tempo.

Così, invece di esporsi alla reazione dello Sponsor, affermando che la stima è irrealizzabile, può argomentare in questo modo: "Capisco che vorreste il progetto in 3 settimane, ma io ho calcolato che abbiamo meno del 5% di probabilità di farcela."

A questo punto, lo Sponsor è costretto a chiedere come ha fatto a produrre quella stima, offrendogli la possibilità di negoziare l'impegno stimato (più risorse, meno funzionalità da produrre) per aumentare la percentuale di probabilità di farcela in 3 settimane (vero obiettivo dello Sponsor).

TOOL DI PORTFOLIO MANAGEMENT

L'analisi Monte Carlo, forse è il modello più menzionato e più implementato nei tool di Portfolio Management, ma quasi sempre a un livello basico. Le metriche giuste vanno ricercate nel proprio ambiente anche in funzione della maturità raggiunta nel campo del project management.

Ultimamente, risultano in commercio oltre 100 tool di Portfolio Management, ma quasi tutti necessitano di forti personalizzazioni per essere effettivamente utilizzati. Da una ricerca Forrester, a fine 2012, i principali fornitori di PPM (in ordine alfabetico) risultavano i seguenti¹:

- AtTask (Anaconda 2012)
- Ca technologies (CA Clarity PPM)
- Clarizen (Clarizen 5.4)
- Daptiv (Daptiv PPM)
- GenSight (GenSight 8.4)

- HP (HP PPM 9.14)
- Microsoft (Microsoft EPM)
- Planisware (Planisware 5.3)
- Planview (Planview Enterprise 10.4)
- Rally (Rally 2012.07.07)

Ognuno di questi produttori sostiene che il suo tool è il migliore del mercato e forse da qualche punto di vista è anche vero. Ma corrisponde alla vostra reale esigenza? Purtroppo è difficile orientarsi con il solo materiale commerciale esposto sul web. Prima di acquistare un qualsiasi tool, costoso o economico che sia, conviene assistere a una dimostrazione che cerchi di simulare la propria realtà.

Un tool di PPM deve avere come minimo le seguenti funzionalità:

- Creare, gestire e consultare un database con progetti in corso, pianificati e in fase di avvio.
 - Ottimizzare il portfolio progetti ridefinendo le priorità in base al valore calcolato di ogni progetto.
 - Monitorare, ad alto livello, l'esecuzione dei progetti approvati.
 - Gestire la provvista e le richieste di risorse dei progetti in esecuzione.
- Purtroppo molti tool di PPM sono una estensione della gestione multi-progetti, pertanto possono essere efficaci nella gestione dello stato di avanzamento, l'assegnazione e l'utilizzo delle risorse, il consumo del budget assegnato, la schedulazione, la comunicazione e a volte anche la cooperazione tra team virtuali, ma non tutti sono altrettanto efficaci nella valorizzazione e l'ottimizzazione dei progetti per facilitare le decisioni da prendere in presenza di carenze di risorse.

In realtà, se si dispone di un buon tool di project management e di un buon sistema di raccolta delle metriche di misurazione della prestazione la valorizzazione dei progetti può essere fatta anche con un semplice foglio Excel, l'importante è aver definito bene i criteri e la tempificazione della raccolta delle metriche.

Il problema non è il tool software, ma i criteri di valutazione e i dati da raccogliere, allo stesso modo, in tutta la struttura. Piuttosto, l'adozione di un tool di PPM diventa una iniziativa di **cambiamento culturale** che coinvolge tutti: dall'alto management che deve

proporre una chiara strategia aziendale, ai membri dei team di progetto che devono raccogliere i dati di misurazione della performance dei loro progetti.

Il **Portfolio Manager** deve sviluppare le proprie metriche sulla base della tolleranza al rischio espressa dall'alto management, prima ancora di coinvolgere un produttore di tool PPM.

E fondamentale comprendere che senza una metodologia di project management non ha senso parlare di Portfolio Management; forse, l'adozione di un tool di Portfolio Management è l'occasione per consolidare la raccolta delle informazioni sulla conduzione dei progetti, aggiungendo le metriche ai fini della gestione del portafoglio progetti.

ESEMPIO PRATICO DI PORTFOLIO MANAGEMENT

Ecco un esempio pratico gestito con un semplice foglio Excel.

Supponiamo di avere 10 progetti che competono nell'utilizzo di risorse umane e finanziarie.

Quanto valgono quei dieci progetti in un determinato momento?

O quante risorse impegnano contemporaneamente?

Quali progetti mantenere in piedi in presenza di risorse limitate?

Avendo concordato i pesi da attribuire alle metriche da rilevare sui progetti in portfolio a livello di piano strategico, la valorizzazione dei componenti può risultare banale come nell'esempio a lato in Fig.5.

I progetti in Portfolio sono Progetto A-L, e le metriche e relativi pesi riguardano:

- Organizzazione,
- Strategia,
- Rischio,
- Schedulazione,
- Costo,
- Architettura,
- Sicurezza,
- Altro criterio

Il valore di ogni progetto viene normalizzato, applicando i pesi definiti a inizio anno a livello piano strategico, ottenendo una serie di **valori relativi** tra singoli componenti (Progetto A-L).

Figura 5 - Esempio di Metriche

PESI	Organizzazione 15%	Strategia 15%	Rischio 10%	Schedulazione 15%	Costo 10%	Architettura 15%	Sicurezza 15%	Altro criterio 5%	Valore relativo 100%
PROGETTO A	5	5	3	12	6	2	3	1	5,000
PROGETTO B	5	5	3	2	6	2	10	1	4,550
PROGETTO C	5	5	3	2	6	2	3	1	3,500
PROGETTO D	3	5	3	50	6	6	3	1	11,000
PROGETTO E	4	15	11	2	6	2	3	1	5,650
PROGETTO F	5	5	3	2	4	40	3	1	9,000
PROGETTO G	30	5	3	2	6	2	3	1	7,250
PROGETTO H	5	20	3	2	6	2	15	1	7,550
PROGETTO I	20	5	3	2	6	2	3	1	5,750
PROGETTO L	5	5	44	2	6	2	3	1	7,600

Con il valore relativo si nota subito quale componente vale di più e quale di meno.

Infatti, nell'esempio il progetto D vale (11,000), più del progetto F che vale (9,000), più del progetto L che vale (7,600) e così via.

Convertendo i valori relativi in valori monetari, tipo budget, scopriamo che l'intero portfolio vale € 66.850.000. Se l'azienda ha una **capienza di portfolio di soli 50 milioni**, cosa succede al portfolio?

Quali decisioni bisogna prendere? Se necessario, quale progetto sarà interrotto, cancellato o non avviato?

La graduatoria ottenuta con un qualsiasi tool di Portfolio Management ci aiuta a prendere decisioni basate sui criteri predefiniti per tutti i progetti a livello di piano strategico. Ordinando i componenti (progetti) da quello più redditizio a quello meno fortunato e cumulando il valore di business convertito in valore monetario, scopriamo immediatamente quali e quanti progetti può sostenere la capienza di portfolio disponibile. Nell'esempio, scopriamo che con 50 milioni di capienza dobbiamo interrompere almeno quattro progetti oppure ricorrere ad altri finanziamenti, come si evince dalla tabella a pagina seguente (Fig.6).

Figura 6 - Ranking dei progetti nei limiti di capienza di Portfolio

RANK	PESI	100%	VALORE CUMULATIVO	CAPIENZA PORTFOLIO (50 milioni)
1	PROGETTO D	11,000	11,000	OK
2	PROGETTO F	9,000	20,000	OK
3	PROGETTO L	7,600	27,600	OK
4	PROGETTO H	7,550	35,150	OK
5	PROGETTO G	7,250	42,400	OK
6	PROGETTO I	5,750	48,150	?
7	PROGETTO E	5,650	53,800	NO
8	PROGETTO A	5,000	58,800	NO
9	PROGETTO B	4,550	63,350	NO
10	PROGETTO C	3,500	66,850	NO
VALORE DI BUSINESS		66,850		

La capienza di portfolio di 50 milioni è impegnata da:

1. Progetto D,
2. Progetto F,
3. Progetto L,
4. Progetto H,
5. Progetto G,
6. Progetto I (parzialmente).

I progetti che seguono: E, A, B, C devono essere sospesi oppure bisogna ricorrere ad altri finanziamenti.

Il Portfolio Management evidenzia i progetti con minor valore di business, per il resto intervengono le comuni regole di governance.

Questo rudimentale approccio con foglio Excel è la dimostrazione che l'analisi del Portfolio è piuttosto semplice, semmai le difficoltà sorgono nella raccolta di metriche attendibili.

I tool software non risolvono il problema della raccolta di metriche valide, ma possono solo imbellettare i pochi dati con grafici e scorecard, consentendo di avere in tempo reale la visione del valore di tutti progetti. Ci occorre proprio?

Se le metriche raccolte sono attendibili, il Portfolio Manager può suggerire decisioni in base allo stato effettivo dei componenti del portfolio. Altrimenti vale: "garbage in, garbage out".

Compresa la differenza tra Portfolio Management e PMO, molti tool software possono integrare ed amalgamare i dati provenienti da progetti e programmi di tutta l'organizzazione, restituendo la visione d'insieme dello stato di avanzamento dei progetti e del loro valore.

L'adozione di un qualsiasi tool di Portfolio Management non può prescindere dall'esistenza di un valido **Project Management Office**, il quale assisterà il Portfolio Manager nell'organizzare l'apposito progetto di implementazione: **Preparazione, Pianificazione, Esecuzione e Raccolta e gestione dei risultati**, come suggerisce la metodologia PortfolioStep.

PMO e Portfolio Management in quanto cambiamenti culturali, incontreranno la resistenza delle persone.

In ogni caso, l'adozione del Portfolio Management e del PMO - Project Management Office sono iniziative che incidono sulla cultura aziendale, sulle conoscenze di validi approcci metodologici e sul comportamento delle persone.

È veramente un peccato quando si pretende di adattare le persone ad un tool software e non viceversa.

In conclusione il **Portfolio Management** non colma le eventuali lacune di project management, al contrario, le fa emergere sotto forma di contraddizioni e conflitti.

Per questo motivo, dove non è stata implementata correttamente una metodologia di project management, non ha senso anticipare l'adozione del Portfolio Management.

Sarebbe come preoccuparsi di costruire il tetto di un edificio senza aver costruito prima le fondamenta e la struttura.

Il **Gruppo TenStep**, suggerisce un approccio graduale in funzione della maturità raggiunta nella gestione dei progetti. L'approccio è caratterizzato da tre fasi:

1. Impostazione del **Project Management Office (PMOStep)**.
2. Diffusione della metodologia di project management.
3. Adozione del **Portfolio Management (PortfolioStep)** attraverso il proprio PMO.

Valerio Malvezzi¹

IL PUNTO DI INDEBITAMENTO OTTIMALE DI UN'IMPRESA

Quale è il punto di leverage ottimale?

Nel nostro precedente articolo, questa era la domanda finale di un ragionamento. Ricordando che il *leverage* è dato dal rapporto tra debito finanziario (*Debt*) e patrimonio netto (*Equity*), indicheremo tale rapporto con la sigla D/E. Ricordiamo che, all'aumentare del debito, aumentando il rapporto di *leverage*, si ha una modifica del valore dell'impresa, come risulta in Fig.1.

Dal punto zero, in cui il valore dell'impresa, come abbiamo visto, corrisponde al valore dell'*Equity*, il valore aumenta all'aumentare del livello di *leverage*; la crescita è dovuta, come noto, all'effetto dello scudo fiscale del debito (*tax shield*). Prima del punto di massimo si è in una area di creazione di valore. Dal punto M in avanti si entra in un'area di distruzione di valore. Si noti che si distrugge valore, come rappresenta la curva, con una discesa rapida, e una inclinazione superiore a quella della curva nella parte ascendente della figura. Oltre al punto Z l'impresa vale meno di quanto non valga con capitale di rischio soltanto.

Che cosa spiega tale andamento? Si veda la Fig.2.

Cerchiamo di comprendere cosa succede quando il peso del debito è molto elevato. In tale situazione, gli oneri finanziari sono molto alti. Questo significa un elevato valore in moneta, derivante da un elevato tasso di interesse.

Quando il tasso di interesse assume valori molto elevati, tecnicamente si parla

Figura 1 - Leverage e valore

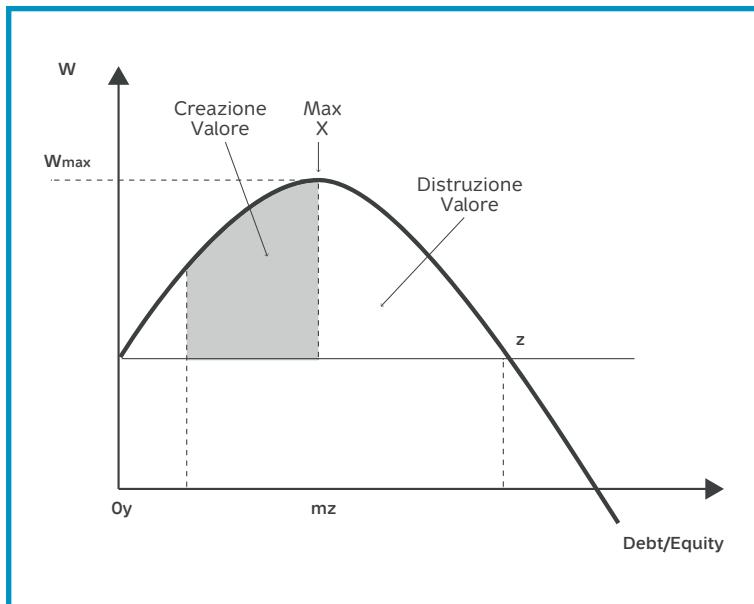
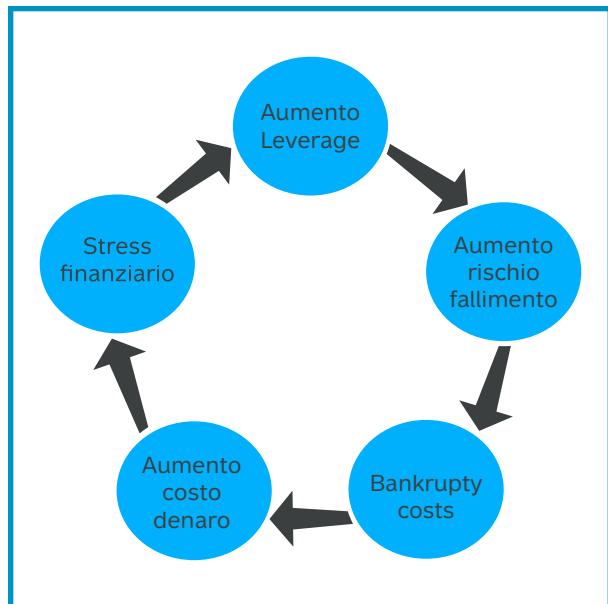


Figura 2 - La spirale negativa del debito



di BANKRUPTY COSTS. Significa che il rischio finanziario produce molto stress; in tale situazione di tensione infatti, molta cassa, cioè molta liquidità aziendale, va alle banche per remunerare il costo del debito. All'aumentare del rapporto di leverage (D/E) aumenta così il rischio di fallimento; se l'impresa è più rischiosa, tuttavia, la banca è disposta a correre maggiore rischio a fronte di maggiore interesse, quindi aumenta il tasso di interesse. In altri termini possiamo dire che aumenta il costo del denaro, perché la banca pretende un pagamento del rischio maggiore. Come si vede in figura, i costi di fallimento rappresentano quindi un fenomeno che porta all'aumento del tasso di interesse, generando una spirale.

Ma il tasso di interesse è l'unico elemento di costo del debito? No, perché il costo del debito, come noto, è determinato anche da altre componenti; vi sono i costi di agenzia del debito. Il debito è costoso, e aumenta in maniera crescente perché tiene conto di incentivi ai comportamenti opportunistici che hanno i soggetti finanziati. Che natura hanno allora tali costi? Sono costi che hanno lo scopo di disincentivare, appunto, comportamenti opportunistici.

Il problema dell'Asset Substitution

In questa situazione di stress finanziario si pone il problema dell'*Asset Substitution*. Il termine vuol dire sostituzione di attivi poco rischiosi con attivi rischiosi.

Perché si dovrebbe determinare questa situazione?

Per la ragione che deriva da un eccesso di stress finanziario, verificandosi un incentivo a sostituire investimenti poco rischiosi con investimenti rischiosi. È un incentivo che aumenta più che proporzionalmente, man mano che ci si indebita. Immaginiamo di avere una azienda molto indebitata con cui tutto il flusso di cassa *unlevered* sia eroso dagli oneri del debito. Ipotizziamo ora che il nuovo manager si trovi a ereditare questa situazione, che supponiamo derivi da scelte non pienamente consapevoli del passato, oppure da errori di valutazione².

Che incentivo ha il manager³ in tale situazione? Il management aziendale potrebbe ritenere che poiché non si riesce ad accumulare ricchezza, in quanto gran parte della cassa è erosa dal peso del debito, allora si abbia la convenienza ad abbandonare i progetti tradizionali e sicuri a fronte di progetti nuovi e più rischiosi. Facciamo un esempio, estremizzando il concetto, ai fini della discussione.

Si supponga che esista, per ipotesi, un progetto molto rischioso, che è caratterizzato al 95% da esito statistico negativo e al 5% da esito statistico positivo. Se si verifica l'esito positivo il progetto realizza 10 milioni di euro, ma se si verifica quello negativo il progetto vale zero. Definiamo tale progetto, evidentemente azzardato, ipotesi B.

Esiste poi una ipotesi di business tradizionale, nella quale il progetto può dare al 50% un risultato di € 300.000,00 ed al 50% un risultato di € 100.000,00; tale ipotesi è quindi molto più modesta dal punto di vista del risultato massimo ottenibile, ma più cautelativa in termini di ipotesi minimale⁴.

Definiamo tale progetto tradizionale ipotesi A. In termini statistici il progetto A ha questo risultato atteso: (dati in €/000)

$$\begin{array}{c} \text{A} \quad \begin{array}{l} \text{50% 300} \\ \text{50% 100} \end{array} \\ \text{E(A)} = 300 * 50\% + 100 * 50\% = 150 + 50 = 200 \end{array}$$

Allora prima, con la situazione A, l'azienda aveva un range di variabilità bassa e un risultato atteso di 200. Ma il dramma di questa azienda è che, supponiamo, gli oneri finanziari siano molto elevati. Supponiamo, per ipotesi:

$$\text{OF} = 180$$

Dove OF = oneri finanziari.

Quindi il *cash flow* è quasi tutto assorbito dal debito, poi supponiamo che ci sia una cassa minima promessa agli azionisti; è evidente che il management si trovi in difficoltà. Allora potrebbe esserci un forte incentivo ad andare verso il caso rischioso, che abbiamo definito ipotesi B. In alta percentuale questo progetto non ha cash flow; in tal caso il management sa che l'azienda porta i libri in tribunale. Ma il ragionamento cinico del management potrebbe essere: se la situazione non cambia, tanto vale dare tutto alle banche⁵. Ma attenzione, sa anche che se si verifica quel 5% l'impresa ottiene € 10.000, e quindi rimborsa il debito e ottiene un grande profitto.

Si ha cioè il seguente calcolo delle probabilità:

INVESTIMENTO A		INVESTIMENTO B	
valore	probabilità	valore	probabilità
300	50%	0	95%
100	50%	10.000,00	5%
100%		100%	
E(A)=		E(B)=	
200		500	

E poi si riparte, pensa l'imprenditore, magari con progetti più tranquilli⁶. Tale atteggiamento non è tuttavia gradito dal sistema bancario che concede il capitale di debito. Come si cautelano, notoriamente, le banche?

02. Si pensi che *paper* di ricerca prodotti nell'ambito del Dipartimento di Studi per l'Impresa e il Territorio dell'Università degli Studi del Piemonte Orientale dimostrano che le imprese manifatturiere piemontesi, in prevalenza PMI, hanno una cultura non evoluta in termini di controllo di gestione. È possibile ad esempio che la mancanza di strumenti di controllo degli scostamenti di budget porti ad una situazione in cui, a fronte di performance aziendali sovrastimate, il peso del debito risulti eccessivo. È questa una causa frequente di aumento dello stress finanziario, accompagnato in genere da una sottocapitalizzazione aziendale, che rende il fenomeno più grave, in termini di *leverage*.
03. Usiamo il luogo manager in senso lato. In una PMI, sovente, la decisione finanziaria è di appannaggio della proprietà, e in situazione di *family business*, come quello prevalente italiano, dell'imprenditore stesso.
04. Si osservi che tali ragionamenti possono, pur nella loro estrema semplificazione, essere rappresentativi delle logiche che portano le imprese a formulare budget articolati, di solito in forma di budget min e max di progetto. Naturalmente nel caso in esempio si tende ad estremizzare e semplificare il concetto a fini discorsivi.
05. Non stiamo a sottolineare come qui si tratta di statistica da un lato e di comportamento cinico dell'imprenditore dall'altro; vale la pena di ricordare come non sia un fatto automatico, e come la scelta tra l'una e l'altra ipotesi derivi, in ultima analisi, dalla dirittura morale dell'imprenditore. Nella pratica, ad esempio, l'imprenditore potrebbe capitalizzare l'impresa con nuovo apporto di capitale. Qualora sia impossibilitato a farlo, la situazione anomala si è probabilmente verificata per comportamenti moral-

Ci sono, logicamente, 4 modi:

- a) Il primo modo è attraverso un alto tasso di interesse, cioè si alza il costo del debito⁷.
- b) Il secondo modo è chiedendo maggiori garanzie alla proprietà o a terzi garanti⁸.
- c) Il terzo modo è imporre dei *covenant*⁹.
- d) Il quarto modo è razionare il credito; cioè, la banca concede poco credito oppure non concede altro credito¹⁰.

Allora, tornando al nostro ragionamento, osservando il grafico della curva del valore, ci chiediamo: quale è il punto ottimale? Il punto ottimale è quello in cui i benefici del *tax shield* sono compensati dall'onere finanziario. Matematicamente, è il punto in cui la derivata prima è zero. È cioè il flesso, dove i benefici marginali del debito sono pari al costo marginale del debito.

Vale cioè la relazione, in quel punto:

$$\text{UCF}^{11} = \text{costo (monetario) del capitale}$$

Nel costo monetario, entrano i costi di interesse ma anche i costi di rimborso del capitale. Allora abbiamo trovato una relazione. Si pongono matematicamente 3 casi:

1. UCF < costo del capitale
2. UCF > costo del capitale
3. UCF = costo del capitale

Si distrugge valore quando gli *unlevered cash flows* sono minori del costo del capitale (parte della discesa della curva). Si crea valore quando gli *unlevered cash flows* sono maggiori del costo del capitale (parte in salita della curva). Il punto di flesso, cioè quello con massimo di valore, è quello in cui gli *unlevered cash flows* sono esattamente pari al costo del capitale. Esiste un altro modo di rispondere? Dobbiamo ricordare il concetto di leva finanziaria.

La leva Finanziaria

Posto che:

$$\text{ROE} = \text{RN} / \text{E}$$

Dove:

ROE = return on equity

RN = reddito netto

E = equity, capitale netto

La formula additiva è:¹²

$$\text{ROE} = \left\{ \text{ROI} + (\text{ROI} - i) * \frac{\text{D}}{\text{E}} \right\} * (1 - t) = \text{RN} / \text{E}$$

Dove:

ROI = return on investment (reddito operativo sul capitale investito)

OF = oneri finanziari

MT = mezzi di terzi finanziari

D / E = DER, debt equity ratio, rapporto tra il capitale di debito ed il capitale di rischio

t = aliquota fiscale sui redditi persone giuridiche

i = OF / MT = costo del debito

Il nostro problema è trovare quel valore i nel quale il valore impresa è massimo. Se il rapporto D/E è la incognita allora si può imporre:

$$(\text{ROI} - i) = 0$$

cioè:

$$\text{ROI} = i$$

Infatti, se:

$$(\text{ROI} - i) = 0 \longrightarrow D / E = 0$$

Quindi nel punto della curva dove ROI = i.

Possiamo dire in altre parole che è il punto in cui la redditività investimento è uguale all'onerosità dell'investimento. È il punto in cui il *leverage*, cioè il rapporto debito sul capitale proprio è pari a zero. Allora quale è il punto in cui si crea il massimo valore di impresa?

Questi sono i due modi per rispondere:

- (1) UCF = costo del capitale
- (2) ROI = i

Secondo la (1) è il punto in cui i flussi di cassa unlevered sono pari al costo del capitale. Secondo la (2) è il punto in cui la redditività dell'investimento è pari alla onerosità del finanziamento. Abbiamo quindi trovato due relazioni fondamentali.

Vi è un terzo modo di rispondere? Esiste, in effetti, un terzo modo, che otteniamo se moltiplichiamo ambo i membri della (2) per il capitale investito.

Moltiplichiamo allora la relazione (2) per il CI (capitale investito). Cosa otteniamo?

$$\text{ROI} * \text{CI} = i * \text{CI}$$

Dove:

CI = capitale investito

Ora che abbiamo moltiplicato per il capitale investito, cioè moltiplicato ambi i membri della relazione (2) per CI, esaminiamo ambo i membri dell'equazione. Gli oneri finanziari sono dati dal tasso di interesse per il capitale investito; quindi se moltiplichiamo il tasso i per il capitale investito cosa otteniamo?

mentre azzardati, o tecnicamente non prudenziali, in passato.
 06. Imprenditori disposti a correre rischi di questa natura di solito ingannano i soci e prima ancora sé stessi nel fare tali ottimistiche ed irrealistiche previsioni. Sono più portati a giocare alla roulette che a fare impresa.
 07. Per effetto della nota relazione finanziaria diretta tra rischio e rendimento.
 08. Si pensi, ad esempio, al ruolo dei Confindi, i Consorzi di Garanzia dei Fidi.
 09. I covenants sono clausole contrattuali che vincolano il comportamento del soggetto finanziato, anche dopo la stipula del contratto. Possono essere clausole di fare, di non fare, di natura operativa e finanziaria.
 10. Tale ultima modalità dipende inoltre dalle politiche degli impegni delle banche, che possono variare da istituto ad istituto, ed anche dalle dinamiche e dai trend del settore. Si pensi alla restrizione creditizia che si è registrata, a partire dalla seconda metà del 2008 a causa delle tensioni sui mercati finanziari, con ripercussioni sull'economia reale. Alcune Banche italiane hanno diramato circolari interne volte a non concedere credito alle imprese, se non, in casi particolare, ad operazioni particolarmente garantite e sicure. Altre hanno addirittura offerto incentivi economici al management in grado di chiedere ed ottenere rientri di fidi esistenti dalla clientela. Si pensi a cosa accadrebbe, oggi, a una impresa che voglia attuare una azione di Asset Substitution in tale congiuntura di restrizione creditizia (credit crunch).

La grandezza OF (Oneri finanziari); questo è il secondo membro. Vediamo ora il primo membro.

Se moltiplichiamo il ROI per il capitale investito cosa otteniamo?

Noi sappiamo che, per definizione:

$$\text{ROI} = \text{EBIT} / \text{CI}$$

Infatti, il ritorno sugli investimenti è dato dal reddito operativo in rapporto al capitale investito.

Possiamo allora scrivere:

$$\text{EBIT} = \text{CI} * \text{ROI}$$

Sostituendo:

$$\begin{array}{ccc} \text{CI} * \text{ROI} & = & \text{i} * \text{CI} \\ \text{EBIT} & = & \text{OF} \end{array}$$

Ottieniamo la (3):

$$(3) \quad \text{EBIT} = \text{OF}$$

Abbiamo così trovato un terzo modo di rispondere al quesito iniziale: il punto di massimo è il punto nel quale il reddito operativo è pari agli oneri finanziari del debito.

Possiamo trovare un ulteriore risposta? Dobbiamo ricordare il concetto di indicatore economico di valore aggiunto.

L'indicatore EVA

Nel 1987 è stato introdotto:¹³, a supporto delle analisi finanziarie, il concetto di *Economic Value Added*; EVA è l'indicatore di valore aggiunto economico, cioè di valore creato.

In formula:

$$\text{EVA} = \left\{ \text{ROI} - \text{WACC} \right\} * \text{CI}$$

tra i tassi

Il differenziale ROI – WACC rappresenta un differenziale tra tassi di interesse.

È un indicatore di semplice lettura¹⁴:

- se EVA >0 si crea valore
- se EVA <0 si distrugge valore

Ancora una volta questo indicatore è coerente con gli altri 3 ragionamenti sopra esposti: un'azienda crea valore quando consente un ritorno dell'investimento, maggiore del costo sostenuto per finanziarlo. Come possiamo allora leggere tale indicatore? L'indicatore dice, semplicemente, che si crea valore in azienda quando il tasso di ritorno generato di un investimento è maggiore del costo monetario dell'investimento. In altri termini:

a) se il ritorno dell'investimento è maggiore del costo medio ponderato del capitale che lo ha finanziato, si crea valore;

b) se il ritorno dell'investimento è minore del costo medio ponderato del capitale che lo ha finanziato, si distrugge valore.

Il differenziale tra il ROI (*return on investment*) e il WACC (*weighted average cost of capital*) è una relazione fondamentale della moderna teoria della finanza. Si osservi, tuttavia, che il concetto di EVA è legato alla formula della leva finanziaria, ben più datata. La formula EVA è però più precisa, in termini di finanza, perché considera non solo il costo del debito, ma il WACC, cioè il costo medio ponderato del capitale¹⁵.

Cos'è allora, l'indicatore EVA?

EVA (*economic Value Added*) misura la differenza tra il reddito operativo dopo le imposte e il costo del capitale impiegato per ottenerlo.

Nel seguito:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} * \text{CI}$$

Dove:

NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) = reddito operativo dopo le imposte

WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) = costo medio ponderato del capitale raccolto

CI = capitale investito

La formula si può riscrivere come:

$$\text{EVA} = (\text{NOPAT} / \text{CI} - \text{WACC}) * \text{CI}$$

dove:

$\text{NOPAT} / \text{CI} = (\text{circa}) \text{ ROI}$

quindi:

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) * \text{CI}$$

È un indicatore fondamentale di redditività perché: $\text{EVA} > 0$ se $(\text{NOPAT} / \text{CI} - \text{WACC}) > 0$, cioè se $(\text{circa}) \text{ ROI} > \text{WACC}$

Quindi abbiamo due ipotesi¹⁶:

- a) $\text{ROI} > \text{WACC}$: EVA positivo
- b) $\text{ROI} < \text{WACC}$: EVA negativo

11. UCF sta per Unlevered Cash Fows, flussi di cassa prima dei finanziamenti.

12. La formula usata in ambito professionale è di solito espressa come ROE = $((\text{ROI} + (\text{ROI}-\text{ROD}) * \text{DER} + \text{GS}) * (1-\text{T}))$, dove ROD significa Return on Debt, ed in formula è dato da $\text{ROD} = \text{i} = \text{OF} / \text{Posizione finanziaria}$, mentre GS è la gestione straordinaria aziendale.

13. Dalla società di consulenza Stern 8 Stuart, sviluppando un modello che considerasse non soltanto la remunerazione del capitale di debito ma anche di quello di rischio.

14. Ma stranamente non così diffusa la sua applicazione, almeno nel mercato della PMI italiana. L'indicatore dovrebbe essere usato, poiché consente al management, e alla proprietà aziendale, di cogliere, periodicamente, la creazione di valore, o la sua distruzione, per effetto dell'attività di impresa. Non di rado succede di interloquire con imprenditori o azionisti che ritengono soddisfacente la performance della propria impresa, semplicemente perché leggono solo l'ultima riga del conto economico, pensando che tutto vada bene perché l'impresa è in utile, quando, ad una più attenta analisi, risulta invece che l'EVA è, magari, negativo. In termini di matematica finanziaria, caso non infrequente.

15. Che considera anche il costo del capitale di rischio e degli strumenti ibridi di finanziamento.

16. In particolare il fatto che la grandezza NOPAT / CI è assimilata, per approssimazione, al ROI.

17. Si osserva che il messaggio era già contenuto, implicitamente, nella formula additiva del ROE. Allora qual è, essenzialmente, la differenza percepita, nel mercato delle

Al fini della nostra analisi:

- | | |
|------------|-------------------------------|
| se EVA > 0 | l'impresa produce ricchezza |
| se EVA < 0 | l'impresa distrugge ricchezza |

Allora, abbiamo capito quale sia il punto di indebitamento ottimale per un'impresa, cioè siamo in grado di rispondere alla domanda iniziale, e fornire una quarta risposta¹⁷.

Il punto di indebitamento ottimale è il punto di massimo, in cui EVA assume valore 0, cioè dove:

$$(4) \text{ ROI} = \text{WACC}$$

Riassumiamo, ai fini di una maggior chiarezza espositiva, **le quattro relazioni che abbiamo trovato. Tutte, indicano il punto di indebitamento ottimale di una impresa. Tale punto soddisfa le seguenti relazioni:**

- (1) UCF = costo del capitale
- (2) ROI = i
- (3) EBIT = OF
- (4) ROI = WACC

Possiamo allora trarre delle conclusioni operative per rispondere a una semplice domanda: posto che una impresa che, in condizioni di economicità, non si indebiti, stia distruggendo valore¹⁸, quale è il punto teorico di massimo indebitamento? Cioè, detto altrimenti, di quanto dovrebbe indebitarsi l'impresa per massimizzare il suo valore?

La risposta sopra articolata, in realtà, ribadisce, in modo diverso, lo stesso concetto. Il punto di massimo indebitamento possibile è quello nel quale i flussi di cassa *unlevered* sono pari al costo del capitale, cioè il punto in cui il *return on investment* è pari al costo del debito. Ma tale punto, per quanto dimostrato, è anche il punto in cui il reddito operativo è pari agli oneri finanziari, o più correttamente ancora, il punto in cui il *return on investment* è *pari al weighted average cost of capital*.¹⁹

Siamo quindi ora in grado di rispondere, in modo metodologicamente corretto e scientificamente rigoroso, a una domanda che, quotidianamente, ogni imprenditore, nello svolgimento della sua attività, si pone²⁰. Siamo cioè in grado, ora, di determinare il punto teorico di massimo indebitamento, differente da impresa a impresa.

Tuttavia, come noto, l'imprenditore non opera nel piano teorico, ma in quello effettivo, sul mercato dei capitali.

Posto che conosciamo quindi il punto di indebitamento ottimale, la domanda diventa un'altra: è anche quello sostenibile?

È quello che scopriremo nel nostro prossimo articolo.

imprese, tra EVA e ROE? EVA fu un indicatore inventato da Stern e Stuart nel 1987, e quindi si pensa comunemente che la Teoria del Valore sia stata inventata dal mondo anglosassone. In realtà, il ROE fu un indicatore inventato dall'italiano Gino Zappa, nei primi anni del '900. Non desti stupore, poiché la letteratura dominante, in finanza, è notoriamente quella anglosassone.

18. Per quanto dimostrato in un precedente articolo e qui brevemente richiamato.
 19. Di tutte le definizioni, l'ultima è certamente la più precisa, ma presuppone anche un'analisi, non banale o immediata, in quanto richiede, almeno, tre passaggi fondamentali: un'accurata riclassificazione del bilancio in logica finanziaria, una ponderazione dei valori del passivo oneroso e una valutazione del costo del capitale di rischio, che richiedono (l'ultima, in particolar modo) competenze non sempre diffuse in impresa, specialmente in Italia.
 20. Talvolta, sbagliando approccio, o ricevendo consigli non sempre professionalmente approfonditi.



LA CRESCITA È NELLE TUE MANI.

DA OLTRE 130 ANNI INSIEME PER IL TERRITORIO.

Crea il tuo futuro. Puoi farlo con noi.

Da sempre siamo guidati da un senso di responsabilità sociale, per creare un valore economico che è basato sul rapporto costante con imprese e famiglie. Un valore economico finalizzato alla stabilità del contesto territoriale.

Siamo così riusciti a costruire un patrimonio di fiducia che ha permesso lo sviluppo della nostra terra, proprio sapendo che la crescita è nelle mani di chi, come te, investe nel domani.

#nelletuemani



YouTube

bppb.it



BANCA POPOLARE
DI PUGLIA E BASILICATA
DAL 1883



A photograph showing a man and a woman in professional attire working at a desk. The man, wearing a light blue shirt and a striped tie, is leaning over the desk, looking down at a laptop screen. The woman, wearing a dark blazer, is seated next to him, also looking at the screen. They appear to be engaged in a collaborative task. The desk has a laptop, some papers, and a pen.

Rubrica: pratica
professionale.



Monica Vitali

ALCUNI ASPETTI DEL BUDGET NELLE AZIENDE COMMERCIALI

Nel seguente articolo si tratterà di come procedure legate alla pianificazione strategica, al budget e al controllo di gestione abbiano iniziato a essere applicate anche nelle aziende commerciali, pur declinate nelle loro specificità.

Verso la fine di ogni anno arriva il momento in cui le aziende si impegnano nella stesura degli obiettivi dell'esercizio seguente: è tempo di redigere il *budget*. Il *budget* non è altro che la traduzione in termini monetari degli obiettivi che l'azienda si è data per l'anno successivo, e si inserisce all'interno della pianificazione strategica di più lungo periodo.

Molto è stato scritto su che cos'è il budget e su come redigerlo, tanto che se si prova a digitare "budget aziendale" su Google appaiono circa 1 milione e mezzo di risultati. Di questi però veramente pochi riguardano la redazione del budget nelle aziende commerciali, e le definizioni generiche non sempre si prestano alle peculiarità di questo tipo di aziende. La carenza di procedure è data principalmente da un tasso di managerialità nel commercio storicamente più basso rispetto all'industria, dovuto soprattutto in Italia a una elevata frammentazione sul territorio. Fa eccezione la grande distribuzione alimentare dove, grazie ai processi di concentrazione e di internazionalizzazione, le capacità manageriali sono sempre state tendenzialmente più elevate.

Ma il settore distributivo è caratterizzato anche dalla presenza di aziende che vendono prodotti "non-food" con un assortimento limitato ma profondo, e con un'eccessiva polverizzazione data dalla presenza predominante di tanti piccoli punti vendita. Negli ultimi anni però, grazie ad alcuni fenomeni di concentrazione e di acquisizione e soprattutto grazie all'avvento degli operatori stranieri, si è assistito anche nel settore non alimentare alla crescita

della GDO (Grande Distribuzione Organizzata), ovvero alla nascita di realtà che hanno assunto una dimensione significativa sia in termini di fatturato, sia in termini di numero di dipendenti, con una presenza diffusa nel territorio.

La crescita dimensionale e il confronto con realtà più evolute, ha fatto sì che anche le aziende del commercio abbiano iniziato ad adottare procedure più complesse, ad attirare manager provenienti dall'industria che hanno apportato nuove competenze, con un conseguente incremento del tasso di professionalità. Procedure legate alla pianificazione strategica, al budget e al controllo di gestione hanno iniziato ad essere applicate anche in questo settore, pur declinate nelle sue specificità, e in molte aziende negli ultimi anni sono diventate ormai una prassi consolidata.

Ma a prescindere dalle dimensioni, fare il budget in un'azienda commerciale è diverso rispetto a una azienda di produzione. Da un certo punto di vista è più semplice, perché si salta tutta la parte relativa alla produzione, da un'altra parte è più complicato perché l'attività commerciale normalmente si caratterizza per un numero di clienti più elevato.

IL BUDGET DELLE VENDITE: METODO TOP DOWN E BOTTOM UP

Partendo dal budget delle vendite, che rappresenta il primo programma settoriale di ogni budget, esistono due modi diversi per affrontare il processo

di previsione: il **metodo top down** e il **metodo bottom up**, ovvero la redazione dall'alto e quella dal basso.

Nel primo caso l'obiettivo commerciale fissato dalla direzione centrale viene ripartito a cascata a ogni livello gerarchico con uno stile impositivo. Qui gli obiettivi sono determinati dalla direzione e successivamente vengono elaborati in dettaglio dal management che deve individuare il modo per raggiungerli. Nel secondo caso invece è la forza vendita che si pone gli obiettivi, i quali vengono successivamente aggregati ai diversi livelli superiori della rete territoriale fino ad arrivare al risultato complessivo convalidato dalla direzione.

Nella realtà però esiste una varietà di situazioni intermedie dove i due approssimi possono essere variamente integrati.

Ogni metodo nasconde pro e contro. Nel primo caso la redazione del budget è più veloce, essendo centralizzata. Inoltre c'è perfetta corrispondenza tra gli obiettivi commerciali e fabbisogni aziendali. Di contro questo modo di assegnare il budget nasconde insidie quali la poca affidabilità dovuta al fatto che le analisi non tengono conto delle informazioni dei venditori sulle dinamiche territoriali, ma soprattutto lo svilimento del ruolo dei commerciali, costretti ad accettare le scelte che vengono dall'alto. Nel secondo caso invece si parte dalle informazioni e dalle scelte operative della forza vendita, che diventa progettista dei risultati. Uno dei rischi insiti in questo approssimativo è il potenziale scostamento fra quanto progettato dalla forza vendita e ciò che la direzione aziendale valuta necessario realizzare. In questo caso è sufficiente che la direzione dia delle linee guida a cui attenersi per poter scongiurare questo pericolo.

LA STRUTTURA ORGANIZZATIVA: IL PUNTO VENDITA COME CENTRO DI RESPONSABILITÀ

Il punto di partenza adeguato per potere costruire la programmazione di

esercizio dipende dalla struttura organizzativa di una azienda, ovvero dal sistema di autorità e responsabilità che sono assegnate alle singole parti. Le aziende commerciali solitamente sono dislocate sul territorio con una rete di filiali o punti vendita, che generalmente rappresentano i centri di responsabilità alla base della organizzazione aziendale. Per questa tipologia di aziende il controllo di gestione solitamente viene configurato assumendo le filiali come centri di profitto.

Pur dovendo sottostare ai vincoli legati alla gestione centralizzata, le filiali tendenzialmente presentano un livello di autonomia sufficientemente elevato per poter essere oggetto di analisi e valutazione separata. Un diverso punto di riferimento, utilizzabile più facilmente nelle strutture piccole con poche o nessuna filiale, può essere il canale di vendita come il banco, la rete degli agenti, la sala esposizione, ecc... Con lo sviluppo di internet e con l'espansione delle vendite on-line, che si integrano ai canali di vendita tradizionali, anche il web è diventato un canale di vendita a parte, che pertanto viene inserito a pieno titolo all'interno della programmazione.

IL BUDGET DELLE VENDITE

Attorno ai punti vendita generalmente ruotano una serie di venditori, ai quali vengono assegnati i target commerciali.

Se i clienti sono affidati ad un agente ma acquistano su più filiali, è necessario operare delle rettifiche e dei correttivi per **raccordare il budget del venditore con quello del punto vendita**. Le rettifiche devono tenere conto di tutti gli acquisti in entrata o in uscita generati dai clienti attribuiti ad altri punti vendita, e degli eventuali trasferimenti di materiale fra filiali che si possono verificare in corso d'anno.

Nella determinazione dell'obiettivo di fatturato i venditori devono effettuare un'**analisi dettagliata del portafoglio clienti**, facendo una valutazione per singolo cliente o per tipologie omogenee di clientela.

Partendo dal dato di fatturato storico, il passo successivo è stabilire il potenziale di sviluppo di crescita dei clienti e dei possibili clienti, attraverso alcuni indicatori quali il fatturato complessivo che realizzano, il numero di dipendenti impiegati e altri parametri che permettano di individuare le azioni da compiere (sviluppare, fidelizzare, abbandonare) per i raggiungere il risultato complessivo.

Va individuata inoltre la **gamma di prodotti**, espressa in termini di mix composito di articoli, da vendere per il periodo successivo. Non si ritiene utile risalire a una previsione analitica di vendita di ogni singolo prodotto, come può invece essere necessario nell'industria, in quanto l'oggetto dell'attività distributiva si riconosce nel binomio prodotto-servizio, e perché i prodotti venduti possono essere alcune migliaia, per cui ha più senso articolare le previsioni in base ad altri parametri come ad esempio la classe merceologica o il settore.

Un'altra particolarità della distribuzione è lo svincolo dell'attuazione del budget dalle capacità delle risorse tecnico-produttive come gli impianti. L'unico limite all'incremento delle vendite è dato dalla **possibilità di assorbimento** dei magazzini/negozi esistenti, sia come spazi, sia come personale. La struttura è modificabile con l'eventuale apertura o acquisizione di una filiale se si desidera entrare in nuovo territorio, o viceversa con la chiusura di un negozio se si vuole abbandonare un mercato.



DAL BUDGET DELLE VENDITE AL RISULTATO DI ESERCIZIO

Definito cosa si venderà nell'esercizio successivo, occorre individuare il costo del venduto, quale sintesi delle politiche degli approvvigionamenti e delle scorte. Il valore che scaturisce da tale programmazione deriva dalla percentuale di **margine lordo commerciale** atteso da ogni singolo punto vendita, cioè dalla differenza fra i ricavi di vendita, il costo della merce, e la variazione delle rimanenze.

Il passaggio successivo consiste nello stabilire e quantificare le risorse tecniche e umane necessarie per realizzare i fatturati attesi, ovvero la **determinazione dei costi della struttura**. L'articolazione territoriale fa sì che ogni filiale possa essere rappresentata come una azienda a se stante con un proprio conto economico, al quale attribuire i costi diretti del punto vendita. I costi indiretti invece, come gli stipendi degli uffici centrali, gli emolumenti degli amministratori, le imposte societarie, ecc., se non vengono tenuti separati possono essere ripartiti in funzione di un criterio significativo, solitamente il fatturato ma anche, ad esempio, i costi del personale o i metri quadri coperti.

Se invece si analizzano i costi in base alla **variabilità**, è interessante constatare che, fatta eccezione per l'alta inci-

denza del costo della merce, la maggior parte dei costi di una struttura distributiva sono costi fissi. I costi degli affitti dei magazzini, tutti i costi legati agli immobili e il costo del personale hanno un tasso di variabilità minimo rispetto all'incremento delle vendite in un arco temporale di breve-medio periodo. Nel lungo periodo invece tutti i costi fissi diventano variabili, in quanto esiste sempre la possibilità di ampliare, ridurre o trasferire il magazzino/negozi per fare fronte alla mutata capacità di vendita e quindi di superare l'unico limite endogeno che esiste all'incremento di fatturato.

Una struttura sbilanciata verso i costi fissi significa che in caso di riduzioni dei ricavi, non potendo ridurre i costi fissi è facile chiudere il bilancio in perdita, viceversa superato il punto di pareggio fra costi totali e ricavi totali, ogni vendita aggiuntiva porta un significativo contributo alla copertura dei costi fissi.

Un altro elemento di criticità nel conto economico di una filiale è costituito dalle **perdite su crediti**, ovvero dai crediti che non si riescono più ad incassare e pertanto si traducono in un costo per l'azienda. Questa posta rappresenta uno degli anelli di congiunzione fra la gestione reddituale e quella finanziaria del punto vendita, insieme all'analisi del capitale circolante netto (giorni medi di giacenza delle scorte di magazzino, più i giorni medi di durata dei crediti commerciali meno i giorni medi di durata dei debiti commerciali). Più breve è la durata di tale ciclo, più favorevole è il giudizio sulla liquidità. Se il fatturato realizzato si incassa in tempi troppo lunghi oppure non si incassa affatto, allora l'azienda può entrare in sofferenza finanziaria pur in presenza di una buona redditività.

Per questo motivo la pianificazione finanziaria, che si accompagna a quella economica, diventa particolarmente importante. Il settore della distribuzione da sempre si caratterizza per la sua funzione storica di "fare da banca" ai propri clienti, pertanto in tempi di crisi e di ristrettezza del credito come quelli attuali l'incasso va attentamente monitorato da parte di tutta la struttura. Questo comporta una selezione

della clientela al momento della vendita e ancor prima una attenta analisi in sede di budget, perché le previsioni sui ricavi e i relativi costi non hanno alcun senso se non si traducono in una entrata finanziaria.

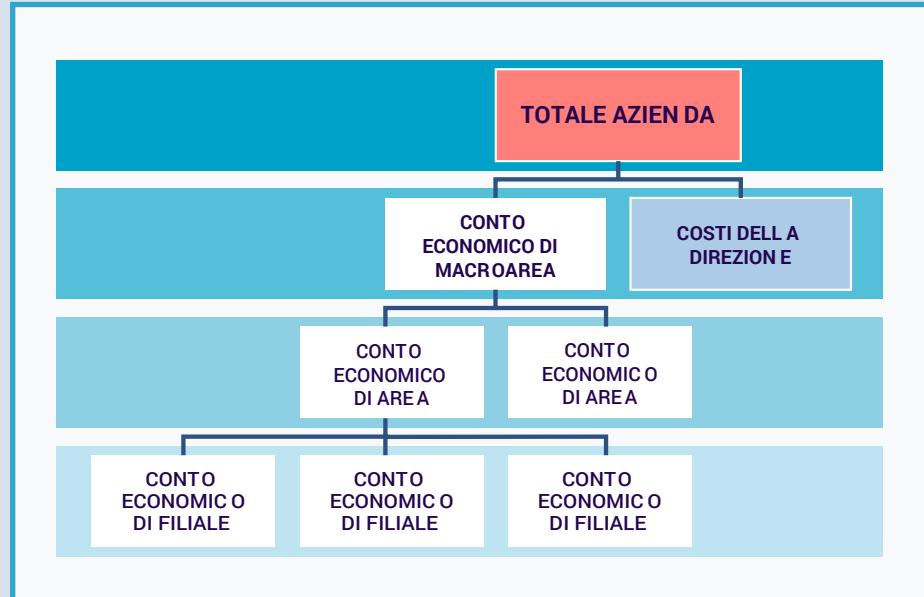
Alla fine del processo di budgeting, la somma di tutti i singoli conti economici, più i costi indiretti riferibili all'azienda nel suo complesso (se non ripartiti), porterà alla determinazione del **risultato complessivo di esercizio**, che rappresenta la sintesi numerica della attività di tutti i punti vendita.

Nelle aziende di maggiori dimensioni lo step intermedio può essere dato dal risultato di area o di macroarea, particolarmente importante in quanto l'attribuzione alle varie unità organizzative di precise responsabilità in termini economici a volte può creare ostacoli al lavoro in team, specie se il sistema premiante è legato all'utile di filiale. Attraverso l'aggregazione dei conti economici di più filiali in una struttura superiore come può essere l'area commerciale, gestita da un area manager, si può ovviare agli inconvenienti che derivano dalla focalizzazione sui risultati dei singoli punti vendita.

L'ACCETTAZIONE DEL BUDGET

Il settore del commercio è sempre stato caratterizzato da un grado di complessità della gestione apparentemente inferiore rispetto alle aziende di natura industriale, in quanto la fase di trasformazione economica è meno articolata, le dimensioni delle aziende normalmente sono più ridotte, la clientela è numerosa e variegata e di conseguenza c'è sempre stato uno scarso interesse e una limitata cultura rivolta alle previsioni, al budget e al controllo. Una volta il bottegaio usava fare "il conto della serva", una definizione poco elegante ma incisiva per esprimere un concetto di ovvia contabile, che anche "una serva" era capace di intendere e di sviluppare, salvo poi scoprire che certe carenze portavano a gravi lacune gestionali, sino ad arrivare in molti casi al default.

La cultura della previsione e del con-



trollo, essendo apparentemente meno necessaria nella distribuzione dove non esiste una fase produttiva che impone la programmazione, ha ancor più necessità di essere accettata da tutta la struttura, partendo dalla forza vendita.

Affinché il budget abbia un senso è necessario che ogni persona coinvolta all'interno dell'azienda ne comprenda a fondo il senso e il valore, altrimenti rischia di diventare un esercizio numerico di poco conto.

Quindi se si vuole implementare un sistema di budgeting all'interno di una realtà è necessario innanzitutto operare un cambio di mentalità, per inculcare nell'animo delle persone la voglia e la capacità di volgere lo sguardo verso il futuro anziché verso il passato. Spesso infatti si ha l'abitudine di guardare i dati storici perdendo la prospettiva, con la scusa che in condizioni di forti instabilità e turbolenza ambientale le previsioni non sempre sono attendibili.

Ma elaborare un budget non significa soltanto fare delle previsioni, significa soprattutto porsi degli obiettivi per essere protagonista dei risultati.

"Un libro si legge dall'inizio alla fine. Un'azienda si dirige nel modo opposto: si comincia dagli obiettivi e poi si fa tutto quello che è necessario per raggiungerli."

Le probabilità di raggiungimento dell'obiettivo finale dell'azienda, che

deriva dalla somma degli obiettivi dei singoli soggetti coinvolti nella programmazione, saranno maggiori se ciascun soggetto avrà la coscienza di quello che sta facendo, avrà tracciato la propria rotta che dovrà necessariamente essere coerente con la strategia finale dell'organizzazione chiara a tutti, e avrà saldo in mano il timone che saprà governare. Solo in questo modo l'azienda potrà sopravvivere in un ambiente ipercompetitivo che cambia velocemente, adeguandosi agli imprevisti che si possono incontrare durante il percorso.



Antonio Vici

Sviluppo del Controllo di Gestione in una società di trasporti

Applicazione dell'ABC per il calcolo del Margine Operativo Lordo (MOL)

Obiettivo del documento è quello di evidenziare come, con la presenza di adeguati strumenti (un sistema ERP aziendale, un sistema di rilevazione dati GPS sui mezzi, ecc.) si è in grado di sviluppare un adeguato Controllo di Gestione, all'interno di un'azienda di trasporti mediane strutturata, utilizzando quanto generato dalla teoria dell'*Activity Based Costing (ABC)*.

Introduzione

Per lo sviluppo del Controllo di Gestione in una società di trasporti è necessario integrare le funzioni operative, amministrative e gestionali in un unico strumento che permetta di elaborare le attività che generano fatturato e a queste andare a decurtare i costi relativi alla medesima attività (ovvero tutti quelli che possono essere definiti come il **"costo del venduto"**); integrando le varie tipologie di costi, sia direttamente legati alle attività (che definiremo **costi diretti**) che quelli non direttamente applicabili alle attività (che definiremo **costi indiretti**) per ottenere il **Margine Operativo Lordo** di ogni servizio svolto.

Per costi diretti si intendono quei costi che sono direttamente legati alla funzione svolta, si possono considerare costi diretti, a titolo esemplificativo e non esaustivo i seguenti costi:

- i costi di manutenzione ordinaria e straordinaria;
 - il costo del carburante;
 - il costo del personale direttamente collegato all'attività (costo del personale che svolge le singole tratte);
- Possiamo invece considerare costi indiretti, sempre a titolo esemplificativo e non esaustivo, quelli non legati direttamente alle attività svolte e possono essere indicati quei costi che vengono comunque sostenuti come:
- il costo di bollo e assicurazione sui mezzi;
 - il costo del leasing;
 - il costo dell'ammortamento dei mezzi.

Il sistema per l'analisi dei costi e per la gestione dei ricavi si

basa sull'integrazione di una serie di dati, derivanti da uno o più sistemi informativi che ci permetteranno di ottenere un unico risultato conclusivo.

I sistemi informativi aziendali genereranno tutte le informazioni necessarie, che dovranno poi essere integrate in un unico sistema di gestione, facendo riferimento a una serie di strumenti da integrare che gestiscano le seguenti funzioni:

- I. Sistema di Fatturazione attiva e passiva
- II. Sistema di Gestione dei servizi svolti (denominato "Gestione Linee")
- III. Sistema di Gestione Carburante
- IV. Sistema di Gestione Documentale/Anagrafiche
- V. Sistema di Gestione Mezzi
- VI. Sistema di Gestione del Personale
- VII. Sistema di Controllo di Gestione

L'integrazione di tali sistemi porterà allo sviluppo di un unico *DataWarehouse* che raccoglierà dai vari sistemi, giornalmente, tutti i ricavi e i costi di ogni servizio svolto generando contestualmente un **Conto Economico Mensile** (ma per le necessità aziendali anche giornaliero o settimanale) di riepilogo. Saranno quindi possibili le **analisi per natura e destinazione** dei costi e ricavi, che per semplicità definiremo analisi verticali quelle fatte per destinazione di ogni costo e ricavo (ad esempio non esaustivo per ogni tipologia di business o per aggregazione di linea di business) e analisi orizzontali quelle fatte per la natura di ogni costo e ricavo, quindi ad esempio:

- ricavi da trazione;
- ricavi da collettame/groupage;
- costi di manutenzione;
- costi per il carburante;
- ecc.

Gestione della fatturazione attiva e passiva

Il prodotto di gestione della fatturazione attiva del sistema

ERP aziendale con gestione dell'output automatico, dovrà essere integrato in fase di Input con il sistema di Gestione Linee, in modo da avere direttamente la fatturazione attiva automatica e pronta per essere lanciata.

Per quanto concerne la **Fatturazione Passiva**, questa dovrà essere automatizzata dal sistema ERP, che dovrà caricare al suo interno tutti i dati di base necessari per le elaborazioni successive, pertanto sarà necessario ottenere le fatture passive dai fornitori con le seguenti peculiarità:

1. già informatizzate su file sequenziali, a titolo esemplificativo questo è possibile per i consumi di carburante rivenienti da carta aziendale, dai telepass autostradali, dai fornitori di manutenzione automatizzati, ecc.;

2. da informatizzare con estrapolazione dei dati tramite sistemi OCR, con la gestione delle fatture di leasing, manutenzione da parte di fornitori occasionali, ecc.

3. gestendo la quadratura tra le fatture pervenute e suddivisione del costo in base ad alcuni driver, ad esempio la gestione di cisterne per il carburante, dovranno essere considerati i singoli consumi e relazionati alle fatture di carico del carburante rivenienti dal fornitore.

In questo modo si automatizzeranno anche le registrazioni contabili di fatture attive e passive, che dovranno, all'interno del sistema ERP, **essere archiviate e organizzate per natura e destinazione del costo**, in modo da poter elaborare successivamente tali dati integrandoli con i dati rivenienti dalle altre funzioni. La reportistica generata da questa funzione è la creazione automatica della stampa delle fatture da inviare ai clienti e l'archiviazione automatica, collegata alla registrazione contabile, delle fatture passive pervenute e scannerizzate per la gestione automatica in OCR come previsto sopra.

Gestione dei servizi svolti - gestione linee

Il sistema di gestione linee, dovrà permettere di valutare tutte le attività effettuate in un giorno e quantificarle in ore di lavoro e nell'attività svolta dai mezzi.

Questo sistema dovrà essere integrato nell'ERP con il collegamento ad un sistema GPS legato alle attività dell'autista e del mezzo che permette di evitare una gestione manuale dei dati di Input.

Pertanto, strutturando il sistema con un rilevatore GPS su ogni mezzo, che permette di estrarre i dati sia del mezzo (movimenti, tratte, ecc.) che dell'autista (ore di guida, ore di riposo) sarà possibile ottenere, oltre alla fatturazione automatica come previsto sopra, anche la gestione delle attività dei mezzi e del personale, la verifica sui consumi del gasolio e il calcolo del vero **fatturato per chilometro** che è il parametro essenziale di analisi in un sistema di controllo di gestione per le aziende di trasporto.

Lo strumento di Gestione Linee dovrà quindi essere integrato alle seguenti funzioni aziendali:

- Sistema di fatturazione, come visto in precedenza;
- Sistema del personale, utilizzato per la generazione delle buste paga e per l'imputazione dei costi del personale all'interno del controllo di gestione;
- Sistema di controllo di gestione, utilizzato per raccordare

tutti i costi e i ricavi di mezzi, personale e servizi in modo da avere un risultato unico giornaliero e generazione di un **Margine Operativo Lordo (MOL)** per ogni servizio svolto.

Il sistema permetterà anche di avere un reporting adeguato sulle attività svolte e una serie di dati sulla qualità dei servizi stessi, dando la possibilità di contrattualizzare con il cliente anche un possibile **livello di servizio** verificabile oggettivamente con questo sistema, analizzando tempi di percorrenza, ritardi, chilometri "a pieno" – intesi per i chilometri fatturati dalla ditta, chilometri "a vuoto" – intesi per i chilometri non fatturabili derivanti da trasferimenti di sede, trasferimenti per manutenzioni o carico di gasolio, attività degli autisti, ecc.

Gestione del carburante

Considerato che il carburante è uno dei maggiori costi per un'azienda di trasporto, forse secondo solo al costo del personale, risulta opportuno gestire il carburante con uno strumento adeguato e avere delle analisi puntuale per ogni mezzo.

Il sistema del carburante riceve in Input i dati rivenienti dalla fatturazione passiva, caricata automaticamente nel sistema ERP da una parte e dall'altra riceve dal sistema GPS posizionato sui mezzi ed interfacciato con la centralina elettronica dello stesso, i dati del carburante bruciato dal mezzo stesso. In Output il sistema prevede un confronto giornaliero dei consumi dei mezzi generati dal sistema GPS e i carichi di gasolio effettuati dagli operatori (derivanti dall'utilizzo di carte carburante o dal carico di gasolio presso le cisterne aziendali), avendo così un confronto puntuale, su base settimanale o mensile, del rapporto **carburante bruciato/carburante acquistato** che, secondo l'assunto base che brucio il gasolio che acquisto (se non ci sono furti sul gasolio acquistato), non dovrebbero esserci scostamenti tra i due dati nel medio periodo.

Tale analisi potrebbe generare dati fuorviati se effettuata su ogni pieno fatto, in quanto ogni distributore ha un suo sistema di rilevazione del pieno e quindi, vista la rilevanza dei serbatoi dei mezzi, potrebbe generare uno scostamento importante a ogni carico di carburante - questa analisi se svolta invece su un periodo di medio termine (generalmente mensile) permette un confronto più corretto senza grandi scostamenti tra le due rilevazioni.

Un altro Output dal sistema del gasolio è la rilevazione dei consumi sia per quanto riguarda il mezzo, analizzabili anche per la singola tratta svolta, che per addetto, avendo così un sistema certo e verificabile delle potenzialità di ogni autista di ridurre i consumi, con anche la possibilità di generare un vero premio di produzione annuo per gli autisti più "risparmiosi".

Il sistema genererà in automatico, come Output, la dichiarazione di detraibilità delle accise, definita "Carbon Tax" in ottemperanza alla normativa vigente.

Gestione Documentale/Anagrafiche

Il sistema, dovrà avere alcune funzionalità implicite e necessarie per ogni azienda di trasporti, ovvero:

1. L'archiviazione di tutti i documenti dei mezzi che sono

necessari e che devono essere sempre disponibili come: libretti di circolazione, certificato di revisione del cronometragrafo, eventuale contratto di leasing, ecc.

2. L'archiviazione di tutti i documenti degli addetti, come la patente di guida, il Certificato di Qualifica del Conducente (CQC), eventuali altri documenti del personale (buste paga, dischetti da cronometragrafo, ecc.);

3. L'archiviazione di tutte le fatture attive e passive anche in ottemperanza alla normativa di archiviazione sostitutiva.

Il sistema, archiviando i documenti, con l'inserimento della data di scadenza degli stessi e con l'applicazione di un "allert", invierà la comunicazione dei documenti in scadenza con alcuni giorni di anticipo sulla scadenza stessa evitando sanzioni, sequestri dei mezzi, ecc.

Il sistema ha come Input l'archiviazione, in parte manuale e in parte automatica dei documenti da parte del personale amministrativo e come Output la reportistica sulla situazione degli stessi.

Il sistema deve essere integrato alle anagrafiche del personale per la gestione del personale stesso in modo da avere una anagrafica unica tra personale assunto e relativa documentazione.

Gestione dei Mezzi

Lo strumento gestisce l'anagrafica dei mezzi di trasporto e tutto quanto ad esso collegato come:

1. Il contratto di leasing, con l'imputazione dei canoni previsti, la data di scadenza, ecc. a preventivo e gestione in contabilità del consuntivo;

2. Analisi delle manutenzioni, con la gestione dell'ordine di manutenzione, il carico del preventivo, verifica della fattura nei confronti del preventivo inserito, ecc.

3. Gestione dell'ammortamento dei mezzi di proprietà, con imputazione del valore di libro e la registrazione mensile o annuale dell'ammortamento degli stessi;

4. Gestione dell'ammortamento e dell'IVA indetraibile sui mezzi non completamente detraibili (es. autovetture aziendali);

5. Gestione dell'assicurazione (RCA, Kasko, ecc.) a preventivo e a consuntivo in base alle quote pagate e a relativi costi successivi (es. franchigie, ecc.);

6. Gestione del bollo, anche in questo caso a preventivo e a consuntivo.

In questo modo il sistema sarà in grado di generare, a preventivo e successivamente a consuntivo il costo annuo per ogni servizio gestito e a consuntivo generare oltre al costo annuo anche il costo per chilometro.

L'Output di questo sistema, oltre ad una reportistica per mezzo molto dettagliata, sono tutti i dati necessari al sistema di **Controllo di Gestione** per generare quello che è il costo effettivo del mezzo.

Il sistema, dopo una adeguata programmazione dello stesso e imputazione di driver significativi sarà in grado anche, in base ai dati in suo possesso, allo storico generato e alle decisioni aziendali di generare una programmazione delle manutenzioni su ogni mezzo.

Gestione del Personale

Il sistema del personale, ricevendo i dati di Input dal sistema di gestione linee, sarà in grado di predisporre automaticamente tutti i conteggi relativi alle buste paga e ai costi che dovranno essere imputati per ogni servizio svolto. Tutte le buste paga verranno quindi predisposte e stampate direttamente e automaticamente in base ai dati pervenuti dal sistema GPS che implementa il sistema di Gestione Linee e questo permetterà un forte risparmio nella verifica delle attività degli autisti e nel calcolo relativo alle ore di guida e di lavoro, alle ore di riposo e alle trasferte, così come previsto dal CCNL di categoria.

Il sistema genererà il **costo effettivo mensile e orario per risorsa**, in modo da poter ottenere sia il dato del costo del personale da utilizzare nei budget e nei report previsionali che il dato effettivo, ottenuto dopo la chiusura delle registrazioni contabili del personale, il tutto verificabile con la contabilità generale.

Il sistema dovrà poi essere in grado di programmare le attività degli autisti in base alle ferie residue e le ferie che si matureranno, in modo da non avere costi "nascosti" da ferie non godute nel bilancio di fine esercizio, generando un report, a disposizione della direzione operativa, in base alle ferie residue in corso d'anno.

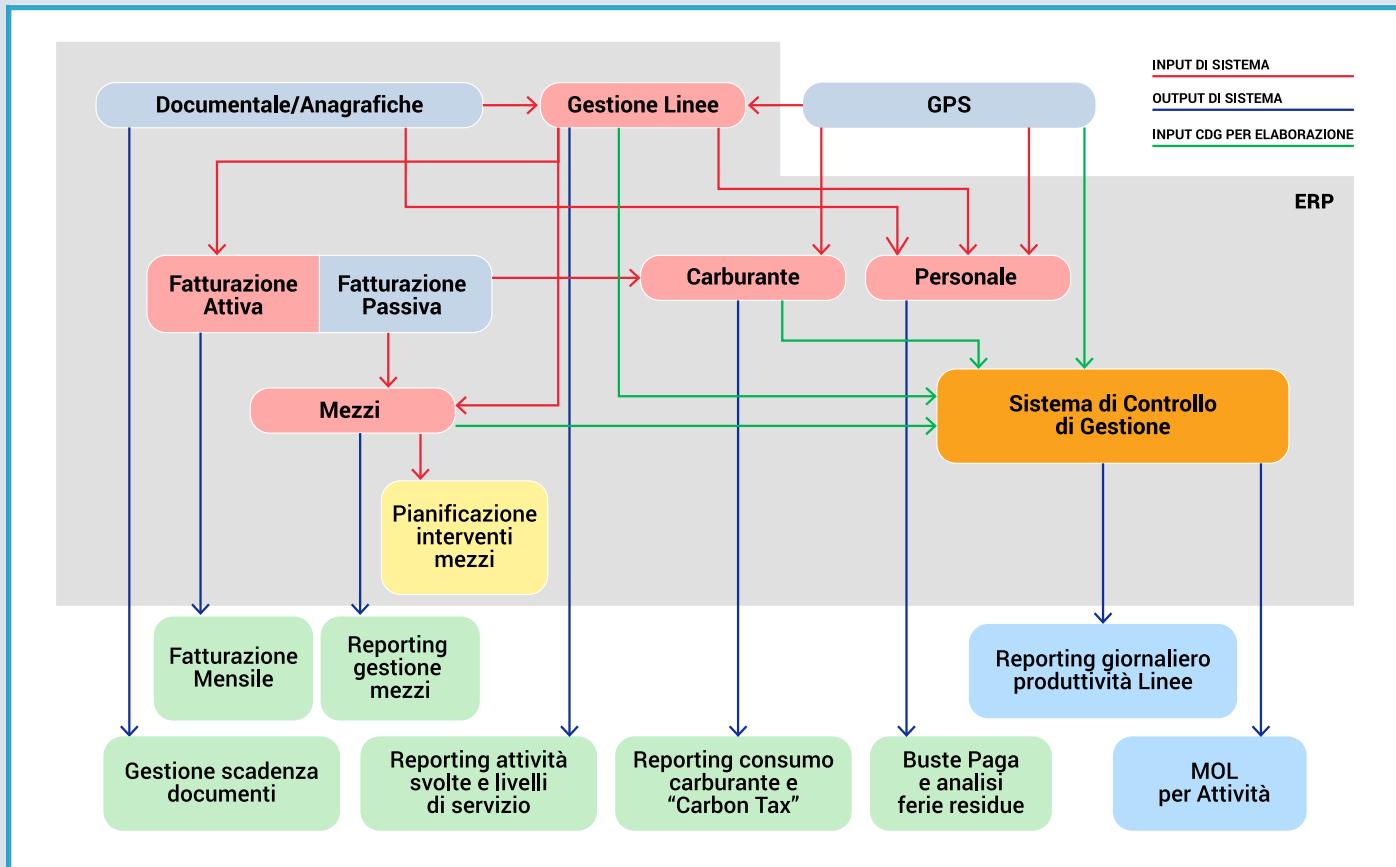
Controllo di Gestione

Il sistema prevede l'integrazione di tutti i dati rivenienti dai sistemi precedenti e il calcolo giornaliero, del MOL relativo a ogni servizio svolto; tale calcolo viene generato dall'incrocio di dati a preventivo e dati a consuntivo, che poi mensilmente dovranno essere rivisitati e quadrati in base alle registrazioni contabili e alla imputazione dei costi per natura/destinazione come sopra indicato.

Il calcolo del MOL, come indicato, viene effettuato come differenza tra i **ricavi generati da ogni servizio svolto** e i **costi imputati** alla stessa, rivenienti dal mezzo utilizzato che ha assorbito su di sé i seguenti costi:

- costo del personale impiegato
- costo della gestione dei mezzi
- costo del carburante
- tutti i costi indiretti imputati al mezzo

La totale imputazione dei costi ad ogni mezzo e la successiva gestione dei costi del mezzo che vengono imputati, in base alla propria attività svolta (in relazione ai km effettuati, rivenienti dal sistema di Gestione Linee), a ogni servizio svolto, evidenzia come l'**applicazione dell'ABC (Activity Based Costing)** sia possibile e, forse sia l'unica possibilità operativa, nell'ambito di un'azienda di trasporti. Alla fine di ogni mese, quando si avranno i dati contabili corretti, con la relativa analisi per natura e per destinazione del costo, il sistema di Controllo di Gestione che ha generato dei MOL giornalieri e un MOL mensile, confronterà automaticamente quanto riveniente dal sistema "ex ante" con i dati corretti derivanti dalla contabilità (costo mensile dipendente corretto e non stimato; costo del carburante mensile corretto e non stimato; costo delle manutenzioni corrette e non stimate; ecc.).



A questo punto dovranno essere verificati e analizzati gli scostamenti dalla somma dei MOL giornalieri a quello calcolato su base mensile; compreso il motivo degli scostamenti, dovranno essere apportate le opportune modifiche al software per poter generare un dato più corretto.

L'ultimo passo, successivo al calcolo del MOL, sarà quello di "riaddebitare" alle linee di business i **Costi Gestionali Generali**, e tutti i costi della gestione non caratteristica dell'azienda, per ottenere il risultato di esercizio.

Tale operazione dovrà essere svolta con dei driver di ribaltamento opportuni per generare, in un unico report, i conti economici per servizio svolto che sommati siano in grado di dare il risultato definitivo mensile dell'azienda.

Conclusioni

Come sopra evidenziato, con le opportune accortezze, in una società di trasporti, grazie all'ABC, si è in grado di ottenere la marginalità per servizio svolto, per singolo viaggio e per ogni singola attività, perfezionando quelli che sono i costi diretti e indiretti relativi ai mezzi utilizzati.

Partendo da una verifica della tipologia di costo e alla loro gestione si generano quindi dei costi standard per la generazione delle chiusure giornaliere, che verranno poi confrontate con i costi rivenienti dalla contabilità industriale a fine mese e questo permetterà di ottenere, in un sistema ERP unico, una reportistica di analisi del risultato mensile sia come somma di risultati giornalieri già dal primo giorno del mese, ma anche a verifica di quanto prodotto come analisi dei dati contabili al momento della chiusura contabile del mese (generalmente il 15 di ogni mese).

Ai risultati ottenuti, dal punto di vista contabile, si possono poi associare tutti gli altri costi e generare quello che è definito il **Conto Economico Aziendale** riveniente dalla somma dei conti economici per servizio svolto e inoltre avere tutta una serie di strumenti e report (verifiche dei consumi del gasolio, verifiche delle attività svolte, verifica dei chilometri "a vuoto", verifica dei costi e ricavi per km, ecc.) per poter muovere le giuste leve per generare sempre maggior marginalità nei servizi svolti.

Edizione a cura di:



ASFIM
CREA VALORE ALL'IMPRESA

SFC **Strategia Finanza e Controllo**

P E R I O D I C O D I R E T T O D A A N T O N I O S O F I A