

UNIVERSITÀ DEL PIEMONTE ORIENTALE  
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA E SCIENZE POLITICHE,  
ECONOMICHE E SOCIALI

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA,  
MANAGEMENT E ISTITUZIONI

TESI DI LAUREA

**FIRM LIFE CYCLE THEORIES, SCELTE STRATEGICHE E CRISIS  
MANAGEMENT: EVIDENZE DA UN'ICONA ITALIANA, LA  
BORSALINO E FRATELLO S.P.A.**

Relatrice:

Chiar.ma Prof.ssa Clementina Bruno

Correlatore:

Chiar.mo Prof. Stefano Ambrosini

Candidato:

Filippo Cavanna

ANNO ACCADEMICO 2023/2024

# SOMMARIO

PREFAZIONE.....	1
PARTE I: LIFE-CYCLE THEORIES, SCELTE STRATEGICHE E INNOVAZIONE .....	2
CAPITOLO 1: L'IMPRESA NEL SISTEMA ECONOMICO.....	2
1.1 L'IMPRESA IMMERSA NEL SUO AMBIENTE .....	2
1.1.1 <i>Definizione di impresa</i> .....	2
1.1.2 <i>L'impresa come sistema</i> .....	3
1.1.3 <i>Definizione di ambiente</i> .....	4
1.1.4 <i>Relazioni tra l'impresa e l'ambiente</i> .....	9
1.2 LA TEORIA DELLO SVILUPPO ECONOMICO DI SCHUMPETER .....	10
1.3 LA TEORIA DELL'IMPRESA DI MARSHALL .....	12
1.4 RELAZIONE TRA L'IMPRESA E L'INDUSTRIA.....	14
1.4.1 <i>Il paradigma Structure-Conduct-Performance</i> .....	15
CAPITOLO 2: LIFE CYCLE THEORIES.....	17
2.1 DEFINIZIONE ECONOMICA .....	17
2.2 PRODUCT LIFE CYCLE .....	18
2.2.1 <i>Esempi</i> .....	21
2.3 INDUSTRY LIFE-CYCLE THEORY .....	22
2.3.1 <i>Esempi</i> .....	24
2.4 FIRM LIFE-CYCLE THEORY .....	25
2.4.1 <i>Esempi</i> .....	29
2.4.2 <i>Il ciclo di vita come framework per comprendere le imprese</i> .....	32
2.4.3 <i>Nuove metodologie per definire gli stadi del ciclo di vita di un'impresa</i> .....	34
2.4.3.1 Utilizzare un nuovo metodo di classificazione: il valore aziendale .....	34
2.4.3.2 Utilizzare i patterns del flusso di cassa come proxy .....	37
2.4.4 <i>la Finanza Aziendale lungo il ciclo di vita dell'impresa</i> .....	41
2.4.4.1 Costo del debito .....	41
2.4.4.2 La teoria del ciclo di vita dei dividendi .....	46
2.4.5 <i>Struttura proprietaria: decisione di quotarsi in borsa</i> .....	48
2.4.6 <i>Decidere di innovare</i> .....	50
2.4.7 <i>Fallimento dell'impresa e il dilemma esplorazione/sfruttamento</i> .....	52
2.4.8 <i>Firm life-cycle e rendimenti azionari: un modello predittivo</i> .....	56
CAPITOLO 3: LE STRATEGIE D'IMPRESA .....	70
3.1 NOZIONE DI STRATEGIA.....	70
3.1.1 <i>Strategia di attacco</i> .....	72
3.1.2 <i>Strategia di difesa</i> .....	74
3.2 L'ANALISI STRATEGICA .....	76
3.3 I MODELLI STRATEGICI .....	77
3.3.1 <i>La catena del valore</i> .....	77
3.3.2.1 Attività primarie .....	79
3.3.2.2 Attività di supporto.....	80
3.3.2 <i>Il sistema verticale del valore</i> .....	81
3.4 LE STRATEGIE COMPETITIVE .....	83
3.4.1 <i>Il vantaggio competitivo di costo</i> .....	83
3.4.2 <i>Il vantaggio competitivo di differenziazione</i> .....	84
3.4.3 <i>Il vantaggio competitivo basato sulla focalizzazione</i> .....	84
3.5 MISURARE IL VANTAGGIO COMPETITIVO .....	86
3.5.1 <i>Indicatori di natura finanziaria</i> .....	86
3.5.2 <i>Indicatori di natura non finanziaria</i> .....	88
3.6 IL MANAGEMENT STRATEGICO .....	90
3.6.1 <i>Strumenti di analisi strategica</i> .....	90
3.6.1.1 Analisi SWOT .....	90

3.6.1.2 Analisi PESTEL .....	92
3.6.1.3 Il modello delle 5 forze di Porter.....	94
<b>CAPITOLO 4: L'INNOVAZIONE NEL SISTEMA-IMPRESA.....</b>	<b>96</b>
<b>4.1 NOZIONE DI INNOVAZIONE .....</b>	<b>96</b>
<b>4.2 LE FONTI DELL'INNOVAZIONE.....</b>	<b>98</b>
<b>4.3 IL CONCETTO DI INNOVAZIONE NELLE IMPRESE .....</b>	<b>100</b>
<b>4.4 LE TIPOLOGIE DI INNOVAZIONE .....</b>	<b>102</b>
<b>4.5 INNOVAZIONE COME PROCESSO .....</b>	<b>104</b>
<b>4.6 I DRIVER DELL'INNOVAZIONE .....</b>	<b>106</b>
<b>4.6.1 Fattori socioeconomici .....</b>	<b>106</b>
<b>4.6.2 L'evoluzione della legislazione .....</b>	<b>107</b>
<b>4.6.3 La tecnologia.....</b>	<b>107</b>
<b>4.6.3 La crisi.....</b>	<b>108</b>
<b>4.7 INNOVAZIONE E SOSTENIBILITÀ .....</b>	<b>109</b>
<b>4.8 PERCHÉ INNOVARE PER SUPERARE LA CRISI .....</b>	<b>112</b>
<b>4.8.1 Adattarsi ai cambiamenti .....</b>	<b>112</b>
<b>4.8.2 Alcune evidenze .....</b>	<b>114</b>
<b>PARTE II: CRISIS MANAGEMENT E CENNI SULLA NORMATIVA ITALIANA .....</b>	<b>116</b>
<b>CAPITOLO 5: LA CRISI AZIENDALE .....</b>	<b>116</b>
<b>5.1 DEFINIZIONE .....</b>	<b>116</b>
<b>5.2 TIPOLOGIE DI CRISI.....</b>	<b>118</b>
<b>5.2.1 Crisi da inefficienza/inefficacia .....</b>	<b>118</b>
<b>5.2.2 Crisi da mancata innovazione .....</b>	<b>119</b>
<b>5.2.3 Crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale.....</b>	<b>120</b>
<b>5.2.4 Crisi causata dal passaggio generazionale .....</b>	<b>121</b>
<b>5.2.5 Crisi causata da fattori macroeconomici .....</b>	<b>122</b>
<b>5.3 PERFORMANCE MANAGEMENT COME STRUMENTO PER PREVENIRE LA CRISI .....</b>	<b>124</b>
<b>5.3.1 La piramide SMART di Lynch e Cross.....</b>	<b>125</b>
<b>5.3.2 Il prisma delle performance .....</b>	<b>128</b>
<b>5.3.3 Lo Skandia Navigator.....</b>	<b>130</b>
<b>CAPITOLO 6: INTRODUZIONE ALLA NORMATIVA ITALIANA SULLA CRISI D'IMPRESA ....</b>	<b>132</b>
<b>6.1 FONTI DEL DIRITTO DELLA CRISI E DELL'INSOLVENZA E LA LORO EVOLUZIONE STORICA.....</b>	<b>132</b>
<b>6.2 DEFINIZIONE DI PROCEDURA E ISTITUTO CONCURSALE .....</b>	<b>135</b>
<b>6.2.1 Le principali procedure disciplinate dalla normativa italiana .....</b>	<b>136</b>
<b>6.2.2 Presupposto soggettivo dei vari istituti concorsuali.....</b>	<b>137</b>
<b>6.2.3 Presupposto oggettivo: insolvenza e crisi .....</b>	<b>138</b>
<b>CAPITOLO 7: STRUMENTI DI REGOLAZIONE DELLA CRISI E PROCEDURE CONCURSUALI PRINCIPALI.....</b>	<b>140</b>
<b>7.1 GLI ACCORDI .....</b>	<b>140</b>
<b>7.1.1 Accordi in esecuzione di piani attestati di risanamento .....</b>	<b>140</b>
<b>7.1.2 Accordi di ristrutturazione dei debiti .....</b>	<b>142</b>
<b>7.2 CONCORDATO PREVENTIVO .....</b>	<b>144</b>
<b>7.2.1 Finalità e tipologie.....</b>	<b>144</b>
<b>7.2.2 Presupposti e piano di concordato.....</b>	<b>145</b>
<b>7.2.3 Omologazione e principi generali.....</b>	<b>146</b>
<b>7.3 LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE.....</b>	<b>147</b>
<b>7.3.1 Presupposti e organi della procedura .....</b>	<b>147</b>
<b>7.3.2 Gestione del patrimonio e modalità di liquidazione .....</b>	<b>148</b>
<b>7.3.3 Esercizio dell'impresa e affitto dell'azienda .....</b>	<b>149</b>
<b>PARTE III: METODOLOGIA DI ANALISI E SUA APPLICAZIONE: LA BORSALINO E FRATELLO S.P.A.....</b>	<b>150</b>
<b>CAPITOLO 8: LA BORSALINO E FRATELLO S.P.A.....</b>	<b>150</b>

8.1 DESCRIZIONE DELL'AZIENDA.....	150
8.2 SETTORE DI APPARTENENZA .....	151
8.3 NASCITA E SVILUPPO .....	152
8.4 ESPANSIONE NEL MERCATO AMERICANO.....	153
8.5 DIVENTARE UN'ICONA: IL RUOLO DELLA PUBBLICITÀ .....	155
8.6 IL RICAMBIO GENERAZIONALE E I PROBLEMI AD ESSO CORRELATI .....	157
8.7 I CONTINUI CAMBI DI PROPRIETÀ FINO ALLA RINASCITA: IL RUOLO DEL PRIVATE EQUITY.....	159
<b>CAPITOLO 9: METODOLOGIA DI ANALISI PROPOSTA.....</b>	<b>160</b>
9.1 IL FRAMEWORK.....	160
9.1.1 Fase 1: <i>Analisi storica e contestuale</i> .....	161
9.1.2 Fase 2: <i>Definizione del sistema-impresa</i> .....	162
9.1.3 Fase 3: <i>Definizione del Ciclo di Vita dell'Impresa</i> .....	162
9.1.4 Fase 4: <i>Analisi per Esercizio Sociale</i> .....	163
9.1.5 Fase 5: <i>Valutazione della Condizione Aziendale</i> .....	168
9.1.6 Fase 6: <i>Implementazione strumenti di prevenzione della crisi</i> .....	169
9.1.7 Fase 7: <i>Gestione della Crisi (Solo se Applicabile)</i> .....	169
9.1.8 Fase 8: <i>Conclusioni e valutazione complessiva</i> .....	170
<b>CAPITOLO 10: APPLICAZIONE DEL FRAMEWORK DI ANALISI ALL'AZIENDA BORSALINO E FRATELLO S.P.A.....</b>	<b>171</b>
10.1 ANALISI STORICA E CONTESTUALE .....	172
10.2 DEFINIZIONE DEL SISTEMA-IMPRESA .....	174
10.3 DEFINIZIONE DEL CICLO DI VITA DELL'IMPRESA.....	178
10.4 ANALISI PER ESERCIZIO SOCIALE.....	180
10.4.1 <i>Analisi delle Strategie Aziendali</i> .....	180
10.4.2 <i>Analisi PESTEL dell'Ambiente Esterno</i> .....	182
10.4.3 <i>Sintesi strategica con l'Analisi SWOT</i> .....	184
10.4.4 <i>Analisi Finanziaria</i> .....	185
10.5 VALUTAZIONE DELLA CONDIZIONE AZIENDALE .....	192
10.6 IMPLEMENTAZIONE STRUMENTI DI PREVENZIONE DELLA CRISI.....	194
10.6.1 <i>Piramide SMART (Modello di Lynch e Cross)</i> .....	194
10.6.2 <i>Skandia Navigator</i> .....	196
10.6.3 <i>Prisma delle Performance</i> .....	197
10.7 GESTIONE DELLA CRISI .....	199
10.8 CONCLUSIONI E VALUTAZIONE COMPLESSIVA.....	200
<b>CONCLUSIONI GENERALI DELLA DISSERTAZIONE .....</b>	<b>202</b>
<b>RINGRAZIAMENTI.....</b>	<b>204</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>205</b>
<b>SITOGRAFIA .....</b>	<b>219</b>
<b>APPENDICE A: CODICE PYTHON MODELLO LSTM.....</b>	<b>220</b>
<b>APPENDICE B: CODICE PYTHON MODELLO PROPHET .....</b>	<b>225</b>
<b>APPENDICE C: RISULTATI PREVISIONI MERCATO AZIONARIO CON I MODELLI PROPOSTI NELLA PRESENTE DISSERTAZIONE .....</b>	<b>228</b>
<b>APPENDICE D: SOFTWARE DELFI.....</b>	<b>242</b>
<b>APPENDICE E: SCHEMI DI BILANCIO BORSALINO E FRATELLO S.P.A. (1953-1962-1973) .....</b>	<b>243</b>

## **PREFAZIONE**

La presente dissertazione si pone l'ambizioso obiettivo di comprendere le cause che portarono al declino della Borsalino e Fratello Società per Azioni (S.p.a.), analizzando le scelte strategiche effettuate e la gestione della crisi d'impresa, fornendo anche una breve analisi del quadro normativo italiano, compreso quello passato a cui l'azienda era soggetta. Il presente lavoro, in questo modo, vuole fornire un framework<sup>1</sup> per analizzare le aziende attraverso la definizione del ciclo di vita dell'impresa, l'analisi delle strategie intraprese, le innovazioni introdotte e il ruolo del contesto; per fare ciò verrà analizzata la principale letteratura accademica internazionale inerente agli argomenti trattati e fonte di analisi. Il protocollo di analisi che si vuole fornire sarà quindi basato su teorie economiche e manageriali esistenti e per questo validate nel corso degli anni dalla comunità scientifica. Questa decisione garantirà di conseguenza la validità del protocollo stesso, il valore aggiunto che quindi si sta cercando di fornire è da ricercare nel metodo di applicazione delle teorie, nella scelta di quelle più adatte, nell'introduzione di un ordine nell'applicazione delle stesse ed infine nella sistematicità e sequenzialità. L'approccio all'analisi parte dalla definizione di impresa e dalla definizione di ambiente, inteso come sistema economico in cui l'impresa è immersa, così da carpire le relazioni che intercorrono tra di essi. Successivamente verrà analizzata la letteratura in ambito del ciclo di vita dell'impresa, definendo più in generale tutte le life-cycle theories in ambito di business analysis, fino ad approfondire alcune tecniche per la definizione quantitativa del ciclo stesso. Successivamente si procederà all'analisi delle strategie e dei modelli di management strategico, all'analisi delle innovazioni interpretate come processo aziendale, al suo ruolo nella prevenzione della crisi e nella sua mitigazione, per poi annoverare le maggiori cause del declino aziendale, così da fornire un quadro il più completo possibile. L'elaborato sarà quindi diviso in tre parti; nella prima verrà analizzata la letteratura economica e manageriale, prima introdotta; nella seconda parte il quadro normativo italiano, ed infine nella terza parte verrà riassunto il framework introdotto con la presente dissertazione e applicato nell'analisi del caso operativo: la Borsalino e Fratello Società per Azioni (S.p.a.).

---

<sup>1</sup> Con il termine Framework in questo elaborato si intende, un modello di analisi di riferimento, una metodologia, o per meglio dire un protocollo di analisi; una struttura base, che servirà d'ausilio, a chi in futuro vorrà approcciarsi alle tematiche trattate nella presente dissertazione, il significato quindi non è da ricercarsi nella terminologia informatica, bensì nell'uso che viene fatto nella letteratura economico-gestionale.

# **Parte I: Life-cycle theories, scelte strategiche e innovazione**

## **CAPITOLO 1: L'IMPRESA NEL SISTEMA ECONOMICO**

In questo capitolo si intende fornire una definizione di impresa e di ambiente, per poi esplicitare le relazioni che intercorrono fra di essi, formando un sistema: il sistema economico. Dopodiché verrà analizzato il sistema così composto, e il suo sviluppo nel tempo, attraverso le teorie di Alfred Marshall e di Josef Schumpeter, in fine verrà fornita una breve analisi del paradigma Structure-Conduct-performance, che permetterà poi di applicare nella pratica le teorie analizzate, attraverso il framework che si vuole proporre con questo elaborato.

### **1.1 L'impresa immersa nel suo ambiente**

Per poter comprendere il concetto di impresa e ambiente, si vuole fornire una metafora introduttiva: possiamo pensare all'immagine di una imbarcazione a vela (il sistema impresa) immersa nell'oceano (ambiente). L'imbarcazione sarà soggetta alle forze delle correnti (ambiente generale) ed essendo a vela anche alle forze del vento (ambiente specifico), L'imbarcazione composta dai vari membri dell'equipaggio (funzioni aziendali) darà inizio ad un processo decisionale (relazioni interne al sistema-impresa) per decidere la rotta migliore dopo aver preso atto delle condizioni del vento e delle correnti (analisi Ambientale), per poter raggiungere la destinazione prescelta (Vision dell'impresa), successivamente i membri dell'equipaggio metteranno in atto le decisioni attraverso la tattica stabilita (Mission dell'impresa).

#### **1.1.1 Definizione di impresa**

Le definizioni di impresa sono molteplici, e variano sulla base della prospettiva di analisi: economica, sociale, tecnica o ingegneristica. Generalizzando, la definizione più semplice e adatta a ogni tipo di analisi vede l'impresa come un'organizzazione produttiva che trasforma degli input in output (Carlton e Perloff, 2005), in cui come input si intendono i fattori di produzione, lavoro e capitale: sia finanziario sia tecnico, e come output, i prodotti o servizi immensi sul mercato. In questo senso l'impresa è vista come una scatola nera, dove a ogni scatola è associato un oggetto matematico, vale a dire una funzione di produzione (Cabral, 2017); questa visione è tipica dell'economia industriale, in questa visione l'impresa viene vista come un'entità che cerca di massimizzare il profitto, ma in vero ormai non è più così, oggi oltre alla massimizzazione del profitto, ci sono altri fattori: la cosiddetta responsabilità sociale

dell'impresa (CSR), che porta a vedere l'impresa come un contribuente (Magatti, 2017). In questo senso l'impresa non è oggetto di interesse solamente in quanto contribuisce al gettito fiscale, essendo di fatto un contribuente, ma offre un qualcosa in più alla comunità, in questo senso l'azienda crea valore non solo per se stessa ma per tutti gli stakeholder, e non solo per gli shareholder, come la vecchia visione aziendale tendeva a esternare; per questo si rende necessario definire l'impresa in modo diverso sulla base dell'analisi che si vuole fare. La definizione sopra citata non è quindi da considerarsi superata e anzi è molto utile per certi livelli di approfondimento, ma meno per altri, di seguito si offrirà una visione diversa e utile ai fini dell'analisi che si vuole proporre nel presente elaborato.

### **1.1.2 L'impresa come sistema**

Come detto nel sotto paragrafo precedente la definizione che si è fornita di impresa, tende a definirla come una scatola nera, senza indagare sull'integrazione interna, che però risulta fondamentale per una corretta comprensione, ecco perché è utile e doveroso vedere l'azienda anche come un sistema. Con sistema si intende che i vari elementi che compongono l'impresa e ne garantiscono la struttura e il funzionamento, sono legati fra loro da relazioni di interdipendenza (Brusa, 2013). Per comprendere questo concetto basti pensare alle persone che lavorano in un'azienda, esse infatti non lavorano da sole, ma in gruppo, ognuno svolge il suo compito all'interno di un team, questo è molto importante per poter creare un valore maggiore; secondo la concezione olistica, infatti, il tutto è maggiore della somma delle sue parti e credo che questo parallelismo esemplifichi alla perfezione quello che si vuole rappresentare con definizione di impresa come sistema. Il sistema Impresa così delineato possiede i seguenti attributi (Culasso, 2000):

- Sociale: in quanto al servizio della società;
- Economico: in quanto è finalizzato a soddisfare bisogni impiegando risorse limitate;
- Aperto: poiché è in costante rapporto con l'ambiente esterno;
- Dinamico: si evolve in perpetuo;

Il sistema-impresa è composto da due pilastri: l'elemento umano e i mezzi tecnici.

L'elemento umano rappresenta in generale le risorse umane, e quindi gli individui e la loro organizzazione; i mezzi tecnici invece rappresentano gli strumenti materiali e il know-how necessari allo svolgimento delle attività oggetto dell'impresa; di conseguenza si considera concretizzata l'attività d'impresa, quando l'elemento umano attiva i mezzi tecnici. L'elemento

umano, dunque, compie azioni sul capitale per dare vita al processo di produzione di beni e servizi, generando un'intricata rete di relazioni, su entrambi i fronti del sistema-impresa, ovvero le relazioni intercorrono sia tra gli elementi stessi del sistema, sia tra il sistema e l'ambiente in cui è immerso (Culasso, 2000). In questo senso parleremo di sistema come unico<sup>2</sup> ed unitario<sup>3</sup>, nonostante sia costituito da una molteplicità di elementi e nonostante sia in continua evoluzione; infatti, ad un'attenta osservazione si può notare che tutte le azioni economiche, seppur molteplici e poste in essere in momenti temporali differenti, sono parte di un'unica coordinazione di attività economiche, orientate ad un determinato fine (Zappa, 1950).

### 1.1.3 Definizione di ambiente

Con Ambiente intendiamo tutte le condizioni generali di contesto che circondano l'azienda (Brusa, 2013). Il sistema azienda riceve quindi dall'ambiente una serie di input, come opportunità<sup>4</sup>, vincoli<sup>5</sup>, risorse e ogni altro tipo di condizionamento. Gli input possono essere comuni a tutte le imprese che operano nello stesso contesto territoriale, in questo caso si parla di Ambiente Generale; oppure possono essere specifici di un singolo settore e di un singolo mercato in cui la data impresa opera, in questo caso si definisce Ambiente Specifico.

L'ambiente generale si può suddividere in base agli aspetti di influenza, in 4 dimensioni (Brusa, 2013):

1. Politico-legislativo: L'ambiente politico-legislativo di un'azienda comprende due aspetti fondamentali: I. l'assetto istituzionale e la situazione politica del Paese in cui opera e II. le norme che regolano la struttura e il funzionamento delle imprese aziende (Brusa, 2013). La prima prospettiva prende il nome di "Clima Paese", il quale dipende dal sistema elettorale e dai fattori storico-culturali, influenzando la qualità e i comportamenti politici, che di conseguenza hanno un effetto sulla stabilità economica del sistema-paese. Per esempio, un'alta litigiosità politica e una mancanza di visione a lungo termine, può diminuire l'attrattiva di investimenti stranieri e la difficoltà di crescita delle imprese nazionali. La seconda prospettiva riguarda invece le norme che direttamente influenzano il comportamento delle imprese, e sono principalmente quelle di natura fiscale e societaria, ma anche leggi specifiche per industria.

---

<sup>2</sup> Rappresenta l'unità nel tempo.

<sup>3</sup> Rappresenta l'unità nello spazio.

<sup>4</sup> Presenza di circostanze o eventi favorevoli alla strategia aziendale.

<sup>5</sup> Presenza di circostanze o eventi che limitano le azioni e che potrebbero rivelarsi sfavorevoli alla strategia aziendale in atto.



2. Economico: L'ambiente economico è strettamente legato a quello politico-legislativo; infatti, le scelte politiche possono incentivare o disincentivare l'iniziativa privata, ed è perciò imprevedibile e difficilmente assoggettabile ad una valutazione quantitativa e oggettiva. Perciò nella presente dissertazione si farà riferimento all'ambiente macroeconomico, quantificabile e valutabile attraverso i principali indicatori, come:
- a. il prodotto interno lordo (PIL) e il suo tasso percentuale di crescita;
  - b. il rapporto tra deficit pubblico e PIL;
  - c. il rapporto tra debito pubblico e PIL;
  - d. l'indice generale dei prezzi al consumo (HICP), con il quale si misura il livello dell'inflazione;
  - e. il costo del denaro, espresso dal tasso d'interesse deciso dalle Autorità monetarie centrali (ad esempio dalla Banca Centrale Europea o BCE) e rappresentato dal tasso di rifinanziamento interbancario EURIBOR per la zona euro.
  - f. il tasso di cambio della valuta nazionale (ad esempio l'euro) nei confronti delle altre principali valute (ad esempio il dollaro);
  - g. il cosiddetto "spread", cioè la differenza di rendimento tra i titoli di stato nazionali (ad esempio i BTP decennali) e analoghi titoli di stato di altri Paesi, assunti a modello di riferimento (per esempio i Bund tedeschi).

Alcune di queste variabili come l'HICP, il PIL e il Costo del denaro inteso nell'area euro come il tasso di finanziamento interbancario (EURIBOR<sup>6</sup> nell'area euro), viene racchiuso in quello che prende il nome di ciclo Juglar<sup>7</sup> o ciclo macroeconomico, in vero i cicli macroeconomici sono molteplici, ma in questo elaborato ci riferiamo soltanto a questo, in quanto risulta essere maggiormente funzionale all'analisi empirica che si affronterà nella terza parte. Di seguito il grafico in figura 1.1 mostra come le tre variabili sono interdipendenti, questo accade perché quando c'è una fiammata inflazionistica e l'economia "corre troppo", i tassi di: rifinanziamento

---

<sup>6</sup> L'Euribor (Euro Interbank Offered Rate) rappresenta, quindi il tasso al quale le banche dell'Eurozona si prestano denaro tra loro a breve termine.

<sup>7</sup> Il Ciclo Juglar è la sintesi della teoria monetaria di Juglar e Hawtre, i quali hanno teorizzato che le fasi di crescita del ciclo macroeconomico sono dovute ad una politica monetaria espansiva, mentre le successive fasi di recessione sono causate da una restrizione delle riserve bancarie: in quanto le banche hanno minor liquidità disponibile da prestare.

principale (MROS)<sup>8</sup> e sui depositi overnight<sup>9</sup>, vengono aumentati progressivamente causando un aumento del tasso EURIBOR. Queste attività di controllo sull'offerta di moneta sono messe in atto dalle banche centrali per tenere sotto controllo il tasso di inflazione, ecco perché si parla di recessione indotta e di collegamento tra l'offerta di moneta e la crescita economica.

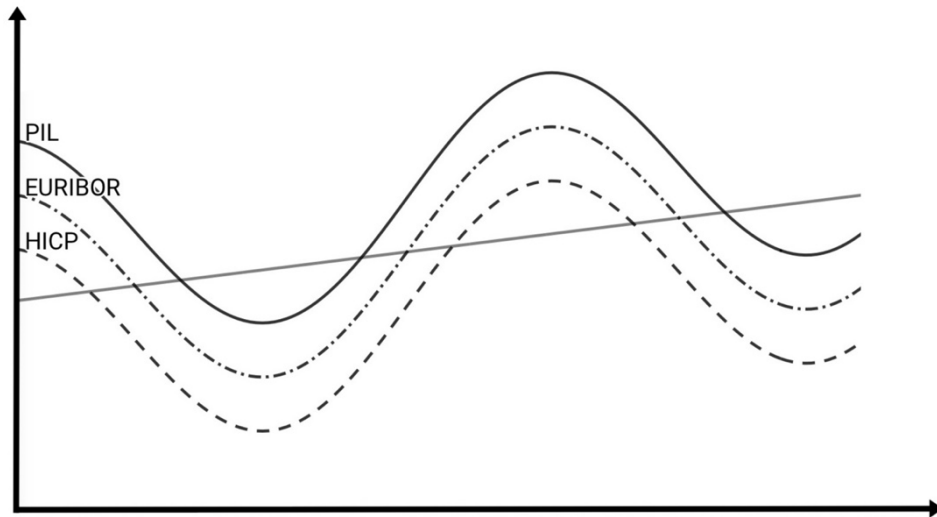


Figura 1.1: Rappresentazione grafica Ciclo Juglar, Fonte: Elaborazione propria.

Il grafico rappresenta la seguente forma funzionale parametrica che più si avvicina alla rappresentazione del ciclo Juglar:

$$f(x) = x + \sin(\alpha) + \cos(\alpha) \sin(x)$$

Il parametro Alfa, fissato a 0,1 da chi scrive, rappresenta un'approssimazione di adattamento della funzione alla situazione reale. Il parametro è stato fissato attraverso una valutazione grafica visiva, ma ovviamente tramite un'analisi econometrica si potrebbe ottenere una approssimazione migliore; tuttavia, nel presente elaborato non si andrà oltre, in quanto si trascenderebbe l'area di analisi

<sup>8</sup> Rappresenta il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali eseguite dalla BCE.

<sup>9</sup> Il concetto di deposito overnight deriva dal concetto di moltiplicazione dei depositi e dalla necessità quindi delle banche di avere una riserva obbligatoria, così come dal concetto di liquidità, infatti sebbene tutte le banche siano solvibili altrimenti andrebbe incontro alle relative procedure concorsuali, potrebbero essere illiquidite e quindi avere la necessità di scambiarsi moneta, oppure averne in eccesso, ecco per questi motivi esiste il concetto di tasso di rifinanziamento interbancario e di deposito overnight, ovviamente il tutto è molto più complicato, ma in quest'elaborato non si andrà oltre, e si eviterà quindi di parlare del funzionamento dei sistemi ancillari e del sistema Target2 per il funzionamento delle transazioni.

proposta. La formula sarà poi ripresa nella terza parte come metodo di paragone e ausilio alla determinazione del ciclo di vita dell'impresa.

3. Ambiente socioculturale: Questo ambiente riguarda aspetti legati alla società, come il profilo demografico, il livello di istruzione, il tasso di occupazione e la cultura in senso sociologico (Brusa, 2013). È evidente come la struttura demografica possa incidere sulle imprese, infatti in un paese con un numero maggiore di giovani come per esempio nei paesi emergenti, il tasso di crescita dei consumi sarà sensibilmente più alto che nei paesi con una popolazione prevalentemente anziana. Il grado di istruzione influenza poi la tipologia dei consumi: i prodotti ecosostenibili e a basso impatto ambientale sono spesso preferiti da chi ha un grado di istruzione tale da renderlo consapevole delle proprie scelte. Il tasso di occupazione influenza la prospettiva dei giovani: un giovane senza occupazione sarà meno propenso ad avere figli e ad investire pensando al futuro, avrà una visione più a breve termine, di “sopravvivenza”, influenzando anche l'andamento demografico. Infine, la cultura può essere intesa come l'insieme di valori etici condivisi da una società, di seguito alcuni esempi:
  - a. La distanza dal potere: indicatore di quanto una società accetta che il potere sia distribuito in modo diseguale; per esempio, in Francia la distanza dal potere è molto alta; infatti, ci sono molti modelli organizzativi piuttosto accentrati.
  - b. l'avversione all'incertezza: indica la misura in cui una società si sente minacciata da situazioni incerte e ambigue, e quindi in un certo senso indica anche la propensione al rischio. Per esempio, dove l'avversione all'incertezza è bassa, come negli USA, la propensione al rischio è alta.
  - c. l'individualismo: indica la misura in cui in una società si palesa il senso di appartenenza al gruppo;
  - d. la "mascolinità": la misura in cui in una società prevalgono valori come il successo, l'efficienza, il denaro oppure, all'opposto, la solidarietà, la qualità della vita, l'eguaglianza, più l'indicatore della “mascolinità” sarà alto e più prevarranno i primi tre.
4. Tecnologico: La dimensione tecnologica può essere suddivisa in due piani, quello ambientale e quello aziendale. Sul piano aziendale identifichiamo le conoscenze e competenze tecniche e tutti gli strumenti necessari a produrre un dato bene o servizio e a gestire i processi aziendali (Brusa, 2013). A livello di ambiente invece dobbiamo intendere la dimensione tecnologica come l'insieme delle innovazioni tecnico-scientifiche, introdotte da enti di ricerca e imprese, messe poi a disposizione dell'intera

collettività. Questa dimensione è in continua evoluzione, ma ciò non significa che i bisogni delle persone siano completamente diversi dal passato: alcuni concetti, come per esempio il trasporto ferroviario, fondamentale ancora oggi, è sempre basato sui binari ferroviari costruiti in passato; lo stesso vale per le rilevazioni contabili, ancora oggi sono basate sul concetto della partita doppia, introdotto secoli fa. Ciò che cambia e che si evolve continuamente è quindi la tecnica, oggi i treni si muovono grazie all'elettricità mentre in passato con il vapore, le rilevazioni contabili una volta erano eseguite su supporti cartacei, mentre ad oggi su supporto digitale. Le innovazioni tecniche possono essere sia di prodotto, sia di processo: per ritornare all'esempio del treno, l'introduzione del motore elettrico è un'innovazione di prodotto, il prodotto è cambiato. L'innovazione di processo invece la possiamo osservare se pensiamo ai fast-food, l'esempio classico è McDonald, il prodotto è sempre lo stesso, gli hamburger e i frullati esistevano già da tempo, ma dalla fase di ordinazione alla fase di consegna del prodotto trascorrevano un lasso di tempo notevolmente superiore a quello odierno, mentre oggi il lead time<sup>10</sup> nei fast-food è molto più ridotto, questa è un'innovazione di processo. Le innovazioni di prodotto e di processo possono anche avvenire insieme, basti pensare alle automobili, oggi sia i processi produttivi sia le autovetture in sé sono molto diversi dal passato.

Come si può notare tra le 4 dimensioni non è stata inserita quella più intuitiva: la dimensione dell'ambiente naturale, o *environnement*, nonostante ad oggi sia di notevole influenza per il comportamento delle imprese, ma questa non è una dimenticanza, infatti a ben vedere, è già incorporata nella dimensione politico-legislativa e nella dimensione sociale.

L'ambiente specifico invece può essere analizzato sotto due gradi di dettaglio: Settore e mercato, dove per settore intendiamo un insieme di imprese o organizzazioni che condividono simili processi produttivi o mercati (Porter, 1985), mentre per mercato, in questo caso relativo ad una singola impresa, l'insieme di clienti e concorrenti rilevanti per la sua strategia (Kotler, 1991).

---

<sup>10</sup> Il termine lead time viene utilizzato per indicare il tempo di completamento di un processo, in questo caso il tempo che intercorre tra la fase di ordinazione e quella di consegna.

#### **1.1.4 Relazioni tra l'impresa e l'ambiente**

L'impresa è in costante comunicazione con il suo ambiente, che in questo paragrafo suddivideremo in ambiente esterno ed ambiente interno (Porter, 1980), infatti come scritto precedentemente, il sistema impresa è un'intricata rete di relazioni che intercorrono sia all'interno del sistema (ambiente interno) sia all'esterno del sistema (ambiente esterno).

Questo continuo scambio di input porta l'impresa a generare un continuo flusso di output da trasmettere all'ambiente esterno.

Gli input che riceve dall'ambiente esterno sono i fattori produttivi (capitale e materie prime) e flussi di informazioni, come norme di legge, vincoli ambientali, cambiamenti nei desideri dei clienti (da intendersi in questo caso sia di natura privata, il c.d. vero consumatore finale, sia di natura business), i quali devono essere necessariamente captati dal sistema impresa ed elaborati dall'ambiente interno, secondo la sua logica funzionale. Questi input rielaborati sono la base per la produzione economica di beni o servizi, i quali verranno poi trasmessi di nuovo all'ambiente esterno.

## 1.2 La teoria dello sviluppo economico di Schumpeter

Josef Schumpeter nel 1911 ha pubblicato “The Theory of Economic Development”, offrendo una nuova prospettiva sul processo di sviluppo economico, ridefinendo il ruolo dell’imprenditorialità e dell’innovazione, ecco perché pare doveroso riassumere i concetti principali così da fornire una base necessaria per spiegare correttamente il framework di analisi che si proporrà nella terza parte di questo elaborato.

Alla base dello sviluppo economico vi è l’innovazione che funge da motore per la crescita (Schumpeter, 1934). Innovazione che non deve essere limitata all’introduzione di nuovi prodotti, bensì si deve considerare innovazione anche l’introduzione di nuovi processi produttivi, l’apertura di nuovi mercati e l’utilizzo di nuove fonti di materie prime e la riorganizzazione dell’industria o del settore industriale (Schumpeter, 1934). Le fonti dell’innovazione sono quindi molteplici, Schumpeter stesso ne identifica 5: l’introduzione di un nuovo prodotto o di un nuovo metodo di produzione, l’apertura di nuovi mercati, la scoperta di nuove fonti di approvvigionamento e la riorganizzazione del settore. In questo paragrafo non si andrà oltre la semplice elencazione, in quanto nel capitolo 4 del presente elaborato si fornirà un quadro completo sull’argomento.

Il motore del cambiamento e della crescita economica è quindi l’innovazione e come intuibile l’agente che pone in essere questa innovazione è la figura dell’imprenditore (Schumpeter, 1934). In effetti, gli imprenditori sono tendenzialmente individui con una forte propensione al rischio: per definizione sopportano il rischio di impresa, percependo nuove opportunità, rompendo gli equilibri esistenti, grazie all’introduzione di innovazioni nel mercato (McCraw, 2007).

Gli imprenditori hanno tre caratteristiche fondamentali (Schumpeter, 1934):

1. Identificano e sfruttano nuove opportunità;
2. Raccolgono risorse e capitali per realizzare le loro idee;
3. Gestiscono il rischio e l’incertezza dell’introduzione di innovazioni nel mercato.

Tutto ciò si racchiude nel concetto di “Distruzione Creativa”: il processo in cui le vecchie strutture economiche e le tecnologie obsolete vengono rimpiazzate da quelle più efficienti (Schumpeter, 1942). Questa fase è fondamentale e assolutamente necessaria al fine di garantire un progresso economico e si può manifestare in tre modi (Schumpeter, 1942):

1. Declino delle imprese ormai obsolete perché non innovano o non riescono ad innovare;
2. Creazione di nuove industrie, intese come settori economici;

3. Trasformazione del mercato del lavoro: richiesta di professioni e competenze differenti e con una specializzazione diversa dal passato.

Questa visione dinamica dello sviluppo economico ha contribuito anche allo sviluppo della teoria dei cicli economici, evidenziando inoltre il ruolo del credito e delle banche.

In effetti senza un sistema finanziario efficiente ed efficace, le imprese e con esse gli imprenditori non potrebbero realizzare le innovazioni necessarie allo sviluppo economico (Schumpeter, 1934). Le banche, inoltre, permettono un'allocazione ottimale delle risorse, trasferendo risorse da chi è in surplus a chi è in deficit; poi supportano l'espansione delle imprese e stimolano la crescita economica, finanziando le innovazioni. L'innovazione e la crescita economica poi come si può facilmente intuire hanno anche un notevole impatto sulla struttura sociale: le innovazioni possono creare disoccupazione "tecnologica", ma allo stesso tempo offrire nuove opportunità di lavoro, basti pensare all'introduzione dell'automobile: ha ridotto la necessità di maniscalchi<sup>11</sup>, ma ha creato la nuova figura dell'addetto agli pneumatici. Al momento della stesura di questa dissertazione ci si pone il problema dell'impatto dell'intelligenza artificiale sul mercato del lavoro, tanto da essere una tematica al centro della legislazione internazionale; quindi, come si può intuire il pensiero di Schumpeter è più che mai attuale.

Le innovazioni possono poi cambiare la distribuzione del reddito, alcuni gruppi possono infatti beneficiare di maggior vantaggi rispetto ad altri, con la conseguente nascita di nuove classi sociali e di una riorganizzazione della società (Schumpeter, 1942).

Come testé scritto, ogni innovazione viene regolata da norme, che quindi influenzano il progresso economico (Freeman e Soete, 1997), non considerate però da Schumpeter.

In vero, la teoria stessa è stata criticata con il susseguirsi degli anni e ha generato la nascita di nuovi approcci come la teoria dell'innovazione endogena, che mette per l'appunto in risalto il ruolo delle politiche pubbliche (Aghion & Howitt, 1992).

Tuttavia, nel presente elaborato non verrà approfondita, in quanto non direttamente correlata all'argomento di discussione. Tuttavia, nel paragrafo seguente si fornirà una visione di crescita economica differente, osservata non più a livello di crescita economica generale, potremmo dire a livello macroeconomico, ma una visione più specifica utilizzando elementi propri della microeconomia.

---

<sup>11</sup> Artigiani specializzati nella ferratura dei cavalli.

### 1.3 La teoria dell'impresa di Marshall

La teoria dell'impresa di Alfred Marshall, descritta nel suo lavoro "Principi di Economia" pubblicato nel 1890 è alla base dell'economia industriale e della teoria del ciclo di vita dell'impresa.

Marshall stesso utilizzo una metafora per racchiudere in poche concise parole il concetto precipuo del suo pensiero, metafora che pare doveroso citare: "possiamo trovare qualcosa da imparare dagli arboscelli delle foreste che crescono e si innalzano in mezzo all'ombra dei più vecchi rivali. Molti soccombono nel cammino, pochi soltanto sopravvivono, ma questi pochi divengono ogni anno più forti, ottengono una quantità sempre maggiore di luce e di aria a grado a grado che crescono, e alla fine sovrastano sulle piante vicine" (Marshall, 1890, trad. it. 1972, p. 448). Come si può facilmente esplicitare da questa metafora, Marshall è stato un precursore delle Life Cycle Theories, collegando il ciclo di vita delle piante a quello delle imprese, che, come le piante, attraversano più fasi: nascita, sviluppo, maturità e declino. Le imprese piccole, che utilizzando un parallelismo con la filosofia Aristotelica potremmo definire "in potenza"<sup>12</sup>, sono spesso più innovative e flessibili, ma crescendo tendono a diventare più strutturate e grandi, continuando con il parallelismo di prima divengono "in atto", proprio come accade per gli alberi: quando sono piccoli crescono in fretta cercando la luce, ma poi raggiunta la maturità hanno radici tanto profonde da impedire loro di adattarsi ai cambiamenti improvvisi (Marshall, 1890).

Marshall poi è stato anche un pioniere nell'utilizzo del concetto di marginalità, che usò per definire l'importanza delle economie di scala nella crescita d'impresa: inizialmente lo sviluppo e l'aumento delle quantità prodotte crea un'efficienza nei costi, ma poi raggiunta una certa soglia i vantaggi marginali diventano negativi, rendendo non solo inutile uno sviluppo ulteriore, ma anche controproducente<sup>13</sup>. Per tornare alla metafora iniziale, gli alberi più alti riescono ad assorbire più luce, hanno perciò un vantaggio, ma oltre una certa altezza non avrebbe senso e anzi sarebbe controproducente andare, per concretizzare il concetto basti pensare all'azione del vento alle alte altitudini ed all'effetto leva del fusto.

---

<sup>12</sup> Aristotele introdusse il concetto di atto e di potenza per definire il continuo divenire delle cose, potenza definisce quindi ciò che qualcosa potrebbe diventare, mentre atto, è lo stato raggiunto, quel che si presenta a noi.

<sup>13</sup> La curva di costo medio ha una forma funzionale ad U, inizialmente decresce il costo medio per via dei rendimenti dovuti alle economie di scala, ma successivamente intervengono le diseconomie di scala ed il costo medio aumenta.



Con questo Marshall ha anche definito un limite alla crescita dell'impresa, prima si pensava che la crescita potesse essere illimitata, ma così non è.

Le imprese ottengono poi benefici anche dall'ambiente in cui si trovano, venne introdotto il concetto di "Industrial District", infatti le imprese che operano in prossimità geografica beneficiano di esternalità positive<sup>14</sup>, come conoscenze condivise e accesso a un mercato del lavoro specializzato. Marshall paragona questi distretti industriali a una foresta di alberi che cresce in modo più rigoglioso grazie alla cooperazione e alla competizione reciproca (Marshall, 1890).

In effetti, Marshall divide i vantaggi di costo in due tipi di economie:

1. Le economie interne, le quali si riferiscono ai vantaggi di costo che un'impresa può ottenere grazie alla crescita delle sue operazioni (Marshall, 1890). Sono vantaggi derivanti da fattori come la divisione del lavoro, la specializzazione, e una maggiore efficienza nell'uso delle risorse. Sono in sostanza quelle che chiameremmo economie di scala, ovvero vantaggi di costo, derivanti dai rendimenti di scala, e quindi dal costo marginale decrescente e conseguentemente dal costo medio decrescente al crescere delle unità prodotte. Sono particolarmente stabili, in quanto dipendono direttamente dall'impresa e non dal contesto.
2. Le economie esterne sono invece gli effetti derivanti dalle esternalità positive generate dal contesto di imprese che operano nello stesso mercato, per esempio l'utilizzo di un'infrastruttura comune a più imprese, o ancora l'uso di standard di produzione per prodotti modulari e l'accesso a manodopera specializzata. Risultano importanti per le piccole e medie imprese che non riescono ad ottenere economie di scala significative (Marshall, 1890). Tuttavia, questo tipo di economie sono più instabili rispetto a quelle interne, perché dipendono da fattori esterni, fuori dal controllo diretto dell'impresa.

---

<sup>14</sup> Intendiamo per esternalità gli effetti secondari che generano una variazione di benessere della collettività. Si parla di esternalità positive quando la variazione è positiva, viceversa si parla di esternalità negative quando la variazione è negativa.

## 1.4 Relazione tra l'impresa e l'industria

Nei paragrafi precedenti abbiamo descritto le principali teorie sulla crescita economica: una incentrata sull'impresa e l'altra sull'industria, due concetti che potrebbero sembrare simili ed in effetti sono legati fra loro da una relazione bidirezionale, si potrebbe dire che l'impresa è una parte dell'industria, ma anche che l'industria è l'insieme di più imprese, tuttavia considerando solo ciò si commetterebbe un grossolano errore; infatti, in un'industria può operare anche una sola impresa (monopolio), la relazione di interdipendenza è perciò molto più complessa. In questo paragrafo si proverà ad esplicitare tale relazione, utilizzando il paradigma Structure-Conduct-Performance. Il termine industria nella lingua italiana viene utilizzato per indicare il settore produttivo secondario in contrapposizione all'agricoltura da una parte (settore primario) e ai servizi dall'altra (settore terziario). In questo senso, industria è sinonimo di manifattura. (Cabral, 2017). In inglese, invece, i termini Industry o industrial hanno anche un altro significato: quello di indicare un particolare settore industriale o, ancora più in generale, un particolare mercato (ad esempio, si può parlare di industria del turismo). In questa dissertazione è da intendersi in questo senso, basandoci sulla seguente definizione: “il termine industria indica l'insieme di imprese che utilizzano tecnologie di processo simili e possiedono esperienze e conoscenze comuni che rendono possibile produrre un particolare prodotto, qualora risulti conveniente” (Scognamiglio Pasini, 2013, p. 51), la quale può essere fatta risalire a P.W.S. Andrews (Manufacturing Business, 1949).

Si parla di interdipendenza, in quanto le imprese all'interno di un'industria possono influenzarsi a vicenda, sia in termini di complementarità che di sostituibilità. La struttura dell'industria influenza poi la condotta delle imprese che possono a loro volta influenzare la struttura dell'industria. Le imprese all'interno dell'industria possono come detto nel paragrafo precedente beneficiare anche di economie esterne, come per esempio infrastrutture condivise. Ciò che è certo è che le imprese all'interno dell'industria competono tra loro per migliorare il loro potere di mercato<sup>15</sup>, e aumentare le loro quote di mercato; tuttavia, possono anche collaborare e, purtroppo per i consumatori, anche colludere<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> Potere di mercato è la capacità di fissare costi al di sopra del costo marginale, ovvero al costo di produrre una unità azionale.

<sup>16</sup> La collusione differisce dalla cooperazione tra imprese, in quanto nella collusione, le imprese creano un “cartello” per fissare prezzi molto al di sopra del costo marginale, andando ad erodere il surplus del consumatore, aumentando invece il loro surplus, chiamato surplus del produttore.

### 1.4.1 Il paradigma Structure-Conduct-Performance

Le relazioni esplicitate nel paragrafo precedente sono riassunte dal paradigma Structure-Conduct-Performance. Questo framework teorico è stato introdotto da Edward Mason nel 1939 e sviluppato da Joe Bain nel 1959. Analizza il funzionamento dei mercati industriali, basandosi sulla relazione che intercorre tra la struttura del mercato, la condotta delle imprese e la performance delle stesse:

- Structure: è la struttura del mercato, perciò indica le caratteristiche fondamentali di un'industria, come il numero e la dimensione delle imprese, la concentrazione del mercato<sup>17</sup>, le barriere all'entrata<sup>18</sup>, e la differenziazione dei prodotti (Bain, 1959).
- Conduct: rappresenta la condotta delle imprese, le loro strategie e pratiche adottate all'interno di un'industria, compresi i metodi di determinazione dei prezzi, la pubblicità, la ricerca e sviluppo(R&D), e le politiche di fusione e acquisizione (M&A) (Bain, 1959).
- Performance: indica i risultati economici delle imprese, che, come intuibile, derivano dalla loro condotta, come l'efficienza allocativa e produttiva, la redditività, la crescita e il progresso tecnologico (Bain, 1959).

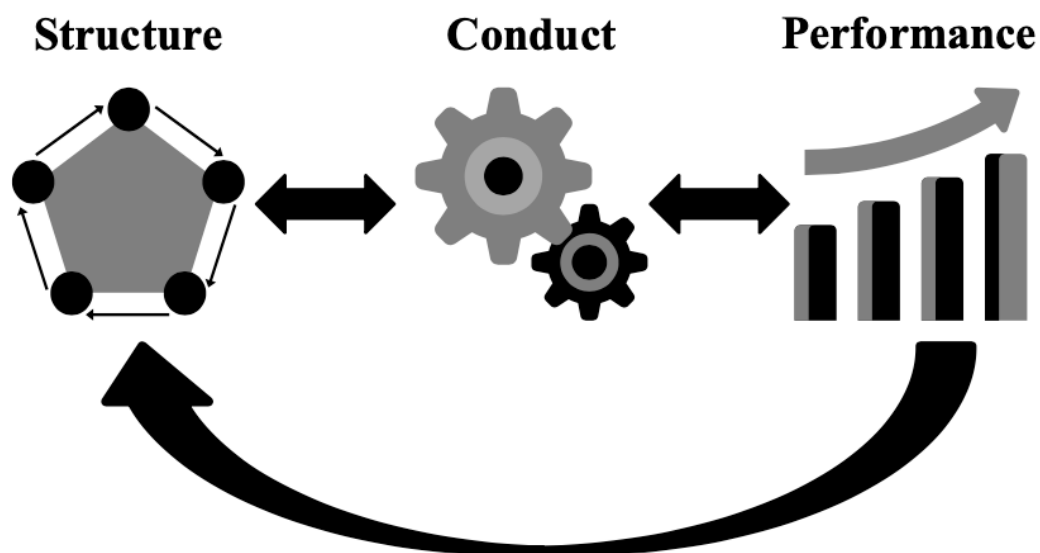
Il framework sviluppato da Bain mette in relazione la struttura dell'industria, la condotta e la performance, in questo modo: la struttura del mercato influenza la condotta delle imprese che poi a sua volta influenza la performance (Bain, 1959), ma la struttura del mercato è a sua volta influenzata dalle performance; infatti, se un'impresa è costretta ad uscire dal mercato, farà variare la concentrazione di quest'ultimo e la sua struttura. Quindi le relazioni sono sia dirette che inverse e posso essere riassunte nel diagramma di flusso in figura 1.2.

---

<sup>17</sup> La concentrazione di mercato indica la percentuale delle vendite realizzate in un determinato mercato dalle principali aziende, per esempio se in un mercato le prime 3 imprese realizzano il 90% delle vendite, il mercato è altamente concentrato.

<sup>18</sup> Le barriere all'entrata sono tutte quelle condizioni che limitano l'ingresso dei nuovi entranti nel mercato, come per esempio i brevetti (protezione legale), economie di scala e comportamenti strategici da parte delle imprese incumbent, come la minaccia di abbassare i prezzi.

Dalla sua introduzione il paradigma S-C-P è stato utilizzato per analizzare mercati e formulare politiche antitrust e di regolamentazione della concorrenza (Carlton & Perloff, 2005). Tuttavia, è stato anche oggetto di critiche, in quanto nella realtà ci sono esempi di mercati concentrati che funzionano in modo competitivo e viceversa esempi di mercati frammentati ricchi di inefficienze (Demsetz, 1973) andando quindi oltre la logica del framework proposto da Bain. Inoltre, il paradigma S-C-P trascura in parte le relazioni interne all'impresa e le capacità manageriali, che possono influenzare le condotte e le performance aziendali (Rumelt, 1991).



*Figura 1. 2: rappresentazione grafica paradigma S-C-P, Fonte: elaborazione propria.*

## CAPITOLO 2: LIFE CYCLE THEORIES

In questo capitolo ci si addenterà nella parte precipua di questa dissertazione: analizzando le Life Cycle Theories. Si fornirà una definizione economica di Life Cycle e successivamente si fornirà una caratterizzazione sulla base del livello di analisi, distinguendo tra Product, Firm e Industry Life Cycle, fornendo alcuni esempi. Verrà poi analizzato in modo più approfondito il ciclo di vita dell'impresa (Firm Life Cycle): usato come framework per comprendere le imprese stesse. Si forniranno poi alcuni strumenti operativi per definire in modo quantitativo la fase del ciclo in cui un'azienda si trova, definendo anche gli andamenti della finanza aziendale lungo tutte le fasi. In fine si forniranno alcuni spunti di riflessione sulla struttura proprietaria e la decisione di diventare una Public Company, le decisioni di innovare ed in quale fase risulta maggiormente razionale, fornendo un collegamento al c.d. exploration/exploitation dilemma.

### 2.1 Definizione economica

In economia e più precisamente nell'ambito della Business Economics, con Life Cycle (o ciclo di vita) ci si riferisce alla sequenza di fasi che un'entità attraversa durante la sua esistenza operativa. Questo termine può essere poi declinato a vari ambiti, come i prodotti, i settori e le aziende (Adizes, 1989). Ogni entità, che si tratti di un prodotto, di un settore o di un'azienda, passa attraverso diverse fasi che ne definiscono la crescita e l'evoluzione nel tempo. Ad esempio, come verrà approfondito nei paragrafi successivi, il ciclo di vita del prodotto include le fasi di introduzione, crescita, maturità e declino (Kotler & Armstrong, 2010), ognuna delle quali presenta caratteristiche specifiche e richiede strategie di gestione differenti. Come anticipato nel capitolo precedente, questa metafora biologica che crea un parallelismo tra la vita degli esseri viventi e la vita delle imprese, dei prodotti e persino delle industrie<sup>19</sup> ha avuto origine con Alfred Marshall ed il suo parallelismo con lo sviluppo delle piante. Questo concetto suggerisce che, proprio come le piante nascono, crescono, maturano e infine declinano, anche le entità economiche seguono un percorso simile nel loro ciclo di vita.

---

<sup>19</sup> Imprese, prodotti e industrie sono in stretta relazione tra loro, in questo contesto vanno considerate sulla base della teoria matematica/logica degli insiemi: il prodotto è quindi un sottoinsieme dell'impresa che a sua volta è un sottoinsieme dell'industria, come si analizzerà nei paragrafi successivi, il ciclo di vita del prodotto ha un'influenza sul ciclo di vita dell'impresa ed indirettamente anche sul ciclo di vita dell'industria.

## 2.2 Product life cycle

Il modello del ciclo di vita del prodotto (CVP) è stato introdotto da Vernon nel 1966 e rappresenta la domanda potenziale<sup>20</sup> nel tempo (Lambin, 2012) e viene descritto attraverso una funzione logistica<sup>21</sup> a forma di “S” composta da cinque fasi (Day, 1981). Per comprendere a pieno il CVP, occorre prima di tutto definire a cosa si fa riferimento, per lo meno in questo ambito di analisi, con il termine prodotto e le variabili che possono avere una certa influenza su esso. Con il termine prodotto in questo caso intendiamo un prodotto-mercato, vale a dire un prodotto rappresentato come un insieme di attributi e destinato a un gruppo determinato di clienti, in questo caso uno stesso prodotto potrà presentare un andamento del proprio ciclo di vita diverso a seconda dei mercati geografici oppure a seconda dei vari segmenti di uno stesso mercato (Lambin, 2012). Per quanto riguarda le variabili che esercitano un’influenza sull’evoluzione del CVP sono le stesse che esercitano un’influenza sulla domanda primaria e possono essere suddivise in due grandi macrocategorie: I) le variabili di contesto fuori dal controllo dell’impresa e II) le variabili di marketing sotto il controllo dell’impresa (Lambin, 2012). In questa suddivisione si può osservare un parallelismo con l’articolazione che si è proposta nel primo capitolo della dissertazione, in cui si è delineata la distinzione tra ambiente interno ed ambiente esterno, ed in vero le variabili di contesto sono da ricercare proprio nell’ambito dell’ambiente esterno: normative (ambiente politico-legislativo), nuovi desideri dei consumatori (Ambiente socio-culturale), variazioni di carattere macro-economico (Ambiente economico) e nascita di nuove tecnologie (Ambiente tecnologico). Per le variabili sotto controllo dell’impresa sono invece da ricercare nell’ambiente interno ed in particolare nelle variabili proprie del marketing operativo<sup>22</sup> che possono a sua volta essere distinte in variabili operative, che prendono il nome di paradigma del marketing mix o paradigma delle 7P: product, price, place, promotion, people, process, physical evidence (Booms e Bitner, 1981). Per definizione siccome si sta parlando di variabili, il CVP non segue sempre l’andamento che verrà proposto di seguito, ma ci possono essere delle variazioni, dovute alle caratteristiche ambientali

---

<sup>20</sup> Con domanda potenziale si intende la massima quantità di beni o servizi che potrebbero essere venduti in uno specifico mercato e in determinate condizioni (Jones, 2019).

<sup>21</sup> Una funzione logistica a forma di S è una funzione matematica che descrive una crescita lenta, un’accelerazione, una fase di stabilizzazione ed infine una decrescita (Verhulst, 1838).

<sup>22</sup> Generalmente si distingue tra marketing strategico e marketing operativo, il primo è orientato all’analisi e all’individuazione dei bisogni (orizzonte temporale di lungo periodo), mentre il secondo è un processo orientato all’azione (orizzonte temporale di breve periodo).

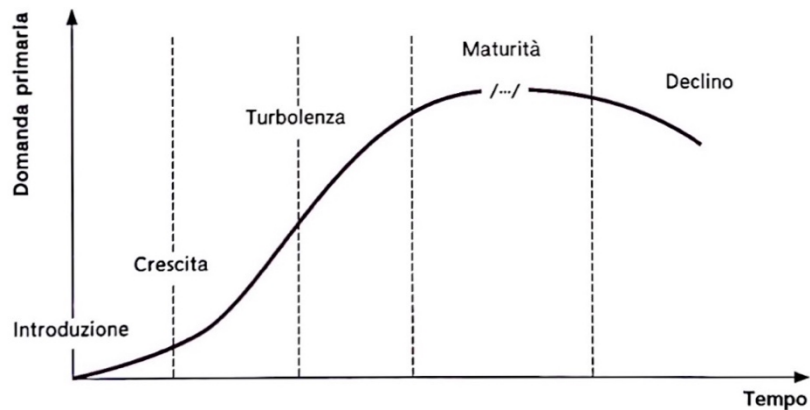
più o meno favorevoli, e alle capacità del management di gestire le variabili interne. In generale possiamo però distinguere tra 5 fasi (Lambin, 2012):

1. **Introduzione:** è la fase caratterizzata da una crescita lenta delle vendite a causa di fattori come: I) l'incertezza tecnologica (l'impresa non padroneggia completamente la tecnologia che risulta essere ancora in fase di sviluppo e perfezionamento); II) riluttanza dei distributori a proporre un prodotto non ancora affermato sul mercato; III) cautela da parte dei consumatori nell'adottare nuove abitudini di consumo, la c.d. resistenza al cambiamento; IV) ed in fine la concorrenza, ovviamente non diretta, dato che l'impresa innovatrice per definizione non avrà concorrenti diretti, ma tuttavia dovrà fronteggiare i concorrenti di prodotti succedanei. Questa fase è caratterizzata da flussi di cassa negativi in quanto le vendite non sono sufficienti a coprire gli elevati costi di marketing e di produzione, inoltre ci potrebbero essere elevati investimenti in R&D da ammortizzare. Come si può intuire, è quindi una fase di notevole incertezza, che è direttamente proporzionale alla capacità di rottura dell'innovazione introdotta. Per l'impresa sarà quindi ottimale ridurre questa fase il più possibile creando la domanda primaria per il prodotto proposto, così da passare alla fase successiva.
2. **Crescita:** superata la fase di introduzione il prodotto entra nella fase di crescita, caratterizzata da uno sviluppo nelle vendite dovuto: I) al passaparola dei primi clienti soddisfatti, II) alla maggiore ampiezza della distribuzione e di conseguenza III) all'aumento della visibilità, ed infine anche se controintuitivo IV) all'ingresso di nuovi concorrenti dacché aumentano la pressione di marketing espandendo la domanda. In questa fase, i costi di produzione diminuiscono grazie all'inizio dello sfruttamento delle economie di scala (aumento dei volumi ed effetto esperienza) e i flussi di cassa diventano positivi. Le strategie di marketing si concentrano sull'estensione del mercato totale, la massimizzazione dell'occupazione del mercato, la costruzione di una brand identity e sulla creazione della fedeltà alla marca.
3. **Turbolenza:** questa fase, di solito molto breve, è caratterizzata da una diminuzione del tasso di crescita delle vendite e da un aumento della concentrazione del mercato, dovuto all'uscita dei concorrenti più deboli a seguito della contestuale diminuzione dei prezzi. Vengono ridefiniti gli obiettivi

di marketing, spostando il focus dalla creazione della domanda primaria al massimizzare la quota di mercato, inoltre si passa ad una forte strategia di differenziazione. Gli obiettivi precipui saranno quindi la segmentazione del mercato e la conseguente identificazione del segmento target, per poi massimizzare la quota di mercato relativa ad esso, posizionando correttamente il prodotto.

4. **Maturità:** in questa fase la crescita della domanda primaria rallenta fino a stabilizzarsi con un tasso di crescita pari al tasso di crescita del PIL in termini reali. Questo è dovuto principalmente a tre fattori: I) i tassi di penetrazione e di occupazione del prodotto hanno già raggiunto i massimi, II) la componente distribuzione non può essere aumentata ulteriormente ed infine III) la tecnologia è ormai stabilizzata, le innovazioni sono solo secondarie e non di rottura. Normalmente questa è la fase con la durata maggiore e presenta un mercato altamente segmentato e dominato da pochi concorrenti forti. Le imprese hanno come obiettivo mantenere o provare ad aumentare la quota di mercato, e lo possono fare attraverso la differenziazione del prodotto, l'entrata in nuove nicchie di mercato e l'acquisizione di vantaggi competitivi basati sulle variabili del marketing mix non legate al prodotto. Tipicamente in questa fase il management percepisce la successiva fase di declino e se praticabile procede a pianificare un rilancio tecnologico, o a prolungare la vita media del prodotto.
5. **Declino:** La fase di declino è caratterizzata da una riduzione strutturale della domanda a causa: I) della comparsa di nuovi prodotti che utilizzano una tecnologia più avanzata, II) dei cambiamenti nelle preferenze e nei gusti dei consumatori ed infine III) a causa dei cambiamenti nelle normative che possono rendere obsoleti certe tipologie di prodotti. Le imprese hanno quindi due opzioni: possono disinvestire e ritirarsi dal mercato, o specializzarsi nel mercato residuo, qualora quest'ultimo rappresenti una buona opportunità.





*Figura 2.1: rappresentazione grafica del CVP, fonte: Jean-Jacques Lambin, (2012) market-driven management, Strategic and Operational Marketing, Third edition Macmillan (trad. It. Market-driven management, marketing strategico ed operativo, VIII edizione, McGraw\_Hill, milano 2021, pag. 239.,*

### 2.2.1 Esempi

Gli esempi di ciclo di vita del prodotto sono molteplici, alcuni prodotti che usiamo giornalmente si trovano nella fase di maturità, oppure nella fase di crescita, altri ancora hanno già raggiunto il declino. Per esempio, L'Ipod della Apple, introdotto nel 2001 è stato un prodotto rivoluzionario, specialmente dopo la crescita raggiunta grazie all'introduzione del servizio iTunes nel 2003, per poi arrivare a metà del primo decennio del 2000 con una line-up fortemente differenziata sintomo della fase di maturità. Oggi, tuttavia, sono quasi del tutto inutilizzati, infatti dopo l'introduzione degli smartphone e dei servizi di streaming musicale è iniziato il declino. Un altro esempio simile è i DVD, i quali ormai hanno raggiunto la fase di declino e sono presenti solo più in mercati di nicchia. Ma come detto in precedenza il ciclo di vita del prodotto non è sempre uguale, tuttavia, può essere utile per capire l'evoluzione futura di un prodotto, per esempio: le auto elettriche hanno già raggiunto la fase di crescita e quindi ci possiamo aspettare in un prossimo futuro la fase di maturità, lo stesso per l'Intelligenza Artificiale, che invece è ancora nella fase di introduzione.

Questo può essere utile anche a livello di analisi fondamentale per effettuare il c.d. Value Investing<sup>23</sup>; infatti, per effettuare un investimento a lungo termine dobbiamo anche comprendere come si svilupperà il prodotto core dell'azienda in cui vogliamo investire nel prossimo futuro.

<sup>23</sup> Il Value Investing è una tecnica d'investimento che consiste nell'acquistare titoli, con un valore, risultante da un'accurata analisi fondamentale, maggiore rispetto al valore di scambio sui mercati regolamentati.

## 2.3 Industry life-cycle theory

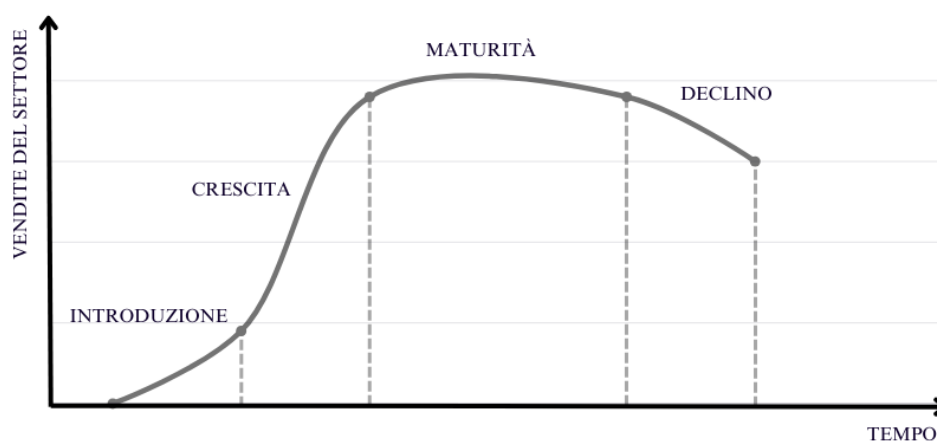
Con industry life-cycle facciamo riferimento al ciclo di vita di una industria (o settore), questo modello è stato introdotto da Porter nel 1980 e rappresenta l'evoluzione nel tempo di un particolare settore industriale (o mercato). La ciclicità osservata nel paragrafo precedente in riferimento al CVP, infatti, si manifesta anche in un intero mercato. Come per il prodotto avremmo quindi una suddivisione del ciclo di vita in fasi, che in questo caso sono 4. (Porter, 1980):

1. **Introduzione:** questa fase è la fase iniziale, il settore è nuovo, tanto che ci si riferisce ad esso come settore in embrione, e molto spesso è creato dall'innovazione tecnologia. In questa fase il mercato si caratterizza per una bassa concorrenza, dato che le tecnologie sono controllate dai pionieri. Le imprese operanti nel c.d. settore in embrione si concentrano quindi sulla R&D e sulla creazione della domanda per nuovi prodotti, utilizzando ingenti capitali. In questa fase nel mercato c'è molta incertezza.
2. **Crescita:** in questa fase la domanda aumenta rapidamente, rendendo il mercato attraente, la concorrenza quindi aumenta con l'ingresso dei nuovi entranti. Le aziende competono sempre di più per accrescere la propria quota di mercato, inoltre aumentano sia i ricavi sia i profitti grazie all'aumento rispettivamente della domanda primaria e dell'efficienza produttiva.
3. **Maturità:** la fase di maturità, è rappresentata da un rallentamento nella crescita della domanda e da una saturazione del mercato. I prezzi tendono ad abbassarsi per l'effetto di risposta delle imprese c.d. incumbent<sup>24</sup>, rispetto alla minaccia dei potenziali entranti. La concorrenza diventa sempre più intensa, con un focus maggiore sullo sfruttamento della capacità produttiva e sulla riduzione dei costi, mentre le innovazioni passano dall'essere radicali all'essere solamente incrementali.
4. **Declino:** è l'ultima fase del ciclo di vita di un settore, ed è caratterizzata da una forte diminuzione della domanda, in questa fase inoltre i ricavi diminuiscono e per effetto delle strategie messe in atto dalle imprese incumbent nella fase

---

<sup>24</sup> Con incumbent si indica un'impresa monopolista od un gruppo di imprese oligopoliste che agiscono in egual modo per bloccare l'entrata di altre imprese, dette entranti.

precedente, le imprese meno efficienti e con minor disponibilità di capitali<sup>25</sup> sono costrette a lasciare il mercato. Le aziende rimanenti possono: I) continuare ad investire nel settore, sviluppando un nuovo prodotto, oppure II) generare cash flow disinvestendo per poi uscire dal mercato.



*Figura 2.3: rappresentazione grafica ciclo di vita del settore, Fonte: elaborazione propria.*

---

<sup>25</sup> Infatti, a parità di funzione di costo e quindi di efficienza produttiva, le imprese con maggiori disponibilità di capitali potrebbero decidere di produrre e commercializzare i propri beni e servizi in perdita, per un periodo di tempo tale da causare l'uscita dal mercato delle imprese concorrenti con minore disponibilità di capitali, per poi successivamente rialzare i prezzi e recuperare la perdita.

### 2.3.1 Esempi

Come per il ciclo di vita del prodotto anche per il ciclo di vita dell'industria gli esempi sono molteplici. Una cosa però molto importante da dire è che non per forza sono collegati: un prodotto può essere di successo e quindi in fase di crescita, in un'industria matura, o persino in declino, per esempio i pianoforti digitali di Yamaha sono in forte crescita, ma l'industria dei pianoforti è in declino. Il ciclo di vita di un prodotto, di un'industria e come vedremo nel prossimo paragrafo di un'impresa possono essere quindi disgiunti fra loro, così come dal ciclo macroeconomico. È emblematico l'esempio della Apple, che nel 2007 ad inizio della crisi finanziaria<sup>26</sup>, presentò l'iPhone, in questo modo negli anni successivi in piena recessione, si trovò ad essere un'azienda in crescita, con un prodotto in crescita, in un settore maturo. Se si vuole descrivere il ciclo di vita di un settore, dall'introduzione al declino, possiamo fare riferimento all'industria delle Videocassette: introdotte negli anni '70 del novecento erano una grande innovazione per la riproduzione video (fase di introduzione), negli anni '80 la domanda ha continuato a crescere (fase di crescita), fino a raggiungere il massimo negli anni '90 (fase di maturità), in quel periodo la maggior parte delle famiglie possedevano un videoregistratore e usavano quotidianamente le videocassette; per poi andare verso il declino all'inizio degli anni 2000 (fase di declino). In quel periodo alcune aziende produttrici di videocassette convertirono la produzione da videocassette ai più efficienti DVD. Sul tema è di precipua importanza l'esempio di Blockbuster, noto distributore di videocassette e dell'attuale Netflix. Infatti, anche Netflix prima di diventare una piattaforma di streaming video, era proprio come Blockbuster un distributore di videocassette, anche se in vero già con il servizio di consegna a domicilio. Anche in questo caso possiamo osservare come due aziende operanti nella stessa industria in declino hanno avuto esiti ben diversi ed è innegabile in ciò il ruolo dell'innovazione non solo da un punto di vista tecnologico, ma anche da un punto di vista concettuale: l'innovazione come si analizzerà nei capitoli successivi è la fonte della continuità aziendale.

---

<sup>26</sup> Si fa riferimento alla c.d. crisi dei mutui subprime, La crisi finanziaria del 2008, scatenata dal crollo del mercato immobiliare statunitense e dalla bolla dei mutui subprime, ha causato un collasso delle istituzioni finanziarie globali. La crisi ha portato alla bancarotta di importanti banche, come Lehman Brothers, e a un intervento massiccio dei governi per salvare il sistema bancario. La recessione che ne è seguita ha provocato una drastica contrazione dell'economia mondiale, con elevata disoccupazione, diminuzione del consumo e instabilità nei mercati finanziari. Le cause principali furono la deregolamentazione del settore finanziario, pratiche di prestito rischiose e un'eccessiva fiducia negli strumenti finanziari complessi.

## 2.4 Firm life-cycle theory

Il modello del ciclo di vita dell'impresa (CVI o firm life-cycle) rappresenta l'evoluzione nel tempo di un'impresa dalla sua nascita fino al suo declino. Il ciclo di vita di un'impresa non deve essere confuso con il ciclo di vita delle organizzazioni, poiché quest'ultimo, di natura più generale<sup>27</sup>, fornisce una visione interna dell'evoluzione nel tempo delle organizzazioni, mentre, il primo, specificamente applicato al contesto aziendale, propone una prospettiva orientata verso l'esterno, cioè rivolta al mercato. La letteratura economica aziendale, tuttavia tende a non fare questa distinzione, perlomeno a livello di indicizzazione e di titolazione delle ricerche, le quali per la maggior parte dei casi offrono una visione orientata al mercato e al profitto, escludendo, di fatto, dal modello le organizzazioni c.d. no-profit. Nel presente elaborato si cercherà perciò di isolare la letteratura economica in merito, per fornire un quadro specifico del contesto aziendale, c.d. for-profit. Il CVI ha come principio cardine la teoria dell'evoluzione economica di Alfred Marshall, la quale ha fornito lo spunto di riflessione per i numerosi studiosi che gli sono susseguiti, i quali hanno elaborato numerosi modelli basati sulla stessa ipotesi di fondo: l'evoluzione delle imprese segue una certa ciclicità, dall'introduzione fino al declino. Di seguito si fornirà un'elencazione sommaria, articolata cronologicamente, dell'evoluzione della letteratura economica riguardante il ciclo di vita dell'impresa:

- Chandler (1962): introduzione di un modello di ciclo di vita suddiviso in quattro fasi sulla base delle strutture organizzative e delle scelte strategiche, identificando una correlazione tra le prime e gli obiettivi di crescita e di aumento della quota di mercato.
- Greiner (1972): suddivisione del ciclo di vita in cinque fasi alle quali viene associato sia un periodo di crescita sia un periodo di crisi. Ogni fase, infatti, è caratterizzata da specifiche sfide che necessitano di specifici cambiamenti nella struttura organizzativa, in questo modo si ha un'evoluzione all'interno di ogni fase.
- Miller & Friesen (1980, 1984): suddivisione del ciclo di vita in una sequenza lineare di cinque fasi: nascita, crescita, maturità, rinascita e declino. Introduzione

---

<sup>27</sup> Il modello del ciclo di vita delle organizzazioni comprende in sé anche il modello del ciclo di vita delle imprese, nonostante offri una prospettiva diversa. Infatti, un'impresa è anche un'organizzazione, ma non tutte le organizzazioni sono imprese, per esempio esistono molte organizzazioni senza scopo di lucro che non seguono le regole dei mercati economici.

della non consecutività delle fasi: le aziende non necessariamente attraversano gli stadi del ciclo di vita nello stesso ordine.

- Galbraith (1982): enfasi sull'importanza della progettazione organizzativa in risposta alle specifiche sfide di ciascuna fase di sviluppo dell'impresa. Le fasi identificate sono quindi orientate a migliorare l'efficienza, la flessibilità e la capacità di innovazione dell'azienda.
- Churchill (1983): introduzione di un modello focalizzato sulle piccole e medie imprese (PMI) concentrato su come i problemi gestionali e organizzativi cambiano al crescere dell'azienda. La crescita aziendale viene poi suddivisa in cinque fasi distinte, ognuna con caratteristiche specifiche.
- Quinn & Cameron (1983): sintesi dei modelli precedenti con una particolare enfasi sull'adattamento e sull'importanza del contesto nel determinare la traiettoria di crescita di un'impresa. Identificazione di quattro fasi caratterizzate da stili di leadership distinte.
- Smith, Mitchell & Summer (1985): Introduzione di un modello del ciclo di vita semplificato con solo tre fasi, suddivise in base alle strategie organizzative.
- Kazanjian (1988): introduzione di un modello di ciclo di vita dell'impresa basato sullo sviluppo tecnologico e imprenditoriale in relazione alla crescita e ai cambiamenti organizzativi.
- Adizes (1989): suddivisione del ciclo di vita molto dettagliata, vengono individuate 10 fasi che descrivono lo sviluppo organizzativo, evidenziando l'importanza delle dinamiche interne all'impresa oltre a quelle dell'ambiente esterno.
- Dodge & Robbins (1992): la suddivisione viene semplificata in sole tre fasi, ma il modello si concentra sulle piccole e medie imprese, rappresentando le sfide che portano ad evolvere le piccole imprese.
- Hanks, Watson, Jensen & Chandler (1993): modello di riepilogo e sintesi della letteratura precedente, le fasi vengono definite come una configurazione unica di variabili relative al contesto e alla struttura organizzativa.
- Beverland & Lockshin (2001): modello specifico per le imprese operanti nell'industria vitivinicola, tuttavia generalizzabile all'intero contesto aziendale, suddivide le fasi in base alle strategie di mercato e alla brand identity.
- Lester, Parnell & Carraher (2003): revisione e sintesi dei modelli precedenti evidenziando come i modelli con più fasi tendono a suddividere le fasi generali

in periodi molto specifici, mentre i modelli con un numero inferiore di fasi, ma più ampie, integrano due o più periodi di sviluppo.

La letteratura sopra citata, insieme ad altre pubblicazioni, è stata oggetto di una accurata revisione da parte di Sirmon, Hitt, Ireland e Gilbert nel 2011, i quali hanno identificato le quattro fasi fondamentali del ciclo di vita dell'impresa:

1. **Startup:** la fase iniziale, nella quale l'impresa viene creata, la struttura organizzativa è quindi semplice (Greiner, 1972), l'impresa si concentra sulla definizione del business plan, gli investimenti in ricerca e sviluppo sono molto alti per portare in definizione il prodotto/servizio, le vendite sono basse, cercando tuttavia di definire il mercato di riferimento da scalare in seguito. Le risorse di solito sono limitate e per via degli alti costi in R&S e il basso numero di vendite con la conseguente mancanza di economie di scala, porta l'impresa ad avere flussi cassa negativi e la necessità di alti finanziamenti iniziali (Lippit & Schmidt, 1967). la fase è inoltre caratterizzata da un alto rischio, compensato da un alto potenziale di crescita.
2. **Crescita:** la fase di crescita è caratterizzata da una modifica nell'assetto organizzativo per far fronte all'aumento delle operazioni, la struttura organizzativa diventa perciò più complessa: vengono formalizzati i processi e introdotta una gerarchia gestionale (Adizes, 1979). Dalla definizione del mercato di riferimento, l'obiettivo diventa la massimizzazione della quota di mercato, l'aumento delle vendite porta ad un miglioramento dell'efficienza grazie alle c.d. economie di apprendimento. Questa fase, tuttavia, non è priva di rischi; infatti, aumentando le vendite e la produzione, la qualità del prodotto/servizio potrebbe peggiorare, danneggiando il piano di crescita nel lungo termine, ecco perché l'obiettivo è gestire una crescita controllata. Gli investimenti rimangono alti: per migliorare e incrementare le infrastrutture e la capacità produttiva, ma grazie all'aumento delle vendite i flussi di cassa diventano positivi.
3. **Maturità:** l'impresa in questa fase ha raggiunto una posizione consolidata (Miller & Friesen, 1980), la crescita rallenta e l'obiettivo precipuo diventa il mantenimento della quota di mercato, affiancato dalla ricerca di massimizzazione dell'efficienza operativa, così da massimizzare congiuntamente la redditività. In questa fase come di può intuire i flussi di cassa raggiungono il loro massimo, permettendo di rientrare completamente degli investimenti iniziali e di generare un profitto stabile. È una fase permeata da una certa stabilità generale e le uniche sfide sono l'ottimizzazione dei processi operativi e la

preventiva ricerca di diversificazione/innovazione per evitare la fase di declino oppure la ricerca di profitti tali da garantire un declino controllato.

4. Declino: è l'ultima fase del ciclo di vita, le vendite in questa fase calano drasticamente, causando un ridimensionamento dell'impresa, che se non gestito correttamente può portare a flussi di cassa negativi, in ogni caso il calo delle vendite porta ad una riduzione dei profitti (Miller & Friesen, 1980). La quota di mercato si riduce sensibilmente per due principali motivi: i) mancata innovazione interna all'impresa, il mercato rimane attraente ma l'impresa non detiene una tecnologia dominante, oppure ii) il mercato stesso si riduce e di conseguente anche la quota di mercato dell'impresa, la quale però proporzionalmente rimane invariata o subisce solo un riassetamento. L'impresa in questa fase può optare per ridimensionare l'azienda, alienando parte dell'infrastruttura per adattare la funzione di costo ai nuovi ricavi; decidere di effettuare una ristrutturazione aziendale, oppure alienare l'intero business; qualora nessuna di queste opzioni sia praticabile l'impresa sarà costretta a chiudere l'attività (Hanks et al., 1993).

Come si può intuire il ciclo di vita dell'impresa è unico, ma alcune fasi e sequenze di fasi possono ripetersi, quando un'impresa raggiunge la fase di maturità può decidere di innovare (Shake-Out Point) e riniziare dalla fase di startup, evitando così il declino (Tushman & Romanelli, 1985). Allo stesso tempo un'azienda può non affrontare tutte le fasi del ciclo, ci sono esempi di imprese che non hanno mai raggiunto la fase di crescita e di maturità, passando dalla fase di startup a quella di declino. Il CVI non è quindi un modello certo che si ripete ugualmente per tutte le imprese, ma offre un metodo di analisi per affrontare le sfide imprenditoriali.

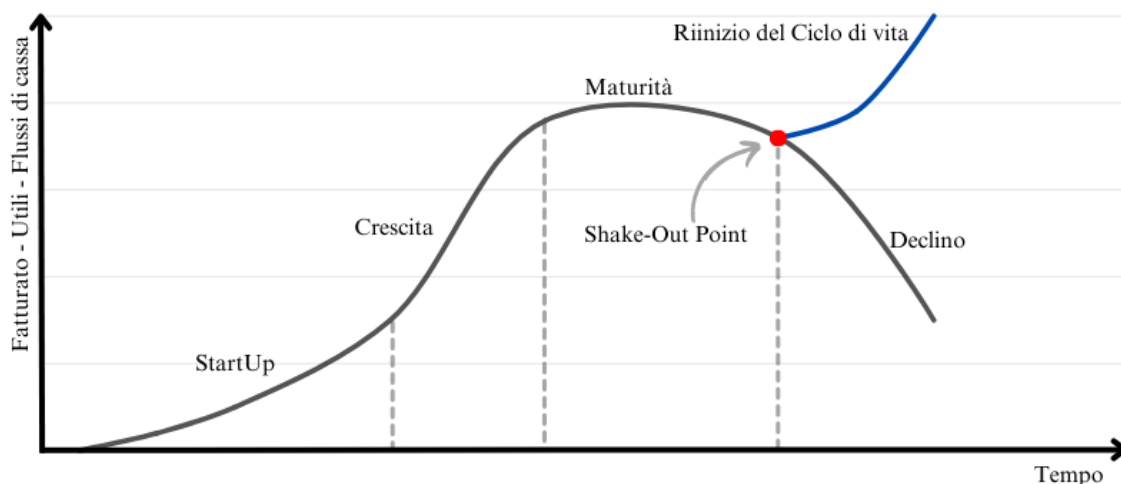


Figura 2.4: rappresentazione grafica ciclo di vita del settore, Fonte: elaborazione propria.



### 2.4.1 Esempi

Gli esempi di ciclo di vita dell'impresa sono molteplici: le imprese fanno parte della nostra società e della nostra vita e quindi osservando e analizzando l'evoluzione temporale dei processi che giornalmente portano a compimento possiamo renderci conto di quanto il modello del ciclo di vita sia rappresentativo del contesto capitalistico in cui siamo immersi.

Di seguito si forniranno alcuni esempi emblematici di rinnovo e di rinascita aziendale, alcuni completati mentre altri ancora in corso, congiuntamente ad esempi tristemente noti di declino incontrollato. Per quanto riguarda la prima categoria di esempi è importante e affascinante suddividerla in due categorie; infatti, quando un'azienda sceglie di rinnovarsi per evitare la fase di declino, può scegliere di farlo cambiando prodotto, cambiando clientela oppure entrambi: cambiando settore. Quest'ultima scelta accade più raramente ma proprio per quello è estremamente interessante come un'azienda possa nel corso della sua vita cambiare completamente la tipologia di prodotti e servizi offerti.

Ed invero, come verrà analizzato nei capitoli seguenti, un imprenditore avveduto e un management accorto dovrebbero essere propensi al cambiamento, ne è un esempio Steve Jobs con la sua celebre idea pubblicitaria del 1997 e il payoff del brand da lui introdotto per sintetizzare la vision: "Think Different", è opportuno citarlo in quanto nella pubblicità volutamente non era presente nessuno dei prodotti in gamma all'epoca, non fu citato nemmeno l'industria di appartenenza della Apple Inc., nessun riferimento all'elettronica di consumo quindi, l'unico scopo della pubblicità era quello di descrivere il modus operandi dell'azienda, applicabile a qualsiasi prodotto e servizio, in qualunque settore. Proprio Steve Jobs in una intervista disse che non possiamo conoscere e prevedere il futuro, i prodotti che oggi ci sembrano all'avanguardia fra qualche decennio saranno obsoleti, ma la visione invece rimarrà immutata per sempre.

Un altro esempio ancora più eclatante è la Samsung Corporation, principale competitor della Apple Inc., la quale dalla sua nascita ad oggi ha completamente cambiato settore di appartenenza. La Samsung fondata a Seul nel 1938 aveva come unica attività la vendita di generi alimentari, principalmente di pesce essiccato e noodles. Dopo la guerra in Corea, il brand iniziò ad espandere i propri orizzonti nel settore tessile per poi approdare all'elettronica di consumo a fine anni '60, conquistando il 20% di quota di mercato.

Nintendo invece, nata nel 1889, era un produttore di carte da gioco, successivamente aggiunse nuove attività come un servizio Taxi, e riso istantaneo, spaziando dal settore ludico a quello dei trasporti e dell'alimentare, per poi solo successivamente negli anni '80 iniziare a produrre videogames.

Un affascinante esempio di resilienza e capacità di adattamento è Play-Doh, l'azienda infatti inizialmente produceva additivi per la rimozione della fuliggine, ma quando dopo gli anni '50 le famiglie iniziarono ad usare il gas per riscaldare le proprie case, l'azienda si trovò in una forte crisi (stava entrando nella fase di declino), così il management decise di rielaborare la formula creando nel 1955 un prodotto simile a stucco da commercializzare nelle scuole per le arti e l'artigianato dei bambini.

American Express invece, come intuibile dal nome, inizialmente era un servizio di consegna con un particolare focus sulla celerità e solo successivamente entrò nel settore finanziario per competere con i vaglia postali per poi creare il prodotto che ancora oggi viene utilizzato: la carta di credito Amex, verso la fine degli anni '50.

Nokia invece ci può fornire sia un esempio di rinascita sia un esempio di declino controllato: agli albori nel 1865 l'azienda era una cartiera, ma già dopo poco tempo si espanse nei settori della produzione di elettricità e della produzione di gomma, per poi solo nel 1977 focalizzarsi nel settore dell'elettronica, iniziando a produrre televisori, telefoni e computer. Tuttavia, nel 2008 non ha saputo cogliere i nuovi mutamenti ambientali, generati dall'introduzione degli smartphone, portando così il management nel 2013 ad alienare l'intera divisione di telefonia mobile, questo ci permette di capire anche come il tempismo sia fondamentale; infatti, Nokia provò ad adattarsi al cambiamento producendo numerosi smartphone in collaborazione con Microsoft a partire dal 2011, ma ormai era troppo tardi per recuperare il divario con la concorrenza.

Un ultimo esempio che pare doveroso citare è l'attuale cambio di rotta di Kodak: iniziò la produzione di macchine fotografiche e accessori per fotografia come pellicole e apparecchi di stampa nel lontano 1888, tuttavia non ha saputo adattarsi al cambiamento avvenuto nella tecnologia negli anni '90 del novecento, con lo sviluppo della fotografia e stampa digitale, ridimensionando notevolmente la sua produzione fino a dichiarare la bancarotta nel 2012, dando inizio alla sua fase di ristrutturazione, che ha portato l'azienda nel 2020 a trasformarsi in un'azienda farmaceutica.

Come si può facilmente capire da questi esempi il modello di analisi del ciclo di vita dell'impresa evidenzia già di per sé l'importanza dell'innovazione, del cambiamento e dell'analisi del contesto in cui un'azienda opera. Ed in vero proprio questi esempi eclatanti hanno suscitato in chi scrive la voglia di approfondire nella presente dissertazione la cogitazione dietro tali scelte. È innegabile altresì che questo adattamento, così come accade per la selezione naturale, crei delle aziende solide che persistono per secoli. Tutto ciò, come poi verrà approfondito nei capitoli successivi, ha dato origine alla teoria della contrapposizione delle

imprese Bamboo, che basano il loro vantaggio competitivo sulle competenze e sulla loro capacità di adattare a contesti differenziati, e le imprese Cristallo, che invece restano immutate nel corso degli anni.

## 2.4.2 Il ciclo di vita come framework per comprendere le imprese

Il modello del ciclo di vita dell'impresa risulta quindi fondamentale per comprendere appieno un'azienda: crescerà nell'immediato futuro o andrà incontro ad un inesorabile declino. Questo può essere molto utile nell'ambito dell'analisi fondamentale per effettuare investimenti sul mercato azionario, attraverso il c.d. Value Investing. Ed in effetti se ci pensiamo il modello del ciclo di vita dell'impresa è strettamente collegato con il metodo del discounted cash flow (DCF), nel CVI utilizziamo come variabile indipendente il tempo, mentre possiamo utilizzare come variabile dipendente l'utile netto o lordo, il fatturato o i flussi di cassa, ed utilizzando proprio quest'ultimi, l'area sottostante la funzione del CVI rappresenta il valore dei flussi di cassa cumulato. Se alla funzione poi aggiungiamo un fattore di sconto otteniamo esattamente il valore che avremmo ottenuto con il metodo del DCF.

L'unica differenza è la rappresentazione continua: la funzione che rappresenta il CVI e quindi, in quest'esempio, l'andamento dei flussi di cassa attualizzati è continua. Questo è molto importante in quanto per entrambi i modelli bisogna stimare i flussi di cassa futuri, ed in questo senso avere a disposizione una funzione continua che rappresenti oltre che l'andamento nel tempo dei flussi di cassa attualizzati, le fasi del ciclo di vita dell'impresa, può aiutare nel valutare la bontà della previsione, per esempio se siamo nella fase di crescita e inizia un rallentamento è lecito pensare che stia iniziando la fase di maturità, mentre se si è già nella fase di maturità e i dati stimati mostrano una decrescita, si potrà andare incontro a due scenari differenti: il declino o la rinascita, in questo senso il CVI può essere usato come metodo di valutazione per scenari.

Il ciclo di vita delle imprese è quindi un modello estremamente utile per comprendere le dinamiche interne ed esterne che influenzano un'azienda nel corso del tempo, offrendo una prospettiva di analisi strategica oltre che analitica (Adizes, 1989). Consente poi un notevole adattamento e personalizzazione delle principali strategie e teorie economico-aziendali, ogni impresa è infatti un'entità distinta e necessità di un'analisi specifica.

Questo modello poi permette una corretta valutazione dei rischi: la fase iniziale sarà più rischiosa e quindi gli investitori necessiteranno di una remunerazione maggiore, mentre nella fase di maturità il rischio sarà decisamente ridimensionato (Greiner, 1972).

Permette anche di migliorare la gestione delle risorse umane, una progressione di carriere corretta e adeguata sarà molto più probabile in aziende in crescita rispetto alle controparti in declino (Kazanjian, 1988). La volontà di evitare la fase di declino, creando innovazione e accrescendo la cultura aziendale, è condizionata alla consapevolezza della fase

in cui si trova l'azienda stessa (Adizes, 1989), consapevolezza che può avvenire solo tramite l'utilizzo del presente modello.

Riassumendo quanto detto è uno strumento utile a pianificare e gestire le risorse strategiche di un'impresa e quindi a creare valore per tutti i suoi stakeholder.

### 2.4.3 Nuove metodologie per definire gli stadi del ciclo di vita di un'impresa

Non esiste una metodologia unica per definire il modello del CVI, come scritto nel paragrafo precedente, si può utilizzare l'andamento dei ricavi, degli utili di esercizio sia lordi sia netti, e dei flussi di cassa liberi, ma anche qualsiasi altro parametro che sia rappresentativo dell'evoluzione di un'azienda nel tempo. Questa adattabilità del modello è un altro suo grande punto di forza. Non sempre, infatti, si hanno a disposizione tutti i dati per effettuare un'analisi accurata e poter adattare un modello di analisi si rivela molto utile. Di seguito verranno descritte alcune metodologie innovative, che fungono da ausilio alle metodologie tradizionali descritte sopra.

#### 2.4.3.1 Utilizzare un nuovo metodo di classificazione: il valore aziendale

Questo innovativo metodo di classificazione risulta essere più pratico rispetto ai metodi teorici della letteratura precedente. È stato introdotto da Hartini Jaafar e Hazianti Abdul Halim nel 2016 le quali notando una carenza di praticità nei metodi di classificazione consolidati hanno proposto il seguente metodo basato sul valore aziendale e derivante da evidenze empiriche.

Il modello da loro proposto utilizza congiuntamente tre variabili come proxy per la determinazione del ciclo di vita dell'impresa, le variabili scelte rappresentano sia i dati economici sia organizzativi, identificando la proporzione degli asset attuali rispetto alle opportunità di crescita (Jaafar and Halim, 2016). Più precisamente le variabili scelte sono: i) il rapporto tra valore di mercato e valore contabile delle attività nette, noto anche come market-to-book value of assets ratio (MBA), ii) il rapporto tra i flussi di cassa in uscita per la realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa (Capital expenditure o CAPEX) e il valore contabile di immobili, impianti e macchinari netti, noto anche come capital expenditures to property, plant and equipment ratio (CE) ed infine iii) il tasso di crescita delle vendite, spesso indicato con (SG), dall'inglese percentage of sales growth.

Utilizzando queste variabili si può far emergere anche la diversa enfasi strategica, rappresentativa di ogni fase del ciclo di vita, in quanto riflettono il cambiamento organizzativo e la capacità di generare vendite (Jaafar and Halim, 2016).

Di seguito si rappresenta la formulazione utilizzata:

$$1. \quad \text{MBA} = [(\text{Numero di azioni ordinarie in circolazione}) \times (\text{Prezzo di chiusura per azione}) + \text{Debito Totale} - \text{Liquidità}] \div \text{Valore contabile delle attività nette}$$

2.  $CE = \text{Capital expenditures} \div \text{Valore contabile di immobili, impianti e macchinari netti}$

3.  $SG = (\text{Vendite nette dell'anno in corso} - \text{Vendite nette dell'anno precedente}) \div \text{Vendite nette dell'anno precedente}$

L'utilizzo di queste variabili non è privo di difetti: uno degli svantaggi precipui è la difficoltà di stima del valore di mercato delle attività nette, necessario alla determinazione del rapporto MBA, ed in vero, come si può notare dalla formulazione sopra descritta, nel loro studio hanno utilizzato il valore contabile delle attività nette, invece del valore di mercato, ma questa è solo un'approssimazione. Inoltre, come si vedrà più avanti nel paragrafo, gli autori (Jaafar and Halim, 2016) nella classificazione per quintili dividono le aziende in base al settore di appartenenza, confermando implicitamente l'influenza del ciclo di vita del settore nel ciclo di vita dell'impresa, ma questo non sempre è vero. In ogni caso l'utilizzo di tre variabili congiunte risulta essere molto innovativo e senz'altro può abbassare il rischio di ottenere una stima incorretta, rispetto all'utilizzo disgiunto.

L'utilizzo del rapporto CE è invece dovuto al fatto che le spese in conto capitale sono per la maggior parte discrezionali e portano a nuove opportunità di investimento mentre come anticipato l'utilizzo della variabile SG coglie la diversa enfasi strategica di ogni singola fase: il tasso di crescita delle vendite è notoriamente più elevato nella fase di crescita (Jaafar and Halim, 2016). È importante sottolineare la mancanza di due variabili ritenute fondamentali dalla letteratura economica e aziendalistica, analizzata nei paragrafi precedenti, ovvero l'età di un'azienda e il rapporto di distribuzione dei dividendi (DP). Tuttavia, gli autori (Jaafar and Halim, 2016) sostengono che il ciclo di vita di un'azienda non dipenda dall'età della stessa, in quanto le fasi del ciclo di vita non sempre seguono un pattern evolutivo definito e che il DP non è un indicatore chiave per la classificazione delle fasi. Dopo aver identificato le variabili appena descritte hanno selezionato un campione di azione da analizzare: tutte le aziende quotate nell'ASX<sup>28</sup> con lo stesso codice GICS<sup>29</sup> a due cifre, e successivamente calcolato le proxy<sup>30</sup> del ciclo di vita per ciascuna azienda campione in ogni anno, suddividendo poi i dati in quintili. La fase successiva è stata assegnare i punteggi alle proxy del ciclo di vita per ogni anno in base

---

<sup>28</sup> L'Australian Securities Exchange (ASX) rappresenta la principale borsa valori australiana.

<sup>29</sup> I GICS (Global Industry Classification Standard) è una metodologia di classificazione standard globale, introdotta da MSCI in collaborazione con Standard & Poor's nel 1999, per la classificazione settoriale delle industrie.

<sup>30</sup> Con il termine proxy in economia si intende una variabile inserita in un modello econometrico, che approssima un'altra variabile fondamentale non direttamente quantificabile.

alla classificazione in quintili del settore (tabella 2.1), identificando cinque fasi: i) Crescita (valore assegnato 1), ii) crescita/maturità (valore assegnato 2), iii) maturità (valore assegnato 3), iv) maturità/declino (valore assegnato 4), v) declino (valore assegnato 5).

In seguito, hanno calcolato i punteggi composti per ciascuna azienda in ogni anno fiscale e assegnati alle fasi del ciclo di vita dell'azienda (tabella 2.2).

Industry Quintiles	MBA	CE	SG
0%-20%	5	5	5
21%-40%	4	4	4
41%-60%	3	3	3
61%-80%	2	2	2
81%-100%	1	1	1

*Tabella 2.1: Assegnazione dei punteggi alle fasi del ciclo di vita, Fonte: (Jaafar and Halim, 2016) Journal of Economics, Business and Management, Vol. 4, No. 2, February 2016, pag. 116*

Firm Life Cycle Stage	Composite Score
Growth	3 – 6
Growth/Mature	7
Mature	8 – 11
Mature/Decline	12
Decline	13 – 15

*Tabella 2.2: Classificazione basata sul punteggio composto, Fonte: (Jaafar and Halim, 2016) Journal of Economics, Business and Management, Vol. 4, No. 2, February 2016, pag. 117*

In fine è stato eseguito un test aggiuntivo per garantire la stabilità della classificazione del ciclo di vita, basato sull'ipotesi che un'azienda rimanga nella stessa fase per più di un anno e che quindi dopo aver verificato la fase di uno specifico anno si possa controllare la bontà dell'analisi verificando che i calcoli conducano allo stesso risultato anche nell'anno precedente e in quello immediatamente successivo. Il test ha confermato la validità della metodologia proposta, tuttavia occorre precisare che il lavoro di (Jaafar and Halim, 2016) è tanto innovativo quanto primordiale e necessita, perciò, di ulteriori ricerche per essere continuamente affinato.



#### *2.4.3.2 Utilizzare i patterns del flusso di cassa come proxy*

L'utilizzo dei flussi di cassa come metodo per determinare il ciclo di vita dell'impresa non è nuovo nella letteratura accademica; tuttavia, a rendere innovativo il metodo proposto da Victoria Dickinson (2011) è l'utilizzo di combinazioni di flussi di cassa che definiscono un pattern e non direttamente il flusso di cassa libero come proxy del ciclo di vita.

I flussi di cassa utilizzati sono di tre tipologie: 1) flusso di cassa operativo, 2) flusso di cassa derivante da attività di investimento, 3) flusso di cassa derivante da attività di finanziamento.

Con l'utilizzo congiunto ma allo stesso tempo disgiunto dei flussi di cassa testé descritti si sintetizzano gli indicatori economici proposti precedentemente in letteratura, come per esempio: utili; reddito sugli investimenti netti o return on net operating assets (RNOA); indice della rotazione delle attività o asset turnover (ATO); margine di profitto o profit margin (PM); ricavi delle vendite; grado di leva finanziaria; distribuzione dei dividendi; dimensioni ed età nel corso del ciclo di vita. In vero, i primi a documentare questa correlazione e a proporre un'analisi del flusso di cassa scomposto nelle tre componenti, operativa, finanziaria e d'investimento, sono stati Livnat and Zarowin (1990) con la loro innovativa analisi dei rendimenti azionari. Victoria Dickinson (2011) ha però utilizzato questa correlazione per definire un pattern in grado di descrivere il ciclo di vita di un'impresa.

Inoltre, identificare tre misure diverse corrispondenti a tre distinte tipologie di flussi di cassa offre un grosso vantaggio, ovvero riduce il rischio di creare confusione: utilizzando solamente il flusso di cassa libero come proxy si otterrebbe un valore poco significativo, in quanto potrebbe essere generato da fattori molto diversi tra loro. Per esempio, supponiamo di ottenere un valore negativo, le spiegazioni potrebbe essere molteplici: un calo del flusso di cassa operativo, oppure è stata messa in atto una strategia d'investimento o ancora da un aumento nel rimborso dei finanziamenti; come intuibile questa confusione finirebbe per rendere imprecisa la stima del ciclo di vita dell'impresa (Dickinson 2011).

Dickinson (2011) identifica quindi i pattern dei flussi di cassa rappresentativi di ogni fase del ciclo di vita aziendale (tabella 2.3), catturando l'allocazione delle risorse dell'azienda. Utilizzando il segno (positivo o negativo) del flusso di cassa netto operativo, di investimento e

	1	2	3	4	5	6	7	8
	Introduction	Growth	Mature	Shake-Out	Shake-Out	Shake-Out	Decline	Decline
Predicted sign								
Cash flows from operating activities	-	+	+	-	+	+	-	-
Cash flows from investing activities	-	-	-	-	+	+	+	+
Cash flows from financing activities	+	+	-	-	+	-	+	-

*Tabella 2.3: rappresentazione dei pattern dei flussi di cassa per ogni fase del ciclo di vita, Fonte: (Dickinson 2011), pag. 9*

di finanziamento, sono possibili 2<sup>3</sup> combinazioni per un totale di otto pattern<sup>31</sup>, condensati nelle cinque fasi del ciclo di vita: introduzione, crescita, maturità, shake-out e declino.

La quarta fase in realtà è solo una fase di transizione e per questo in molti modelli classici non viene rappresentata come fase a sé stante, bensì inclusa nelle fasi adiacenti e rappresentata semplicemente come un punto di transizione; tuttavia, in questo lavoro risulta utile includerla per rendere più pratico e applicabile il modello.

Il segno di ogni flusso di cassa è stato determinato analizzando la letteratura accademica: le imprese in fase di introduzione non hanno clienti consolidati e non conoscono ancora la funzione di costo, questo deficit di conoscenza sui ricavi e sui costi potenziali conduce a flussi di cassa operativi negativi (Jovanovic 1982).

Viceversa, nelle fasi di crescita e di maturità invece i margini di profitto sono massimizzati, grazie all'aumento degli investimenti e dell'efficienza (Spence 1977, 1979, 1981; Wernerfelt 1985), generando flussi di cassa operativi positivi.

In fine, il calo dei tassi di crescita della domanda genererà una diminuzione dei prezzi (Wernerfelt 1985), portando ad una coeva diminuzione dei flussi di cassa operativi, fino a raggiungere un valore negativo raggiunta la fase di declino (Dickinson 2011).

Per quanto riguarda i flussi di cassa derivanti dall'attività d'investimento tendono ad essere negativi nelle fasi di introduzione e di crescita, ciò è dovuto all'ottimismo manageriale (Jovanovic 1982) che incoraggia le imprese a effettuare investimenti precoci, con l'intento di scoraggiare l'ingresso sul mercato dei concorrenti (Spence 1977, 1979, 1981).

Lo stesso vale anche per le imprese mature, le quali sebbene in via minoritaria continueranno ad investire per mantenere il capitale (Jovanovic 1982, Wernerfelt 1985), il costo di mantenimento poi probabilmente continuerà ad aumentare nel tempo per via dell'aumento dei prezzi, contribuendo a generare flussi di cassa da attività di investimento negativi.

<sup>31</sup> I possibili pattern sono definiti dal numero di valori che può assumere la variabile, in questo caso due: positivo o negativo; elevato per il numero di variabili, in questo caso tre: flusso di cassa operativo, da attività di investimento e da attività di finanziamento.

D'altro canto, le imprese in declino liquideranno le attività per servire il debito esistente e sostenere le operazioni, il che si traduce in flussi di cassa positivi per gli investimenti.

Per quanto riguarda i flussi di cassa derivanti da attività di finanziamento, occorre citare la teoria del Pecking Order, la quale afferma che le imprese accedono inizialmente al debito bancario e successivamente al capitale proprio (Myers 1984, Diamond 1991), sulla base di ciò Barclay e Smith (1995) hanno dimostrato che le imprese in crescita accedono al debito con una durata inferiore rispetto alle imprese mature, di conseguenza possiamo generalizzare dicendo che i flussi di cassa di finanziamento sono positivi per le imprese in fase di introduzione e per quelle in fase di crescita.

Per quanto riguarda le imprese mature invece inizieranno a rimborsare il debito e a distribuire liquidità agli azionisti a patto che abbiano esaurito le opportunità di investimento a valore attuale netto positivo<sup>32</sup>, generando flussi di cassa da attività di finanziamento negativi.

La letteratura accademica tace invece per quanto concerne le imprese in fase di declino. Lo stesso accade poi per la fase di Shake-Out, addirittura in questo caso per tutte e tre le tipologie di flussi di cassa, di conseguenza nell'analisi proposta da Dickinson (2011), i pattern per quest'ultima fase sono stati definiti per esclusione. Nella figura 2.5 si offre il riassunto schematico di quanto testé descritto.

L'analisi offerta da Dickinson (2011) risulta essere molto innovativa per la sua praticità, il modello risulta infatti immediatamente applicabile a contesti operativi, e proprio per questo nei paragrafi successivi si fornirà una prima applicazione pratica e una possibilità di miglioramento e ampliamento del modello.

---

<sup>32</sup> Il valore attuale netto (VAN) conosciuto anche come Net Present Value (NPV) è definito come il valore attualizzato, con un tasso di attualizzazione che rappresenta il costo opportunità del capitale impiegato, di una serie di flussi di cassa generati come entrate future di un investimento, al netto delle uscite monetarie, generalmente indicate come un unico esborso iniziale (la somma investita). Per far sì che l'investimento crei del valore netto, ovvero al netto del recupero dell'esborso iniziale e delle remunerazione richiesta dagli azionisti, il VAN deve essere positivo.

Economic Links to Cash Flow Patterns

Cash Flow Type	Introduction	Growth	Mature	Shake-Out	Decline
Operating	Firms enter market with knowledge deficit about potential revenues and costs (Jovanovic 1982)  <b>(-) Cash Flows</b>	Profit margins are maximized during period of greatest investment (Spence 1977, 1979, 1981)  <b>(+) Cash Flows</b>	Efficiency maximized through increased knowledge of operations (Spence 1977, 1979, 1981; Wernerfelt 1985)  <b>(+) Cash Flows</b>	Declining growth rates lead to declining prices (Wernerfelt 1985) Routines of established firms hinder competitive flexibility (Hannan and Freeman 1984)  <b>(+/-) Cash Flows</b>	Declining growth rates lead to declining prices (Wernerfelt 1985)  <b>(-) Cash Flows</b>
Investing	Managerial optimism drives investment (Jovanovic 1982) Firms make early large investments to deter entry (Spence 1977, 1979, 1981)  <b>(-) Cash Flows</b>	Firms make early large investments to deter entry (Spence 1977, 1979, 1981)  <b>(-) Cash Flows</b>	Obsolescence increases relative to new investment as firms mature (Jovanovic 1982, Wernerfelt 1985)  <b>(-) Cash Flows</b>	Void in theory  <b>(+/-) Cash Flows</b>	Liquidation of assets to service debt  <b>(+) Cash Flows</b>
Financing	Pecking order theory states firms will access bank debt then equity (Myers 1984, Diamond 1991); Growth firms will issue short-term debt (Barclay and Smith 1995)  <b>(+) Cash Flows</b>	Pecking order theory states firms will access bank debt then equity (Myers 1984, Diamond 1991); Growth firms will issue short-term debt (Barclay and Smith 1995)  <b>(+) Cash Flows</b>	Focus shifts from acquiring financing to servicing debt and distributing excess funds to shareholders; Mature firms will issue longer term debt (Barclay and Smith 1995)  <b>(-) Cash Flows</b>	Void in theory  <b>(+/-) Cash Flows</b>	Focus on debt repayment and/or renegotiation of debt  <b>(+/-) Cash Flows</b>

Figura 2.5: rappresentazione dei collegamenti economici atti alla determinazione del segno dei flussi di cassa per ogni fase del ciclo di vita, Fonte:(Dickinson 2011), pag. 33

#### **2.4.4 la Finanza Aziendale lungo il ciclo di vita dell'impresa**

La gestione della finanza aziendale non è uguale lungo tutto il ciclo di vita dell'impresa, come esplicitato nei paragrafi precedenti il rischio non è uguale per tutte le fasi e di conseguenza anche il costo del capitale rispecchia tale volubilità. Questo comporta anche una diversa strategia di finanziamento in ogni fase del ciclo, nella fase iniziale e di crescita ci sarà necessità di un autofinanziamento maggiore e nel lungo periodo la fonte più consistente di autofinanziamento sono gli utili non distribuiti come dividendo. Di seguito verranno analizzati nel dettaglio questi due pilastri della corporate finance.

##### *2.4.4.1 Costo del debito*

Le imprese durante la loro evoluzione attraverso le fasi del ciclo di vita subiscono dei cambiamenti strutturali generando cambiamenti anche sul profilo di rischio (Quinn e Cameron 1983; Miller e Friesen 1984). Inoltre, come descritto dalla letteratura accademica l'evoluzione delle fasi del ciclo di vita è legata al finanziamento esterno (Rajan e Zingales 1998), rendendo evidente il differente profilo di costo del debito lungo il ciclo di vita delle imprese, i finanziatori infatti adeguano i tassi di interesse sui prestiti (spread) per compensare i diversi livelli di rischio (Amin et al., 2023).

Per dimostrare ciò gli autori della ricerca (Amin et al., 2023) hanno effettuato un'analisi su un campione di 20.307 osservazioni di prestiti aziendali, riguardanti 5.076 imprese quotate in borsa negli Stati Uniti, nel periodo compreso tra il 1988 e il 2018.

Adottando tre diversi approcci per la determinazione delle fasi aziendali:

1. Utilizzando misure continue: in particolare due indici differenti, che indicano in che misura un'impresa si autofinanzia o fa affidamento sul capitale esterno (DeAngelo et al., 2006): rapporto tra utili non distribuiti e attività totali (RE/TA) e rapporto tra utili non distribuiti e patrimonio netto totale (RE/TE).
2. Classificazione in Tre Fasi: analizzando i rapporti RE/TA e RE/TE le imprese sono state suddivise in tre categorie: giovani, mature e vecchie, in base al terzile di appartenenza.
3. Classificazione in Cinque Fasi: Seguendo la metodologia di Dickinson (2011), analizzata nel paragrafo precedente.

Gli autori (Amin et al., 2023) hanno poi utilizzato la regressione OLS<sup>33</sup> per osservare la relazione tra spread sui prestiti e le misure del ciclo di vita, includendo nel modello alcune variabili di controllo relative alle caratteristiche delle imprese e dei prestiti. Di seguito si rappresenta il modello e l'elenco delle variabili utilizzate nel modello (Amin et al., 2023):

1. Variabili Dipendenti:

- a. SPREAD: è la variabile dipendente principale e rappresenta il logaritmo naturale dello spread sui prestiti, misurato in punti base (bps) rispetto al LIBOR<sup>34</sup>, considerando implicitamente lo spread sui prestiti come una proxy del costo del debito.

2. Variabili Indipendenti Principali (Misure del Ciclo di Vita):

a. Misure Continue:

- i. RE/TA: rapporto tra utili non distribuiti e attività totali.
- ii. RE/TE: rapporto tra utili non distribuiti e patrimonio netto totale.

b. Variabili Categoriali di tipo dummy<sup>35</sup> (basate sulla suddivisione in terzili):

- i. YOUNG: uguale a 1 se l'impresa si trova nel terzile inferiore di RE/TA o RE/TE.
- ii. MATURE: uguale a 1 se l'impresa si trova nel terzile intermedio di RE/TA o RE/TE.
- iii. OLD: uguale a 1 se l'impresa si trova nel terzile superiore di RE/TA o RE/TE.

c. Variabili Categoriali di tipo dummy (basate sui pattern di Dickinson (2011)):

- i. INTRO: uguale a 1 se l'impresa presenta le caratteristiche di flusso di cassa della fase di "introduzione".
- ii. GROWTH: uguale a 1 se l'impresa presenta le caratteristiche di flusso di cassa della fase di "crescita".
- iii. MATURE: uguale a 1 se l'impresa presenta le caratteristiche di flusso di cassa della fase di "maturità".

---

<sup>33</sup> Il metodo dei minimi quadrati (Ordinary Least Squares o OLS) è la più usata forma di regressione lineare multipla, e consiste nel trovare una funzione che minimizza la somma dei quadrati delle distanze tra i dati osservati e quelli della curva che rappresenta la funzione stessa e che quindi si avvicina il più possibile alla rappresentazione dei dati.

<sup>34</sup> Il LIBOR o London Inter-Bank Offered Rate, è il tasso interbancario del mercato londinese.

<sup>35</sup> Nei modelli econometrici si indica con variabile dummy una variabile binaria che può quindi assumere solo due valori, 0 o 1, a seconda che sia soddisfatta o meno una data condizione.

- iv. SHAKEOUT: uguale a 1 se l'impresa non rientra in nessuna delle altre quattro fasi.
- v. DECLINE: uguale a 1 se l'impresa presenta le caratteristiche di flusso di cassa della fase di "declino".

### 3. Variabili di Controllo:

#### a. Caratteristiche dell'Impresa:

- i. FIRM SIZE: logaritmo naturale delle attività totali.
- ii. MTB: rapporto tra il valore di mercato del capitale proprio e il valore contabile del capitale proprio.
- iii. LEV: rapporto tra debiti a lungo termine totali e attività totali.
- iv. TANGIBILITY: rapporto tra immobili, impianti e macchinari netti e attività totali (ATQ).
- v. CFO: flusso di cassa operativo in rapporto alle attività.
- vi. STD CF: deviazione standard del flusso di cassa operativo rapportato alle attività totali negli ultimi otto trimestri.
- vii. Z-SCORE: punteggio di (Altman, 1968), rappresentante il peso percentuale di 5 indici: i) Capitale Circolante Netto / Totale Attivo, ii) Riserve di utili / Totale Attivo, iii) Reddito Operativo (o EBIT) / Totale Attivo, iv) Patrimonio Netto / Totale Debiti, v) Ricavi di Vendita / Totale Attivo e utilizzato in questo caso come proxy del rischio di fallimento.
- viii. PROFITABILITY: Rapporto tra utile operativo lordo e vendite.
- ix. ANALYST: numero di analisti che hanno emesso una previsione per il periodo rilevante.
- x. SALES GROWTH: crescita delle vendite, misurata come variazione percentuale delle vendite rispetto al periodo precedente.
- xi. C4-INDEX: quota di mercato aggregata delle quattro maggiori imprese in un settore.
- xii. AGE: logaritmo naturale di uno più il numero di anni trascorsi dall'inserimento dell'azienda nel database CRSP<sup>36</sup>.
- xiii. CUST CONCN: percentuale aggregata di vendite provenienti da clienti che rappresentano almeno il 10% delle vendite totali.

---

<sup>36</sup> Il databased CRSP o Center for Research in Security Prices, fa riferimento all'università di Chicago e fornisce i dati storici del mercato azionario.

- xiv. BETA: beta del titolo azionario, come formulato nell'ambito del Capital Asset Pricing Model (CAPM)<sup>37</sup>.
  - xv. CREDIT RATING: rating di credito S&P dell'impresa.
  - xvi. IND-GROW-SHOCK: deviazione standard della crescita delle vendite a livello di settore.
  - xvii. LGD: perdita attesa in caso di default.
  - xviii. PVIOL: probabilità prevista di violazione delle clausole restrittive.
  - xix. DEBT BETA: beta del debito, calcolato come il beta del capitale proprio rettificato per l'effetto leva finanziaria.
- b. Caratteristiche del Prestito:
- i. LOAN TERM: logaritmo naturale della durata del prestito, misurata in mesi.
  - ii. LOAN SIZE: logaritmo naturale dell'importo del prestito in milioni di dollari.
  - iii. SECURE: variabile dummy uguale a 1 se il prestito è garantito.
  - iv. LOAN TYPE: tipo di prestito.

I risultati dell'analisi confermano l'ipotesi proposta da (Amin et al., 2023), evidenziando che il costo del debito è fortemente correlato alla fase del ciclo di vita di un'azienda: in particolare le aziende giovani tendono a pagare spread sui prestiti più elevati rispetto alle aziende mature, e ciò è dovuto alla maggiore rischiosità delle aziende giovani, le quali avendo una storia operativa breve sono più soggette al rischio di fallire (Amin et al., 2023).

Inoltre, gli spread sui prestiti tendono a seguire un andamento a forma di U nelle diverse fasi del ciclo di vita di un'azienda: passando da essere relativamente alti nella fase di introduzione, per poi ridursi nelle fasi di crescita e maturità e aumentare nuovamente nelle fasi di shakeout e declino (Amin et al., 2023). In vero, possiamo spiegare anche questa tendenza analizzando il profilo di rischio: le aziende nelle fasi di introduzione e declino sono più rischiose da finanziare rispetto a quelle nelle fasi di crescita e maturità.

Per quanto riguarda invece il rischio sistematico e il rischio idiosincratice non diversificabile, variano a seconda del ciclo di vita di un'azienda: le aziende meno mature

---

<sup>37</sup> Il modello del CAPM, proposto da William Sharpe nel 1964, stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità.



presentano un rischio idiosincratco maggiore, contribuendo all'andamento a U della relazione tra fase del ciclo di vita e spread sui prestiti (Amin et al., 2023).

L'andamento dei rischi testé descritti (rischio di credito, idiosincratco e sistematico) segue perciò l'andamento del ciclo di vita aziendale e risulta in linea con gli spread sui prestiti, suggerendo che le banche applicano premi per compensare il diverso livello di rischio.

#### 2.4.2.2 *La teoria del ciclo di vita dei dividendi*

Con teoria dei dividendi si fa riferimento agli studi sul ciclo di vita dell'impresa effettuati da Mueller nel 1972, il quale basandosi a sua volta sulle teorie precedentemente sviluppate da Knight (1921) e Schumpeter (1934), teorizza un modello del ciclo di vita dell'impresa composto da sole tre fasi:

- Fase iniziale: nascita dell'impresa attraverso lo sfruttamento di un'innovazione, l'impresa investe tutte le risorse disponibili nello sviluppo e nel miglioramento della redditività.
- Fase di maturità: aumenta la competizione e i mercati si saturano, rallentando la crescita. In questa fase l'impresa ha raggiunto grandi dimensioni ma fatica a trovare nuove opportunità di investimento redditizie e quindi non riesce più ad innovare.
- Fase di declino: l'operatività diventa meno redditizia e l'impresa deve decidere se ristrutturarsi, liquidare o continuare con una crescita stagnante.

Mueller (1972) collegò poi questa teoria alla politica dei dividendi, sostenendo che l'impresa, per massimizzare il valore per gli azionisti, deve necessariamente trattenere tutti gli utili nella fase iniziale di crescita per finanziare gli investimenti e solamente una volta raggiunta la fase di maturità distribuire il 100% degli utili, dacché proprio in questa fase le opportunità di investimento redditizie diminuiscono.

Questa idea di base è stata poi sviluppata e arricchita da altri studiosi, integrando concetti in parte già analizzati nei paragrafi precedenti, come il costo del capitale e l'asimmetria informativa, che variando lungo le fasi del ciclo di vita da origine a diversi profili di rischio che poi a sua volta influenza il costo del capitale, sia proprio sia di debito.

La combinazione di questi elementi ha portato Bulan and Subramanian (2011) alla formulazione della teoria del ciclo di vita dei dividendi, che afferma che la politica ottimale dei dividendi di un'impresa dipende dalla sua fase del ciclo di vita.

Per fare ciò Bulan and Subramanian (2011) hanno analizzato la letteratura presente e le verifiche empiriche ad essa collegate, suddividendo l'analisi in tre pilastri:

1. Analisi della propensione al pagamento dei dividendi: esaminando la relazione tra la probabilità che un'impresa paghi i dividendi e le sue caratteristiche fondamentali, legate al ciclo di vita, come redditività, crescita, dimensioni, leva finanziaria, disponibilità di cassa. Bulan and Subramanian (2011) si collegano a quanto già evidenziato da Fama e French (2001) evidenziando come le imprese che

pagano dividendi tendono ad essere grandi, altamente redditizie e con utili non distribuiti sufficienti a coprire i loro investimenti di capitale, ovvero tendono ad avere caratteristiche tipiche delle imprese mature; mentre le imprese che non hanno mai pagato dividendi tendono ad essere piccole, meno redditizie e con maggiori opportunità di investimento che richiedono finanziamenti esterni, ovvero tutte le caratteristiche delle imprese giovani e in rapida crescita.

2. Studio degli eventi relativi alle variazioni dei dividendi: approfondiscono come i cambiamenti nella politica di distribuzione, aumenti, diminuzione e nuove distribuzioni, influenzino il comportamento delle imprese. Si evidenzia la diminuzione del rischio sistemico per le imprese che aumentano i dividendi e l'aumento per le imprese che li diminuiscono (Grullon et al., 2002), avvalorando l'ipotesi che le imprese mature, che quindi dispongono di minori opportunità di crescita tendano ad aumentare i pagamenti di dividendi e presentino un rischio sistematico inferiore (Bulan and Subramanian, 2011).

3. Analisi di casi studio: rappresenta il vero valore aggiunto dell'analisi proposta da Bulan and Subramanian (2011). Il caso studio precipuo è rappresentato da Microsoft, la quale ha iniziato ad emettere dividendi a partire dal 2003 dopo un periodo di crescita e maturazione. Analizzando i trend di crescita delle vendite, redditività, spese in conto capitale e disponibilità di cassa di Microsoft nel tempo, si evince come nel 2003 l'azienda avesse raggiunto un punto in cui la liquidità era maggiore di quella che avrebbe potuto investire in modo redditizio, ed è proprio questa situazione ad aver portato l'azienda ad avviare i pagamenti di dividendi (Bulan and Subramanian, 2011).

La teoria del ciclo di vita dei dividendi trova quindi un evidente supporto empirico: le imprese nelle fasi iniziali del loro ciclo di vita raramente emettono dividendi, mentre le imprese nella fase di maturità distribuiscono parte degli utili agli azionisti molto più frequentemente. Occorre però precisare che nonostante questo studio sia verificato empiricamente e rappresenti una solida base, ci sono altri fattori da tenere in considerazione per ricerche future, uno su tutti la politica fiscale sui dividendi.

#### 2.4.5 Struttura proprietaria: decisione di quotarsi in borsa

La struttura proprietaria ottimale di un'azienda non è statica bensì si evolve lungo il suo intero ciclo di vita (Maug, 2001). La decisione di quotarsi in borsa attraverso un'offerta pubblica iniziale (IPO)<sup>38</sup> quindi non può che dipendere anche dalla fase in cui l'azienda si trova. In particolare, la decisione di quotarsi in borsa dipende da diversi fattori tra cui alcuni strettamente legati alla fase del ciclo di vita in cui l'azienda si trova, come, il vantaggio comparato nella raccolta di informazioni: quando l'azienda si trova nella fase iniziale del suo ciclo di vita sono gli insider, come gli imprenditori, ad avere un vantaggio informativo utile ad effettuare previsioni di crescita, le informazioni specifiche dell'azienda sono in questa fase più rilevanti rispetto a quelle di mercato (Maug, 2001).

Viceversa, quando l'azienda raggiunge la fase di crescita e/o di maturità le informazioni relative al settore e al mercato diventano più importanti rispetto a quelle specifiche, in questo caso sono gli investitori ad aver un vantaggio comparato nella raccolta delle informazioni. Le aziende scelgono quindi di quotarsi in borsa quando gli investitori esterni sviluppano un vantaggio comparato nella raccolta di informazioni cruciali per valutare le prospettive dell'azienda e ciò avviene nella fase di crescita avanzata o di maturità (Maug, 2001).

Altri fattori che incidono nella decisione di avviare una IPO o meno sono il costo dell'informazione: le IPO sono spesso sotto prezzate per compensare gli investitori per l'asimmetria informativa. Questo sottoprezzo è pari al costo sostenuto dagli insider per accedere alle informazioni raccolte dagli investitori di mercato (Maug, 2001). In vero, per ottenere informazioni sia gli insider che gli investitori esterni sostengono dei costi: i primi sostengono un costo per ottenere le informazioni specifiche, mentre i secondi per ottenere le informazioni generiche sul mercato o settore. Da questo si può dedurre che le aziende scelgono di quotarsi in borsa quando il costo di ottenere le informazioni di mercato diventa minore rispetto al costo di ottenere informazioni specifiche, e questo può avvenire solo quando la tecnologia è nota e

---

<sup>38</sup> La IPO è una particolare forma di OPS (offerta pubblica di sottoscrizione) ovvero uno strumento attraverso il quale una società offre agli investitori azioni di nuova emissione nate a seguito di un'operazione di aumento di capitale, nel caso in cui l'OPS sia finalizzata alla quotazione in borsa si parla di "initial public offering" (IPO). Quando invece le azioni che si vogliono acquistare o vendere sono esistenti si parla rispettivamente di OPA (offerta pubblica di acquisto) o di OPV (offerta pubblica di vendita), questi due particolari strumenti sono nati per evitare di inserire numerosi ordini nei book di negoziazione, alterando il prezzo delle azioni nei mercati regolamentati, infatti attraverso l'OPA e l'OPV il prezzo viene fissato in egual modo per tutte le azioni facenti parte dell'operazione stessa, l'OPA viene in vero usata molto spesso per effettuare una scalata ed assumere il controllo di una società, o per effettuare il Delisting: la società ritorna ad essere privata.

l'azienda innovatrice ha raggiunto una fase di stabilità e quindi si trova a ridosso della fase di maturità.

È innegabile, tuttavia, il ruolo cruciale degli intermediari, come le banche d'investimento, nel ridurre questi costi di informazione per migliorare l'allocazione. Sebbene questa teoria necessiti ancora di ulteriori verifiche empiriche, possiamo già osservare nella realtà quanto sopra descritto: nelle fasi iniziali del ciclo di vita le aziende finanziano il capitale proprio con fondi di proprietà degli imprenditori o dei propri familiari e amici<sup>39</sup>, per poi successivamente ricevere fondi da parte dei c.d. Angel Investor<sup>40</sup> e da parte dei fondi di Venture Capital<sup>41</sup>; successivamente raggiunta la fase di maturità osserviamo una exit<sup>42</sup>, solitamente rappresentata da una IPO.

---

<sup>39</sup> Nell'ambito del venture capital si parla proprio di Love Capital o delle 3F, dall'inglese family, friends and fools, cioè famiglia, amici e folli, proprio per indicare la difficoltà di ottenere informazioni nelle prime fasi di vita di una azienda e di conseguenza l'elevata rischiosità.

<sup>40</sup> Con il termine Angel Investor o Business Angel, si fa riferimento ad una persona facoltosa, di solito un imprenditore dopo aver effettuato una exit dal suo business principale, che decide quindi di investire parte del proprio capitale personale in giovani aziende (Startup).

<sup>41</sup> Con il termine Venture Capital si fa riferimento alla attività di investimento istituzionale, portata a termine dai Venture Capitalist, in capitale di rischio ovvero equity di società non quotate ad alto potenziale di crescita, e che quindi si trovano in una fase del ciclo di vita iniziale, quest'ultima caratteristica differenzia il venture capital dall'attività di private equity.

<sup>42</sup> Con il termine Exit si fa riferimento alla vendita di quote o azioni di una società, da parte di un soggetto che precedentemente aveva investito in essa, al fine di realizzare un guadagno.

#### **2.4.6 Decidere di innovare**

Le imprese al contrario di quanto si possa pensare generano innovazione lungo tutto il loro ciclo di vita: all'inizio quando l'impresa è appena nata è l'innovazione l'elemento generatore dell'impresa stessa; infatti, senza innovazione non potrebbe esistere la fase di startup. Nella fase di avvio le imprese sono caratterizzate da un elevato grado di incertezza e si focalizzano sull'innovazione di prodotto e/o di processo per entrare nel mercato con un'offerta differenziata (Teece, 1986).

La fase di introduzione o di Startup come detto nei paragrafi precedenti è molto rischiosa, questo perché innovare comporta dei rischi, compreso il rischio di fallimento (Blank, 2013). In questa fase è fondamentale bilanciare l'entusiasmo per le nuove idee con una profonda comprensione delle dinamiche di mercato e una gestione sostenibile delle risorse disponibili (Ries, 2011). Anche nella fase di crescita l'innovazione continua, non si tratta più di un'innovazione di rottura, ma più di un miglioramento e un'ottimizzazione dei processi per poter penetrare in nuovi mercati (Porter, 1985). In questa fase la capacità di innovare determina anche la massima espansione dell'azienda che può raggiungere nell'arco del suo ciclo di vita.

L'innovazione è poi fondamentale nella fase di maturità, per poter scongiurare la successiva fase di declino, è proprio in questo punto che avviene il c.d. Shake-Out, ovvero l'azienda prova ad incrementare gli investimenti, in particolare in R&S, cercando di prolungare la propria vita (Drucker, 1985). Anche dopo aver raggiunto la fase di declino, la decisione di innovare può essere un'ultima risorsa per invertire la rotta. Le decisioni di innovare in questa fase devono essere coraggiose e spesso includono la re-invenzione completa dell'impresa (Kim e Mauborgne, 2005), questo può comportare anche l'abbandono completo di prodotti e di mercati presieduti dall'impresa per spostarsi in aree totalmente nuove.

Come analizzato nei paragrafi precedenti, innovare però in alcuni fasi del ciclo di vita è più difficile che in altre, e questo è dovuto alla cultura aziendale che di solito è resistente al cambiamento (Ghemawat, 1991). Inoltre, molte imprese tendono con il passare del tempo a divenire più avverse al rischio, proprio come accade per gli esseri umani, la propensione al rischio è infatti maggiore nelle fasi giovanili, e diminuisce progressivamente con l'avanzare dell'età (Guiso & Paiella, 2008).

La decisione di innovare risulta quindi essere fondamentale in tutte le fasi del ciclo di vita dell'impresa, occorre però precisare che non sempre risulta essere una scelta facile: come

spiegato dalle numerose teorie della c.d. behavioral economics<sup>43</sup>, ed in particolare dalla Prospect theory, gli esseri umani tendono a dare un peso differenziato alle perdite rispetto che ai guadagni, il che significa che la disutilità di perdere una certa somma è maggiore dell'utilità di guadagnare la stessa somma (Tversky & Kahneman, 1992).

Questo è molto interessante se collegato al ciclo di vita dell'impresa, perché nella fase di startup, l'impresa è appena stata creata ed ha un valore relativamente basso, quindi si è disposti a rischiare maggiormente innovando per aumentare di molto il valore dell'impresa (l'utilità attesa dei guadagni potenziali è maggiore delle perdite), nella fase di maturità accade l'opposto: l'impresa ha raggiunto un valore notevole (il valore massimo per quel determinato ciclo di vita) e quindi la decisione di innovare viene ritenuta maggiormente rischiosa, o per meglio dire, la disutilità di perdere l'intero valore dell'impresa è maggiore.

---

<sup>43</sup>La behavioral economics o economia comportamentale è un capo di studio dell'economia che combina ai tradizionali principi economici anche elementi di psicologia per comprendere e descrivere come gli individui prendono decisioni economiche.

#### 2.4.7 Fallimento dell'impresa e il dilemma esplorazione/sfruttamento

Come anticipato nel paragrafo precedente l'innovazione è alla base di ogni fase del ciclo di vita dell'impresa, e generalizzando possiamo dire che è proprio la mancanza di innovazione a portare al fallimento un'impresa: analizzando gli estremi del ciclo possiamo dire che nella fase di startup senza innovazione non può proprio nascere una nuova impresa e che nella fase di maturità senza innovazione si andrà certamente incontro ad un inesorabile declino. La scelta di innovare però porta con sé un dilemma: l'innovazione deve consentire l'esplorazione o lo sfruttamento?

Ebbene la risposta la si può trovare nel modello del ciclo di vita dell'impresa, ma prima di tutto occorre definire che cosa si intende per esplorazione e per sfruttamento:

- Esplorazione: rappresenta tutte quelle attività che generano nuova conoscenza, come investimenti in ricerca e sviluppo, ingresso in nuovi mercati o cambiamento nel modello di business (Osievskyy et al., 2020).
- Sfruttamento: rappresenta l'ottimizzazione delle operazioni esistenti, come il miglioramento dei prodotti o servizi offerti e dei processi esistenti all'interno dell'impresa, inoltre spesso comporta alti investimenti in pubblicità o marketing (March, 1991).

Per ogni fase del ciclo di vita esiste una scelta ottimale, o meglio esiste una scelta che minimizza la probabilità di fallimento dell'impresa. Ehsani e Osievskyy (2023) hanno proposto un modello teorico di ciclo di vita collocato alle strategie di sfruttamento ed esplorazione, suddiviso in 5 fasi più un periodo di transizione tra ognuna di esse.

- Fase di introduzione: in questa fase l'azienda è giovane, possiede risorse limitate e ha una scarsa conoscenza del mercato, di conseguenza l'esplorazione, che implica investimenti significativi in attività rischiose e cambiamenti radicali, può mettere a repentaglio la sopravvivenza dell'azienda. In questa fase l'azienda non ha ancora sfruttato a pieno le sue risorse e la sua tecnologia, perciò la strategia di sfruttamento risulta essere più vantaggiosa e ridurre le probabilità di fallimento (Ehsani e Osievskyy, 2023).

- Fase di crescita: in questa fase l'azienda cresce notevolmente e acquisisce nuove risorse. Questa nuova disponibilità di risorse unitamente ad una migliore conoscenza del mercato incrementa la propensione al rischio, rendendo di fatto l'esplorazione la strategia più vantaggiosa per minimizzare la probabilità di fallimento, grazie alla capitalizzazione delle nuove opportunità che consentono all'azienda di consolidare la sua posizione competitiva (Ehsani e Osievskyy, 2023).



- Fase di maturità: nella fase di maturità la competizione si intensifica, portando le aziende a raggiungere la massima efficienza operativa. In questa fase, è fondamentale quindi bilanciare le strategie di esplorazione e di sfruttamento, così da mantenere la massima efficienza operativa ma allo stesso tempo adattarsi ai cambiamenti del mercato. Per minimizzare le probabilità di fallimento è necessario quindi non porre eccessiva enfasi su una sola delle due strategie (Ehsani e Osiyevskyy, 2023).

- Fase di shakeout: è caratterizzata da un rallentamento della crescita e da una forte pressione sui prezzi, diventa quindi fondamentale concentrarsi sull'efficienza e sul controllo dei costi. Per via dei costi elevati e della sua incertezza, la strategia di esplorazione diventa eccessivamente rischiosa, risulta ottima invece la strategia di sfruttamento, la quale permette di ottimizzare le operazioni esistenti, rimanendo competitivi e minimizzando le probabilità di fallimento (Ehsani e Osiyevskyy, 2023).

- Fase di declino: nella fase di declino le vendite diminuiscono, la redditività si riduce e le aziende si concentrano sul rimborso del debito. Dunque, anche per questa fase l'esplorazione diventa estremamente rischiosa a causa delle limitate risorse e della bassa probabilità di successo. Lo sfruttamento delle risorse esistenti e la riduzione dei costi invece massimizzano le probabilità di sopravvivenza (Ehsani e Osiyevskyy, 2023).

- Fase di transizione: questa fase rappresenta i periodi di transizione che l'azienda attraversa tra una fase e l'altra del ciclo di vita, questi periodi sono caratterizzati da incertezza e cambiamenti significativi. L'esplorazione diventa quindi fondamentale per adattarsi rapidamente alle nuove condizioni e cogliere le opportunità emergenti, minimizzando la probabilità di fallimento. Lo sfruttamento, invece, potrebbe ostacolare la flessibilità e la capacità di risposta alle nuove sfide (Ehsani e Osiyevskyy, 2023).

Per verificare empiricamente il modello proposto Ehsani e Osiyevskyy (2023) hanno effettuato un'analisi utilizzando come ciclo di vita il modello a cinque fasi (introduzione, crescita, maturità, shakeout e declino) proposto da Dickinson (2011) con la classificazione tramite i pattern dei flussi di cassa (su cui v. supra nel sottoparagrafo 2.4.3.2).

In questo modo Ehsani e Osiyevskyy (2023) hanno analizzato empiricamente un campione di 21.051 aziende nordamericane, su un orizzonte temporale di 31 anni (dal 1988 al 2019), utilizzando come fonte dei dati il database CRSP/Compustat Merged.

Hanno utilizzato un modello di analisi, basato sulla regressione logistica<sup>44</sup> a effetti fissi con l'utilizzo di dati panel, in cui sono state incluse le seguenti variabili (Ehsani e Osiyevskyy, 2023):

- Variabile Dipendente:
  - Fallimento dell'azienda (Firm Failure): è una variabile di tipo binario e assume valore 1 se l'azienda ha subito un calo di cinque volte la capitalizzazione di mercato in un periodo di cinque anni e/o è stata cancellata dall'elenco delle società quotate in borsa a causa di un'acquisizione, fusione, fallimento o liquidazione; altrimenti assume come valore 0.
- Variabili Indipendenti:
  - Esplorazione: calcolata come percentuale delle spese di ricerca e sviluppo (R&D) sul totale del fatturato annuo dell'azienda.
  - Sfruttamento: calcolata come percentuale delle spese pubblicitarie sul totale del fatturato annuo dell'azienda.
- Variabile Moderatrice:
  - Fasi del ciclo di vita dell'azienda: divisione in cinque fasi (introduzione, crescita, maturità, shakeout e declino) più una fase di transizione, il calcolo è basato sui pattern dei flussi di cassa definiti da Dickinson (2011) ed è stata creata una variabile dummy per ogni fase.
- Variabili di Controllo:
  - Caratteristiche dell'azienda: Età, dimensione, rischio operativo, rischio finanziario, rapporto di mercato, attività immateriali, liquidità disponibile, liquidità recuperabile, ritorno sugli asset (ROA), ritorno sulle vendite (ROS) e ritorno sul capitale proprio (ROE).
  - Effetto Settore: sono state utilizzate variabili dummy per controllare l'impatto di diversi settori.
  - Impatto Anno: sono state utilizzate variabili dummy per controllare l'impatto dei diversi anni.

---

<sup>44</sup> La regressione logistica, nota anche come modello Logit, è un modello statistico di regressione non lineare, utilizzato in presenza di una variabile dipendente dicotomica, ovvero di tipo binario, che quindi assume come valori 0 o 1.

Dall'analisi sono emersi i seguenti risultati (Ehsani e Osiyevskyy, 2023): l'esplorazione aumenta la probabilità di fallimento nella fase di introduzione, nella fase di shakeout e nella fase di declino, mentre invece riduce la probabilità di fallimento nella fase di crescita, nella fase di maturità e nella fase di transizione. Lo sfruttamento invece riduce la probabilità di fallimento nella fase di introduzione e nella fase di maturità, ma aumenta la probabilità di fallimento nella fase di transizione.

Non sono emersi invece risultati riguardanti l'impatto dello sfruttamento nelle fasi di crescita, shakeout e declino. Questo sottolinea le limitazioni di questa teoria e di questo studio, gli autori stessi precisano che la scelta tra esplorazione e sfruttamento non è sempre netta e dipende da una serie di fattori specifici dell'azienda e del contesto di mercato. Sono quindi necessarie ulteriori ricerche sull'argomento, ma in conclusione possiamo dire che la fase del ciclo di vita determina quindi quale strategia (esplorazione o sfruttamento) risulta essere più vantaggiosa, precisando che da soli né l'esplorazione né lo sfruttamento possono garantire il successo aziendale. Innegabilmente, questa analisi fornisce poi interessanti spunti manageriali, come: costruire una solida base nelle fasi iniziali dando priorità allo sfruttamento della tecnologia già in essere, per poi impegnarsi nell'esplorazione di nuove tecnologie e di nuovi mercati una volta raggiunte le fasi di crescita e di maturità, al fine di ottenere un vantaggio competitivo a lungo termine.

#### **2.4.8 Firm life-cycle e rendimenti azionari: un modello predittivo**

Come descritto nei paragrafi precedenti l'innovazione è alla base continuità aziendale e della crescita sostenibile di qualsiasi impresa. Tuttavia, per chi scrive rappresenta qualcosa in più, ovvero la base della società in cui viviamo. In questo paragrafo, perciò, si vuole provare ad innovare, sviluppando le ricerche analizzate precedentemente. Dickinson (2011), ha infatti lasciato nel suo elaborato un interessante spunto per ricerche future: la correlazione del ciclo di vita dell'impresa e i prezzi delle azioni. Ed in vero abbiamo numerosi esempi nella letteratura accademica di correlazioni tra i flussi di cassa di un'impresa e il prezzo delle sue azioni. In un mercato privo di frizioni, il valore di un'impresa è determinato dalla somma attualizzata dei flussi di cassa futuri generati dalla stessa (Modigliani and Miller, 1958), i flussi di cassa sono quindi una delle determinanti fondamentali del valore di un'azienda e indirettamente del prezzo delle azioni. Questa teoria è anche utilizzata empiricamente dal modello di analisi del Discounted Cash Flow (DCF), ampiamente utilizzato nell'ambito del Value Investing: il valore dei flussi di cassa futuri attualizzati viene utilizzato come indicatore del reale valore di un'azione (Damodaran, 2002). Fama e French (1992) hanno poi dimostrato che le variazioni nei flussi di cassa attesi possono spiegare in parte le variazioni nei rendimenti azionari, poiché gli investitori adeguano le loro valutazioni in base alle nuove informazioni sui flussi di cassa attesi. I flussi di cassa sono quindi fondamentali sia nella definizione del ciclo di vita dell'impresa (Dickinson, 2011), che nel determinare il valore di un titolo azionario. A questo punto è lecito aspettarsi anche una correlazione tra il ciclo di vita di un'impresa e il valore delle sue azioni, rendendo di fatto possibile definire il ciclo di vita dell'impresa utilizzando come proxy il prezzo delle sue azioni. In un mercato efficiente i prezzi delle azioni dovrebbero riflettere tutte le informazioni disponibili, comprese quelle relative a cambiamenti geopolitici, nuovi brevetti, variazioni normative e altre informazioni rilevanti per l'azienda (Fama, 1970). Il mercato sconta quindi ogni notizia o cambiamento significativo, che siano l'approvazione di nuovi brevetti o delle modifiche nelle normative governative (Malkiel, 2003), rappresentando di fatto oltre al valore contabile anche le aspettative sul futuro e l'influenza di fattori macroeconomici (Bodie, Kane & Marcus, 2014); potremmo dire che i prezzi delle azioni rappresentano un indicatore univoco del sistema impresa e delle sue relazioni sia con l'ambiente interno sia con l'ambiente esterno. Dopo quanto testé scritto, i prezzi dell'azioni sembrano l'indicatore perfetto per la rappresentazione del ciclo di vita dell'impresa, eppure nella letteratura accademica ciò non è mai stato preso in considerazione. Le spiegazioni a ciò possono essere molteplici, per esempio l'ipotesi di perfetta informazione che rende possibile l'ipotesi

dei mercati efficienti non sempre si realizza, nella realtà sono presenti asimmetrie informative ed inefficienze di mercato (Grossman & Stiglitz, 1980).; tuttavia nel lungo termine i prezzi delle azioni tendono a riassetarsi, riflettendo una logica sottostante, come evidenziato dalla teoria del "mean reversion" (Poterba & Summers, 1988). Possiamo sintetizzare quanto testé scritto dicendo che la volatilità a breve termine può sembrare imprevedibile, ma l'andamento a lungo termine dei prezzi delle azioni è la sintesi dei dati economici dell'impresa e risulta essere coerente con le informazioni e le previsioni di crescita di lungo periodo (Campbell & Shiller, 1988). Proprio la volatilità dei prezzi delle azioni rende difficile applicare un modello statistico tradizionale per cercare una correlazione da sfruttare tra i prezzi azionari e la fase del ciclo di vita in cui l'azienda si trova. Oggi però disponiamo di strumenti informatici estremamente performanti che ci permettono di accedere ad algoritmi di machine learning per l'analisi dei dati di fenomeni complessi. Proprio per questo si vuole impostare l'analisi in questo modo: definendo un modello predittivo basato sul ciclo di vita dell'impresa per analizzare l'andamento futuro dei prezzi delle azioni, così da fornire anche un'applicazione pratica.

Il modello che si è scelto di utilizzare si basa su una rete neurale ricorrente di tipo LSTM, formulata per prevedere i prezzi futuri a partire dalle informazioni storiche (Hochreiter & Schmidhuber, 1997), formalmente suddiviso in 4 fasi:

1. Preprocessing dei Dati:

- a. Dati finanziari (prezzi di chiusura):  $P_t$  vengono normalizzati utilizzando uno scalatore Min-Max:

$$\tilde{P}_t = \frac{P_t - \min(P)}{\max(P) - \min(P)}$$

- b. Dati economici ( $U_t, I_t, R_t$  per disoccupazione, inflazione e tassi di interesse, rispettivamente) e le fasi aziendali ( $F_t$ ) vengono anch'essi normalizzati:

$$\tilde{X}_t = \frac{X_t - \min(X)}{\max(X) - \min(X)} \quad \text{per } X \in \{U, I, R, F\}$$

2. Dataset per LSTM:

- a. Il modello LSTM riceve in input una sequenza di dati di lunghezza T (ad esempio 60 giorni):

$$\mathbf{X}_t = \left[ \tilde{P}_{t-T+1}, \tilde{U}_{t-T+1}, \tilde{I}_{t-T+1}, \tilde{R}_{t-T+1}, \tilde{F}_{t-T+1}, \dots, \tilde{P}_t, \tilde{U}_t, \tilde{I}_t, \tilde{R}_t, \tilde{F}_t \right]$$

- b. L'obiettivo è prevedere  $P_{t+1}$ , che viene confrontato con la previsione per la minimizzazione della funzione di perdita:

$$L(\hat{P}_{t+1}, P_{t+1}) = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N (\hat{P}_{t+1} - P_{t+1})^2$$

dove  $\hat{P}_{t+1}$  è la previsione del modello e  $P_{t+1}$  è il valore reale.

### 3. Struttura LSTM:

- a. Il modello LSTM è composto da due strati LSTM e uno strato Dense finale che produce la previsione:

$$h_t = \text{LSTM}_2(\text{LSTM}_1(\mathbf{X}_t))$$

$$\hat{P}_{t+1} = \text{Dense}(h_t)$$

- b. I parametri del modello vengono ottimizzati utilizzando l'algoritmo Adam<sup>45</sup>, e il modello è addestrato su un numero predefinito di epoche.

### 4. Previsione Futuro:

- a. Una volta addestrato, il modello può essere utilizzato per generare previsioni per un numero prefissato di giorni futuri:

$$\hat{P}_{t+1}, \hat{P}_{t+2}, \dots, \hat{P}_{t+k}$$

dove  $k$  rappresenta il numero di giorni futuri da prevedere.

I dati dei prezzi di chiusura vengono prelevati dal database Yahoo Finance<sup>46</sup>, mentre i dati macroeconomici e di politica monetaria vengono scaricati dal Database FRED<sup>47</sup>, in fine

---

<sup>45</sup> ADAM è l'acronimo di Adaptive Moment Estimation, è ampiamente utilizzato per l'addestramento delle reti neurali e sostituisce il metodo della discesa del gradiente, utilizzato per la massimizzazione delle funzioni differenziabili e aggiornare in modo iterativo i pesi delle reti neurali.

<sup>46</sup> Il database di Yahoo Finance fa parte della multinazionale di servizi telematici Verizon e offre gratuitamente numerosi dati finanziari delle società quotate nei mercati regolamentati, lasciando la possibilità di accedere ai dati attraverso API Key, ovvero un protocollo identificativo atto ad interfacciare il database direttamente con un programma informatico.

<sup>47</sup> Il database FRED (Federal Reserve Economic Data) è il database della divisione ricerca della Federal Reserve Bank of St. Louis e offre gratuitamente la possibilità di accesso attraverso API Key ai principali indicatori economici globali.

sempre da Yahoo Finance vengono scaricati i dati relativi ai flussi di cassa, per poi calcolare le fasi del ciclo di vita seguendo i pattern proposti da Dickinson (2011).

La variabile fase assume quindi i seguenti valori: 1 se introduzione, 2 se crescita, 3 se maturità, 4 se shake-out, 5 se declino, il software assegna questi valori attraverso una struttura di controllo che analizza i pattern dei flussi Dickinson (2011).

Il modello è stato poi implementato in un codice Python, così da lasciare la possibilità all'utente di analizzare un qualsiasi titolo azionario, inserendo il ticker<sup>48</sup> dell'azienda. Il programma Python analizzerà i dati storici cercando le correlazioni tra l'andamento del prezzo azionario e la fase del ciclo di vita dell'impresa, usando come variabili di controllo il tasso di disoccupazione, il tasso di inflazione e i tassi di interesse a breve. Il software analizzerà i dati scaricati dai database, su un orizzonte temporale per il momento limitato a quattro anni, in quanto i dati disponibili gratuitamente si estendono su questo orizzonte temporale, ma potenzialmente si potrebbe estendere per migliorare la previsione. Dopo aver effettuato la previsione il programma mostrerà all'utente un grafico, con la rappresentazione della curva dei prezzi storici e la previsione effettuata.

In Appendice A verrà condiviso il codice Python perfettamente funzionante, mentre in figura 2.8 viene mostrato un esempio di grafico generato dal programma creato da chi scrive e rappresentate l'analisi della Apple Inc., occorre precisare che per quanto innovativo il software realizzato e il modello sottostante dovranno essere validati da ulteriori ricerche e analisi; tuttavia, per valutare la bontà della previsione basterà aspettare il passare del tempo per poi analizzare le differenze tra la curva prevista e il reale andamento dei prezzi delle azioni.

---

<sup>48</sup> Il ticker o simbolo azionario è un codice univoco che rappresenta l'identificativo di una società quotata in un mercato finanziario.



Figura 2.8: rappresentazione grafica dell'analisi previsionale della Apple Inc. effettuata con modello LSTM, Fonte: elaborazione propria.

È stato poi implementato con l'utilizzo delle stesse variabili anche un modello basato sull'algoritmo di Prophet<sup>49</sup> brevettato dalla divisione R&D di Meta Platforms Inc., ovvero una delle più importanti e autorevoli società tech al mondo.

Il modello matematico di base è composto in questo modo:

$$y(t) = g(t) + s(t) + h(t) + \epsilon_t$$

Dove:

- $y(t)$  è il valore della serie temporale al tempo  $t$ .
- $g(t)$  rappresenta il trend a lungo termine della serie.
- $s(t)$  cattura la stagionalità periodica.
- $h(t)$  rappresenta l'effetto di variabili effetti specifici.
- $\epsilon_t$  è l'errore, che rappresenta le variazioni non spiegate dagli altri componenti.

Nell'Appendice B della presente dissertazione verrà condiviso il codice Python relativo al modello proposto e sviluppato interamente da chi scrive. Come intuibile questo modello cattura il trend di lungo periodo, è perciò da affiancare all'utilizzo del primo tool, come visibile in figura 2.9, la volatilità catturata dal modello Prophet è molto più alta, è perciò l'utilizzo

---

<sup>49</sup> Prophet è un modello di regressione additivo, basato sulla funzione logista ed implementabile in R o in Python.



congiunto dei due modelli a fornire una stima veritiera: osservando il trend del modello Prophet e la volatilità mensile del modello LSTM.

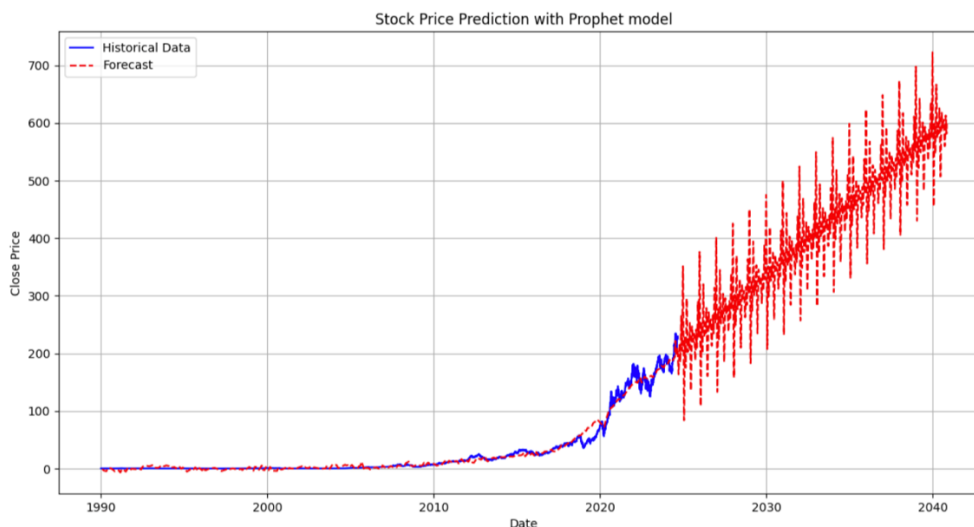


Figura 2.9: rappresentazione grafica dell'analisi previsionale della Apple Inc. effettuata con modello Prophet, Fonte: elaborazione propria.

In ultima analisi i modelli proposti sono stati testati su un campione di 50 imprese estratte mediante estrazione casuale dall'insieme delle società quotate al Nasdaq<sup>50</sup>, al fine di valutare la bontà delle previsioni. Le previsioni sono state effettuate con entrambi i modelli in data 27/09/2024, su un orizzonte temporale compreso tra l'01/10/2024 e l'15/10/2024, considerando solo i giorni feriali, escludendo i week-end in quanto i mercati borsistici sono chiusi. I risultati grezzi sono consultabili in Appendice C, mentre di seguito si fornirà un'interpretazione di sintesi (tabella 2.4). Il software sviluppato da chi scrive definisce la fase del ciclo di vita dell'impresa oggetto di analisi per ogni anno preso in considerazione, basandosi sui pattern definiti da Dickinson (2011), inoltre fornisce una previsione eseguita con il modello Prophet e una con il modello LSTM.

I risultati sono stati riassunti in tabella 2.4, aggiungendo una breve descrizione dell'azienda analizzata e il suo settore di appartenenza, congiuntamente allo scostamento percentuale medio calcolato sui 15 giorni presi in analisi, ovvero 11 giorni week-end esclusi

---

<sup>50</sup> Il Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotation, in italiano Associazione nazionale degli operatori in titoli con quotazione automatizzata) è un mercato borsistico elettronico, famoso per essere stato il primo costituito interamente da una rete di computer, con sede a Times Square, New York.

Tabella 2.4: rappresentazione risultati del test di analisi sui due modelli proposti. Fonte: elaborazione propria.

N°	Ticker	Azienda	Descrizione azienda	Settore di appartenenza	Fase del CVI (anno 2023)	Scostamento medio (%) sui 15 giorni (LSTM)	Scostamento medio (%) sui 15 giorni (Prophet)	Coefficiente di Variazione medio (%) sui 15 giorni (LSTM)	Coefficiente di Variazione medio (%) sui 15 giorni (Prophet)
1	INTC	Intel Corporation	Produttore leader di semiconduttori e microprocessori.	Tecnologia	Crescita	6,60%	38,36%	3,79%	29,52%
2	MSFT	Microsoft Corporation	Azienda di software e cloud, nota per Windows e Office.	Tecnologia	Crescita	4,71%	15,46%	2,37%	9,75%
3	CSCO	Cisco Systems, Inc.	Fornitore globale di soluzioni di rete e telecomunicazioni.	Tecnologia	Shake-Out	3,64%	20,62%	2,09%	15,14%
4	KHC	The Kraft Heinz Company	Produttore di alimenti, tra cui Kraft e Heinz.	Beni di consumo	Shake-Out	2,07%	132,84%	1,40%	265,17%
5	VRTX	Vertex Pharmaceuticals Incorporated	Specializzata in terapie per malattie genetiche rare.	Salute	Crescita	3,11%	15,28%	2,39%	8,61%
6	MNST	Monster Beverage Corporation	Produttore di bevande energetiche.	Beni di consumo	Crescita	6,38%	22,44%	3,49%	10,79%
7	CTAS	Cintas Corporation	Fornisce uniformi e servizi per la sicurezza sul lavoro.	Servizi	Crescita	0,77%	36,29%	0,93%	22,70%
8	ADSK	Autodesk, Inc.	Sviluppatore di software per la progettazione 3D e l'ingegneria.	Tecnologia	Crescita	4,38%	2,86%	2,98%	3,34%
9	GILD	Gilead Sciences, Inc.	Biotechologia focalizzata su farmaci antivirali.	Salute	Crescita	7,26%	46,76%	4,38%	34,78%
10	GOOGL	Alphabet Inc. (Google)	Azienda madre di Google, opera in vari settori tecnologici.	Tecnologia	Crescita	1,69%	37,26%	1,04%	27,84%
11	ADBE	Adobe Inc.	Produttore di software per la grafica digitale, come Photoshop.	Tecnologia	Crescita	1,96%	31,19%	1,38%	14,37%
12	QCOM	Qualcomm Incorporated	Leader nelle tecnologie per la comunicazione mobile.	Tecnologia	Crescita	1,43%	13,74%	1,47%	8,79%
13	WBD	Warner Bros. Discovery, Inc.	Azienda di intrattenimento e media.	Media	Crescita	6,34%	21,02%	3,42%	17,70%
14	AMAT	Applied Materials, Inc.	Fornitore di attrezzature per la produzione di semiconduttori.	Tecnologia	Crescita	12,50%	39,86%	7,22%	28,57%
15	CDNS	Cadence Design Systems, Inc.	Sviluppa software per la progettazione elettronica.	Tecnologia	Crescita	2,89%	6,86%	2,42%	5,72%

16	MCHP	Microchip Technology Incorporated	Produttore di microcontrollori e semiconduttori.	Tecnologia	Crescita	0,89%	9,20%	0,87%	5,64%
17	ISRG	Intuitive Surgical, Inc.	Produttore di sistemi chirurgici robotizzati.	Salute	Crescita	0,83%	30,44%	0,75%	18,43%
18	PAYX	Paychex, Inc.	Fornisce servizi di gestione del personale e paghe.	Servizi	Crescita	7,43%	35,82%	4,06%	26,71%
19	AAPL	Apple Inc.	Produttore di dispositivi elettronici e software, come l'iPhone.	Tecnologia	Crescita	1,94%	7,89%	1,32%	4,45%
20	FAST	Fastenal Company	Fornitore di prodotti di fissaggio e materiali per la costruzione.	Industriale	Crescita	3,38%	7,66%	2,91%	6,13%
21	PCAR	PACCAR Inc	Produttore di veicoli commerciali, come camion.	Industriale	Crescita	7,92%	6,45%	4,76%	5,72%
22	AMZN	Amazon.com, Inc.	Colosso dell'e-commerce e dei servizi cloud.	Tecnologia	Crescita	4,36%	5,05%	2,34%	4,00%
23	ROST	Ross Stores, Inc.	Catena di negozi di abbigliamento a basso costo.	Retail	Crescita	6,70%	15,39%	3,47%	8,92%
24	COST	Costco Wholesale Corporation	Catena di magazzini di vendita all'ingrosso per membri.	Retail	Crescita	1,78%	32,82%	1,13%	20,36%
25	LRCX	Lam Research Corporation	Fornitore di apparecchiature per la produzione di semiconduttori.	Tecnologia	Shake-Out	3,99%	16,79%	2,66%	12,89%
26	INTU	Intuit Inc.	Sviluppatore di software per la gestione finanziaria e fiscale.	Tecnologia	Crescita	4,54%	12,96%	2,33%	10,29%
27	CTSH	Cognizant Technology Solutions Corporation	Fornisce servizi IT e consulenza tecnologica.	Tecnologia	Crescita	1,00%	16,50%	0,78%	9,62%
28	KLAC	KLA Corporation	Produttore di apparecchiature di ispezione per semiconduttori.	Tecnologia	Crescita	3,29%	41,34%	3,37%	27,99%
29	AMGN	Amgen Inc.	Biotechologia focalizzata su terapie innovative.	Salute	Shake-Out	3,92%	15,57%	2,08%	8,96%
30	EA	Electronic Arts Inc.	Produttore di videogiochi e software per l'intrattenimento digitale.	Tecnologia	Crescita	1,25%	7,98%	0,91%	5,10%
31	BIIB	Biogen Inc.	Azienda di biotechologia focalizzata su malattie neurologiche.	Salute	Crescita	7,04%	19,14%	3,64%	10,24%

32	NVDA	NVIDIA Corporation	Leader nella progettazione di GPU e tecnologie AI.	Tecnologia	Crescita	7,40%	72,54%	5,45%	59,53%
33	SBUX	Starbucks Corporation	Catena globale di caffetterie.	Beni di consumo	Crescita	0,67%	16,62%	0,70%	8,26%
34	CMCSA	Comcast Corporation	Fornitore di servizi via cavo, internet e media.	Comunicazioni	Crescita	3,60%	12,22%	2,00%	8,92%
35	MRVL	Marvell Technology, Inc.	Produttore di semiconduttori e soluzioni per la rete.	Tecnologia	Crescita	4,88%	13,62%	3,52%	8,93%
36	ADI	Analog Devices, Inc.	Produttore di semiconduttori specializzato in circuiti analogici.	Tecnologia	Shake-Out	1,13%	33,69%	1,16%	23,76%
37	XEL	Xcel Energy Inc.	Fornisce servizi elettrici e gas.	Utilities	Crescita	1,60%	15,31%	1,27%	7,85%
38	CSX	CSX Corporation	Operatore ferroviario di trasporto merci.	Industriale	Crescita	1,89%	20,11%	1,47%	10,19%
39	EXC	Exelon Corporation	Azienda di fornitura di energia elettrica e nucleare.	Utilities	Crescita	2,02%	19,49%	1,48%	13,71%
40	MU	Micron Technology, Inc.	Produttore di memorie e archiviazione digitale.	Tecnologia	Crescita	9,60%	20,42%	5,42%	11,69%
41	MAR	Marriott International, Inc.	Catena globale di hotel e servizi alberghieri.	Servizi	Crescita	4,02%	24,40%	2,63%	14,72%
42	AEP	American Electric Power Company, Inc.	Fornitore di energia elettrica.	Utilities	Crescita	1,04%	16,58%	1,40%	10,36%
43	TXN	Texas Instruments Incorporated	Produttore di semiconduttori e componenti elettronici.	Tecnologia	Crescita	1,83%	20,59%	1,13%	13,49%
44	HON	Honeywell International Inc.	Conglomerato industriale che opera in vari settori, tra cui aerospaziale e sistemi di controllo.	Industriale	Crescita	3,85%	3,38%	2,86%	2,22%
45	AMD	Advanced Micro Devices, Inc.	Produttore di processori e semiconduttori per computer.	Tecnologia	Crescita	6,78%	21,28%	4,88%	14,58%
46	BKR	Baker Hughes Company	Fornitore di servizi e tecnologie per il settore energetico.	Energia	Crescita	2,00%	42,55%	1,55%	27,35%
47	PEP	PepsiCo, Inc.	Produttore di bevande e snack, noto per Pepsi e Lay's.	Beni di consumo	Crescita	1,90%	9,30%	1,32%	4,67%
48	ADP	Automatic Data Processing, Inc.	Fornisce soluzioni per la gestione delle risorse umane.	Servizi	Crescita	5,12%	25,52%	2,84%	16,99%

49	KDP	Keurig Dr Pepper Inc.	Produttore di bevande, noto per Dr Pepper e Keurig.	Beni di consumo	Shake-Out	3,27%	80,10%	1,72%	66,87%
50	PFE	Pfizer Inc.	Azienda farmaceutica globale, nota per vaccini e farmaci.	Salute	Crescita	5,12%	23,53%	3,24%	17,10%

Di seguito si offre anche la rappresentazione grafica (Figura 2.10) dei dati ottenuti con entrambi i modelli.

## Risultati del Test su 50 Imprese

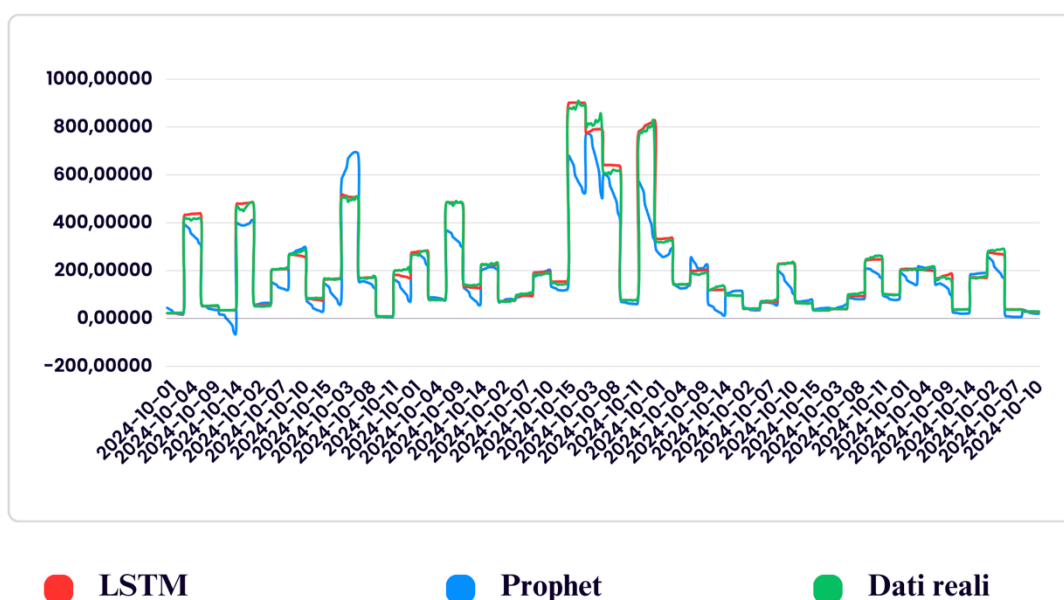


Figura 2.10: Grafico dei risultati del test su 50 imprese. Fonte: elaborazione propria.

In tabella 2.5 vengono invece rappresentati i dati di sintesi dell'intero test, il valore medio per le 50 imprese dello scostamento percentuale medio dei 15 giorni per entrambi i modelli e il coefficiente di variazione medio, ovvero il coefficiente di determinazione che misura il rapporto tra la variabilità dei dati e la correttezza del modello utilizzato.

Tabella 2.5: rappresentazione dati di sintesi dei modelli proposti. Fonte: elaborazione propria.

	Scostamento medio (%) sui 15 giorni (LSTM)	Coefficiente di Variazione medio (%) sui 15 giorni (LSTM)	Scostamento medio (%) sui 15 giorni (Prophet)	Coefficiente di Variazione medio (%) sui 15 giorni (Prophet)
Valore medio su tutto il campione di 50 imprese	3,87%	2,48%	25,06%	20,59%

Come si può vedere i dati previsionali sono promettenti, con il modello LSTM lo scostamento medio è del 3,87% e il coefficiente di variazione medio è pari a 0,02, l'adattabilità del modello è perciò evidente e le stime seppur migliorabili sono molto vicine ai valori reali con alcuni casi in cui le previsioni si discostano dai dati reali di valori inferiori all'1% (tabelle 2.6 e 2.7). Per quanto riguarda il modello Prophet, invece lo scostamento medio è del 25,06% con un coefficiente di variazione medio pari a 0,21, tuttavia questi dati non stupiscono, in quanto come anticipato, questo modello è stato pensato per prevedere il trend di lungo termine e in un test su soli 15 giorni non poteva dare risultati migliori. Proprio per questo chi scrive ha deciso di creare un tool utilizzabile gratuitamente online, integrando entrambi i modelli: utilizzando l'algoritmo LSTM per le previsioni di breve termine e l'algoritmo Prophet per identificare il macro-trend di lungo periodo, per tale ragione quest'ultimo sarà oggetto di ulteriori test, tuttavia al di fuori della presente dissertazione, poiché non vi sarebbe tempo sufficiente per includerli. Inoltre, il software identifica e rappresenta la fase attuale del ciclo di vita dell'impresa analizzata, fornendo una breve descrizione. Il programma così definito è stato denominato da chi scrive DELFI, in onore dell'antica città greca nota per il suo famoso oracolo, ed è attualmente capace di analizzare qualsiasi società quotata nei mercati regolamentati, nella speranza che possa essere uno strumento utile alla comunità di investitori privi di un background finanziario, in Appendice D verrà reso disponibile il link per accedere all'applicativo ed un'immagine esplicativa del software. Entrambi gli algoritmi utilizzati sfruttano tecnologie di machine learning come l'utilizzo delle reti neurali e i tensori, di conseguenza il software è considerabile come un'intelligenza artificiale, anche se non generativa, per l'analisi dei dati finanziari.

Tabella 2.6: Dati della società Starbucks Corporation. Fonte: elaborazione propria.

Ticker	Data	Predicted with Prophet	Predicted with LSTM	Prezzo di Chiusura
SBUX	2024-10-01	103,392146	96,155710	\$ 97,43
SBUX	2024-10-02	105,140161	96,140270	\$ 96,50
SBUX	2024-10-03	106,905836	96,122420	\$ 95,56
SBUX	2024-10-04	108,634269	96,100570	\$ 96,58
SBUX	2024-10-07	113,095755	96,010826	\$ 96,09
SBUX	2024-10-08	114,201213	95,974335	\$ 96,21
SBUX	2024-10-09	115,062923	95,935684	\$ 95,88
SBUX	2024-10-10	115,661362	95,895500	\$ 93,88
SBUX	2024-10-11	115,985865	95,854420	\$ 95,55
SBUX	2024-10-14	115,342833	95,730545	\$ 94,76
SBUX	2024-10-15	114,640939	95,690170	\$ 95,04

Tabella 2.7: Dati della società Microchip Technology Incorporated. Fonte: elaborazione propria.

Ticker	Data	Predicted with Prophet	Predicted with LSTM	Prezzo di Chiusura
MCHP	2024-10-01	86,913808	77,360300	\$ 77,49
MCHP	2024-10-02	87,436547	77,489655	\$ 78,22
MCHP	2024-10-03	87,786657	77,544640	\$ 77,33
MCHP	2024-10-04	87,931583	77,554850	\$ 77,68
MCHP	2024-10-07	86,915853	77,476620	\$ 76,45
MCHP	2024-10-08	86,062900	77,441500	\$ 77,31
MCHP	2024-10-09	84,960692	77,408350	\$ 78,19
MCHP	2024-10-10	83,628543	77,378860	\$ 77,34
MCHP	2024-10-11	82,095251	77,354060	\$ 77,98
MCHP	2024-10-14	76,704671	77,312160	\$ 78,99
MCHP	2024-10-15	74,818318	77,309670	\$ 75,23

Di seguito si offre anche la rappresentazione grafica dei dati, dalla quale si può evincere l'ottima previsione fornita dal modello LSTM (figura 2.11) e come con il passare del tempo, in questo caso soli 15 giorni le previsioni del modello Prophet si avvicinano a quanto stimato dal modello LSTM (Figura 2.12).

## Dati - Starbucks Corporation

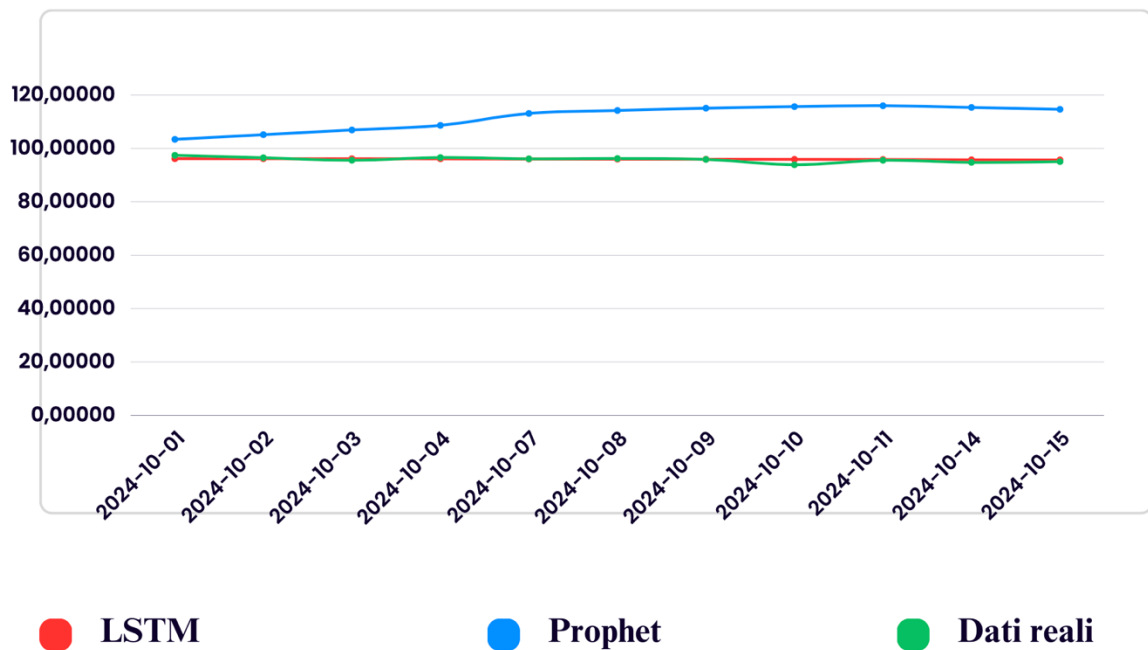


Figura 2.11: Rappresentazione grafica dati Starbucks Corporation. Fonte: elaborazione propria.



## Dati - Microchip Technology Incorporated

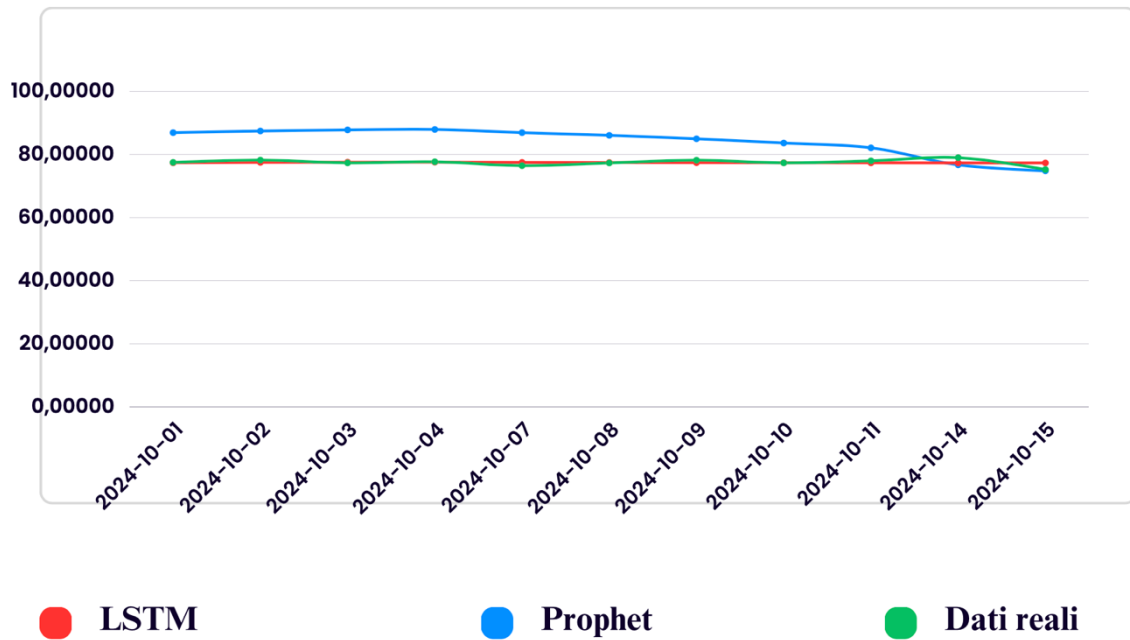


Figura 2.11: Rappresentazione grafica dati Microchip Technology Incorporated. Fonte: elaborazione propria.

In conclusione, entrambi i modelli hanno dimostrato una buona adattabilità tra i dati previsionali stimati e i dati reali osservati, addirittura in alcuni giorni i dati previsti coincidono con i dati reali osservati, come osservabile nei grafici proposti, e il trend di crescita o decrescita è stato captato correttamente dal modello, che tuttavia può essere ulteriormente migliorato.

In vero il limite maggiore è rappresentato dal limitato intervallo temporale disponibile per l'analisi dei flussi di cassa, ovvero solo gli ultimi tre anni dal momento della stima, ma questo limite può essere facilmente superato accedendo a banche dati più ampie che però risultano essere a pagamento, e per questo evitate nell'ambito di questa ricerca. Inoltre, l'altro limite da considerare è il campione utilizzato per il test: 50 imprese possono sembrare molte, ma per avere una significatività statistica servirebbe almeno un campione di 100 imprese ed in fine sarebbe ottimale effettuare un test su un orizzonte temporale più ampio di 15 giorni, ma anche in questo caso sono limiti facilmente superabili, ed in vero non sono stati superati già in questo test solo per motivi legati alle tempistiche di discussione del presente elaborato.

## CAPITOLO 3: LE STRATEGIE D'IMPRESA

Nel capitolo precedente si è ampiamente discusso delle teorie del ciclo di vita e della loro relazione di interdipendenza con le strategie aziendali, messe in atto in ogni fase del ciclo di vita. Ma cos'è una strategia d'impresa e come può essere messa in atto dal management aziendale? ebbene in questo capitolo si cercherà di rispondere proprio a queste domande, partendo dalla nozione di strategia d'impresa e definendo le diverse tipologie di strategia, dopo di che si fornirà un'analisi dei principali modelli strategici teorizzati dalla letteratura accademica, per poi fornire dei veri e propri strumenti pratici di analisi strategica.

### 3.1 Nozione di strategia

Come per la nozione d'impresa, anche per la nozione di strategia d'impresa non si ha un concetto univoco, ma bensì un insieme di definizioni, ognuna con delle sfumature diverse, dovute ai differenti approcci di analisi. Per questo si darà una definizione generica, che potremmo definire di base, per poi estendere il concetto su differenti gradi di analisi.

Il concetto di strategia, definito in modo generico e quindi scevro da applicazioni aziendali, deriva dal contesto bellico: il filosofo e generale cinese Sun Tzu fu il primo a parlare di strategia nel celebre trattato "l'arte della guerra"<sup>51</sup>, riferendosi all'arte di disporre le forze militari in modo tale da ottenere la vittoria in un conflitto. Parafrasando e adattando questa definizione in ambito aziendale, potremmo dire che la strategia d'impresa è la determinazione degli obiettivi a lungo termine di un'azienda e l'adozione delle azioni necessarie al raggiungimento di tali obiettivi (Chandler, 1962). Una volta definiti gli obiettivi e le azioni da intraprendere (strategic planning) si procede all'implementazione delle strategie, ovvero a mettere in pratica le azioni e allocando le risorse necessarie al raggiungimento dell'obiettivo prefissato (strategic implementation). Questa non contestualità rende necessaria una certa flessibilità strategica per adattarsi al contesto dinamico, attraverso l'adozione di modelli di comportamento emergenti e adattivi (Mintzberg, 1994).

Per migliorare e adattare al contesto in cui l'impresa è immersa dobbiamo aggiungere un aggettivo al concetto di strategia, definendola come strategia competitiva (Porter, 1980). Il concetto di base rimane lo stesso: l'impresa parte nel punto A e vuole arrivare nel punto B e per fare ciò definisce anzitutto il punto B ovvero il punto di arrivo: gli obiettivi che vuole

---

<sup>51</sup> Il trattato l'arte della guerra, scritto nel V secolo a.c., è oggi tradotto in diverse lingue e in alcune edizioni è stato reso contemporaneo con aggiunta di applicazioni in ambito aziendale, proprio per questo è spesso una lettura consigliata dai manager.

raggiungere; successivamente le azioni e le risorse necessaria a tale fine, ma tenendo conto del posizionamento competitivo (Porter, 1980).

Questa visione non tiene conto solo delle dinamiche competitive ma anche delle risorse e delle competenze distintive, in relazione alle opportunità e minacce presenti nell'ambiente competitivo in cui l'impresa opera. La strategia d'impresa, così definita, costituisce il quadro di riferimento entro cui le decisioni aziendali vengono prese, garantendo la coerenza di ogni azione intrapresa con la vision e la mission dell'azienda al fine di raggiungere un vantaggio competitivo sostenibile (Grant, 2010).

Possiamo dividere il processo di formulazione della strategia d'impresa in due aree di analisi: l'ambiente esterno e l'ambiente interno.

L'analisi dell'ambiente esterno rappresenta lo studio delle forze competitive, delle tendenze di mercato, delle aspettative dei clienti, e delle normative che potrebbero influenzare l'attività d'impresa (Porter, 1985), mentre l'analisi dell'ambiente interno si concentra sulla valutazione delle risorse e delle competenze dell'azienda, tra cui le risorse fisiche, finanziarie, umane e intellettuali, unitamente alle competenze distintive che differenziano l'azienda dai suoi competitors (Barney, 1991). A questo punto potremmo pensare alla strategia di impresa come un processo top-down<sup>52</sup>, ma non è sempre così, in vero la strategia può emergere dalle decisioni quotidiane e dalle azioni di manager e dipendenti in risposta a eventi e circostanze impreviste (Mintzberg, 1994). Inoltre, la strategia d'impresa si articola su tre distinti livelli, identificando la corporate strategy, la business strategy e le strategie funzionali. La prima riguarda le decisioni strategiche a livello dell'intera organizzazione, l'allocazione delle risorse tra le diverse unità di business e la definizione dei settori in cui l'azienda opererà (Ansoff, 1965). La seconda si concentra invece sul modo in cui un'unità operativa o divisione compete all'interno del proprio mercato specifico (Porter, 1980). Infine, il terzo gruppo riguarda le decisioni strategiche legate a specifiche aree operative dell'azienda, come marketing, produzione o risorse umane, il focus sarà quindi sull'ottimizzazione delle singole aree funzionali (Chandler, 1962).

Le strategie che l'impresa può adottare sono molteplici e dipendono dalla creatività del c.d. strategic thinking; tuttavia, possiamo articolare l'insieme delle strategie in due macrocategorie, che verranno analizzate nei sottoparagrafi seguenti: le strategie di attacco e le strategie di difesa.

---

<sup>52</sup> Il processo top-down si contrappone al processo bottom-up, nel primo le direttive aziendali vengono definite dal vertice della gerarchia aziendale ed imposte ai livelli sottostanti, mentre nel secondo caso i processi decisionali emergono dai livelli inferiori della struttura organizzativa per poi essere recepite dal management.

### 3.1.1 Strategia di attacco

La strategia di attacco è rappresentata da un approccio proattivo: un'impresa agisce in anticipo per influenzare gli esiti futuri, come l'aumento della quota di mercato, e sfruttare nuove opportunità. Questa strategia si concretizza con: i) l'introduzione di innovazioni, ii) il lancio di nuovi prodotti o servizi, iii) la riduzione dei prezzi, ed in fine iv) qualsiasi altra iniziativa mirata a destabilizzare i concorrenti, consolidando la propria posizione sul mercato (Kotler & Keller, 2016). Una tipica strategia di attacco è l'ingresso in nuovi mercati o segmenti di mercato non ancora saturi, in cui l'azienda può sfruttare la continua crescita della domanda primaria<sup>53</sup> o sviluppare la domanda latente<sup>54</sup> (Porter, 1985). Per rendere efficace una strategia di attacco è necessaria un'accurata analisi delle vulnerabilità dei concorrenti, identificando i punti deboli su cui poter fare leva: l'impresa concorrente potrebbe fornire un prodotto obsoleto, oppure operare con margini di profitto ridotti; creando un'offerta più competitiva si possono quindi attrarre i suoi clienti (Grant, 2010).

Tuttavia, è opportuno precisare che questa strategia non è priva di rischi, è indispensabile una significativa allocazione di risorse e un'attenta gestione delle possibili risposte da parte dei concorrenti. In vero, solitamente un concorrente risponde ad una strategia di attacco adottando delle contromisure anche aggressive, come il taglio dei prezzi, campagne di marketing intense e cercando di innovare rapidamente (Aaker, 2001).

Un'altra strategia di attacco utilizzata spesso è la c.d. "guerra dei prezzi," in cui un'azienda cerca di conquistare o aumentare la propria quota di mercato riducendo significativamente i prezzi, spingendo di fatto i concorrenti a seguirla o a perdere quote di mercato (Porter, 1980). Di solito questo avviene in settori altamente competitivi e sensibili al prezzo e può condurre a una diminuzione complessiva dei margini di profitto qualora i concorrenti dovessero rispondere in modo simile. In effetti non è raro osservare situazioni di questo tipo nella realtà, fino alla situazione paradossale in cui un'azienda abbassa i prezzi a tal punto da raggiungere un margine di profitto negativo per poter conquistare una maggior quota di mercato, spingendo i concorrenti a fare lo stesso, da questo stallo poi ne uscirà vincitrice l'azienda con una maggiore disponibilità di risorse, necessaria a garantire la sopravvivenza,

---

<sup>53</sup> Con il termine domanda primaria si intende la quantità totale venduta di una categoria di prodotto in uno specifico mercato e in una specifica area geografica.

<sup>54</sup> La domanda latente unisce il concetto di domanda potenziale (numero massimo di consumatori che potrebbero essere interessati al prodotto/servizio) al concetto di bisogno latente (un bisogno esistente nel mercato, ma non ancora soddisfatto da nessun prodotto/servizio disponibile).

nonostante i margini di profitto negativi, per un tempo maggiore di quanto non siano in grado di fare i competitors; a questo punto la stessa potrà alzare i prezzi per riportare il margine di profitto ad un valore positivo, avendo di fatto eliminato parte della concorrenza.

Un'ultima strategia di attacco che si vuole citare è la diversificazione, cioè l'ingresso in settori o mercati completamente nuovi, che possono offrire potenziali fonti di reddito addizionali (Ansoff, 1965). Tuttavia, anche questa strategia non è priva di rischi, occorre perciò un'attenta valutazione delle competenze e delle risorse necessarie, per evitare di perdere l'efficienza tipica della focalizzazione.

### 3.1.2 Strategia di difesa

La strategia di difesa etimologicamente ed empiricamente si contrappone alla strategia di attacco, potremmo definirla come l'insieme delle azioni che un'impresa intraprende al fine di proteggere la propria posizione di mercato, mantenendo la sua competitività di fronte a minacce esterne. Generalmente questa strategia viene adottata dalle aziende leader di mercato, le quali hanno effettivamente qualcosa da difendere: la quota di mercato leader del settore, costruita nel corso degli anni; queste imprese cercano quindi di evitare di diminuire la loro quota di mercato a favore dei concorrenti, specialmente quelli che adottano strategie di attacco (Kotler & Keller, 2016), mettendo in atto una strategia difensiva. La difesa può perpetrarsi in vari modi, come: il rafforzamento della propria posizione attraverso l'innovazione continua, il miglioramento dell'efficienza operativa, o la fidelizzazione dei clienti, migliorando di fatto l'efficacia (Porter, 1980). Un'altra forma molto usata è la differenziazione del prodotto o del servizio, attraverso la creazione di una forte brand identity e l'offerta di caratteristiche uniche che i concorrenti non possono facilmente replicare, un'azienda può creare barriere all'ingresso e rendere più difficile per i nuovi concorrenti sottrarre quote di mercato (Grant, 2010). Per esempio, un'impresa potrebbe investire significativamente nel miglioramento della qualità dei suoi prodotti e nella personalizzazione dell'offerta, per aumentare la fedeltà dei clienti e ridurre la probabilità di defezione a favore dei concorrenti (Aaker, 2001). Un altro modo per creare barriere all'entrata consiste nel rendere difficilmente replicabile anche la tecnologia produttiva e non solo il prodotto in sé, ne è un esempio la Ferrero International S.A., produttrice della bevanda Estathè, infatti il gusto unico è dovuto all'utilizzo di tè estratto per infusione, grazie all'uso di una tecnologia proprietaria.

Un'altra classica forma di difesa è rappresentata dalle economie di scala: l'impresa leader beneficia di una scala di produzione maggiore rispetto ai concorrenti che le permette di ridurre i costi unitari e offrire prezzi competitivi senza sacrificare i margini di profitto. Questo nei settori in cui la concorrenza è basata sul prezzo è di fondamentale importanza e rappresenta un vantaggio competitivo (Porter, 1985). Un altro modo di attuare una strategia difensiva è rafforzare le relazioni con fornitori e distributori, instaurando alleanze strategiche che migliorano la sua competitività e rendono più arduo l'ingresso dei concorrenti nel mercato o l'espansione della loro influenza (Grant, 2010). In fine pare doveroso citare l'esempio di American Airlines, che attuò una strategia difensiva basata sull'innovazione, introducendo il Revenue Management. American Airlines, minacciata dalle compagnie aeree low cost, decise di attuare una strategia difensiva: osservò che sulla capacità produttiva in eccesso il costo

marginale era praticamente nullo, in quanto i posti vuoti sui voli già programmati non comportavano costi aggiuntivi (Smith et al., 1992).

Questa presa di coscienza fu fondamentale per l'ideazione del revenue management, poiché permise di comprendere che offrire biglietti a prezzi ridotti per riempire tali posti sarebbe stato un modo efficace per incrementare i ricavi (Kimes, 1989). Con questa innovazione American Airlines iniziò ad offrire tariffe competitive ai clienti più sensibili al prezzo, mantenendo invece prezzi più elevati per i viaggiatori d'affari disposti a pagare di più (Talluri & Van Ryzin, 2004). Questa strategia permise all'impresa di rimanere leader di mercato (Cross, 1997). Tuttavia, come per le strategie di attacco anche per le strategie di difesa occorre però un certo equilibrio, è fondamentale che le strategie di difesa non diventino troppo rigide, rendendo l'azienda vulnerabile ai cambiamenti nel mercato o all'emergere di nuove tecnologie (Kotler & Keller, 2016).

## 3.2 L'analisi strategica

L'analisi strategica rappresenta il processo mediante il quale le imprese valutano la loro posizione competitiva, analizzando l'ambiente interno e l'ambiente esterno, al fine di sviluppare e adottare la migliore strategia, che deve essere sia competitiva sia sostenibile (Johnson et al., 2017). Attraverso l'analisi strategica l'azienda può prevedere i cambiamenti futuri, così da pianificare azioni che possano migliorare le performance e garantire una crescita sostenibile nel lungo periodo (Grant, 2010). Al fine di una corretta analisi l'azienda deve esaminare tutti i fattori che la influenzano, dalle condizioni economiche e tecnologiche del mercato, alle dinamiche interne legate alla struttura organizzativa, alla gestione delle risorse e alla cultura aziendale (Hill et al., 2017), il fulcro dell'analisi strategica è quindi quello che nel capitolo 1 della presente dissertazione è stato definito come sistema-impresa congiuntamente alle sue interrelazioni tra l'ambiente interno e l'ambiente esterno.

Un aspetto di particolare importanza che in vero rientra nell'ambiente esterno è il contesto competitivo: lo studio dei competitor, delle tendenze mercato e dei comportamenti dei consumatori. Le imprese devono essere in grado di identificare non solo chi sono i loro concorrenti diretti, ma anche quelli potenziali, e valutare come le loro azioni possano influire sulla propria capacità di attrarre e mantenere i clienti (Porter, 1980).

Attraverso poi l'analisi degli altri fattori propri dell'ambiente esterno, si possono identificare le opportunità e le minacce, generate non solo dal comportamento dei competitor, ma anche dai fattori macroeconomici, politici, sociali e tecnologici (Johnson et al., 2017). Congiuntamente l'azienda deve analizzare e valutare le risorse e le capacità interne dell'azienda. Le imprese devono essere in grado di identificare quali risorse tangibili e intangibili possiedono e come queste possono essere utilizzate in relazione all'ambiente esterno per ottenere un vantaggio competitivo (Barney, 1991). Come intuibile sia l'ambiente interno che l'ambiente esterno non rimangono immutati, il sistema-impresa è infatti dinamico, e proprio per questo anche l'analisi strategica deve essere considerata come un processo continuo, senza fine, che richiede una costante revisione delle strategie adottate. La sintesi dell'analisi strategica sarà poi identificata con la vision e con la mission dell'azienda, ovvero gli obiettivi che l'azienda vuole raggiungere nel lungo periodo e le azioni che intraprenderà per raggiungere tali obiettivi. Questo comporta perciò anche la necessità di un allineamento tra la missione aziendale e le decisioni strategiche, in modo che le risorse e le attività siano orientate verso il raggiungimento di risultati concreti e sostenibili (Johnson et al., 2017).



### 3.3 I modelli strategici

L'analisi strategica descritta nel paragrafo precedente viene svolta dalle aziende attraverso l'ausilio di strumenti e framework teorici che prendono il nome di modelli strategici. Lo scopo di questi modelli è offrire un approccio strutturato per analizzare e comprendere come un'azienda può posizionarsi rispetto ai concorrenti, ottimizzare le proprie risorse e attività, e di conseguenza creare valore per i clienti. Tra i modelli più diffusi troviamo la catena del valore di Porter e il sistema verticale del valore, di cui di seguito si fornirà una descrizione. Come intrinsecamente già il nome ci esplicita, il focus di entrambi i modelli è sulla creazione del valore, fornendo una guida alle imprese che vogliono comprendere la migliore strategia per massimizzare la quantità di valore creato.

#### 3.3.1 La catena del valore

La catena del valore è un modello strategico di analisi o framework introdotto da Porter (1985) per esaminare le diverse attività di un'impresa, suddividendo le funzioni aziendali in una serie di attività, ognuna capace di generare valore all'interno di un determinato settore. Questo framework consente perciò di capire come le attività interne all'impresa generano valore per il cliente. La catena del valore è poi alla base delle strategie competitive, in quanto attraverso la scomposizione delle attività consente di identificare con precisione l'origine dei costi e della differenziazione fonti del vantaggio competitivo, portando come poi vedremo nei paragrafi successivi all'identificazione delle principali strategie competitive (Porter, 1985).

La catena del valore è unica: ogni impresa è diversa e di conseguenza anche la sua catena del valore; la quale rappresenterà le scelte strategiche passate, la cultura aziendale e le scelte operative. La catena del valore è poi influenzata dalla scelta del segmento di mercato in cui operare o dalla scelta dell'area geografica, ed in vero, proprio per questo motivo nelle aziende con una struttura multidivisionale<sup>55</sup> si definiscono molteplici catene del valore, una per ogni Strategic Business Unit<sup>56</sup>, invece di definire una singola catena del valore a livello Corporate.

---

<sup>55</sup> La struttura multidivisionale è una struttura organizzativa tipica delle grandi aziende che offrono più prodotti e/o servizi, operano in più aree geografiche e hanno gruppi di clienti diversi. L'azienda definita Corporate è quindi suddivisa in più unità autonome per far fronte alle differenti esigenze operative.

<sup>56</sup> Le Strategic Business Unit (SBU) sono unità organizzative autonome all'interno di un'azienda Corporate, ogni SBU è indipendente nella gestione operativa e parzialmente anche nella gestione strategica; tuttavia, si parla di indipendenza parziale perché vige anche un grado di dipendenza con la sede Corporate.

Il framework divide le attività aziendali in nove categorie interconnesse tra loro, proprio come gli anelli di una catena, ogni anello rappresenta poi un valore creato per il cliente e la loro somma sarà poi il riferimento per il corrispettivo pagato dal cliente (Porter, 1985). Questa visione è oggi più che mai attuale: i servizi intangibili offerti in un contesto dominato dalla tecnologia sono molteplici e a dominare le transazioni non è più il semplice prodotto o servizio, nella sua accezione tradizionale, bensì il valore tangibile e, come detto, anche intangibile creato per il cliente (Stabell & Fjeldstad, 1998), ed in vero nel marketing si parla proprio di proposta di valore. La catena del valore così descritta (figura 3.1) evidenzia: le attività che generano valore, misurate in base ai costi necessari per realizzarle e il margine complessivo, calcolato come differenza tra i ricavi totali e i costi totali. Le nove attività strategicamente rilevanti sono suddivise in due macrogruppi: le attività primarie e le attività di supporto (Porter, 1985).

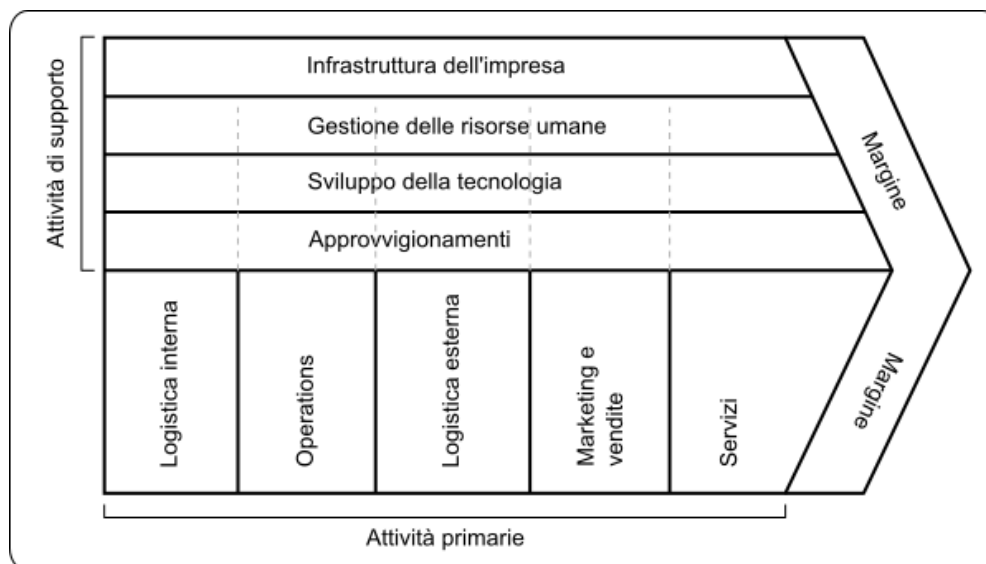


Figura 3.1: La catena del valore. Fonte: PORTER M.E., 1985, *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, New York (trad. it. *Il vantaggio competitivo*, Edizioni di Co-munità, Milano 1987), pag 38

### 3.3.2.1 Attività primarie

Tutte le operazioni direttamente connesse alla produzione e alla consegna del prodotto/servizio al cliente fanno parte delle attività primaria. Porter (1985) le articola in 5 sottocategorie:

- **Logistica in entrata:** rappresenta l'insieme delle attività che riguardano la ricezione e la gestione delle materie prime acquistate dai fornitori, nel dettaglio include il trasporto delle risorse all'interno dell'azienda, lo stoccaggio e il successivo smistamento ai reparti produttivi. (Porter, 1985).
- **Progettazione e produzione:** durante questa fase le materie prime vengono trasformate in prodotti finiti o servizi, sono incluse tutte le operazioni di produzione vera e propria, dai processi di lavorazione, dalla progettazione fino all'assemblaggio finale. Il focus è sulla qualità del design e l'efficienza dei processi per poter ridurre i costi e aumentare la competitività.
- **Logistica in uscita:** racchiude in sé tutte le attività svolte alla fine della produzione, come la gestione delle scorte, il confezionamento, la gestione e organizzazione dei canali di distribuzione, ed infine la spedizione. È essenziale garantire una distribuzione puntuale ed efficiente per ridurre i costi logistici e soddisfare le aspettative dei clienti in termini di tempi di consegna (Porter, 1985).
- **Marketing e commercializzazione:** rappresenta l'insieme delle attività atte alla promozione e vendita dei prodotti, come: campagne pubblicitarie, gestione della forza vendita, definizione delle politiche di prezzo e posizionamento del brand. Il focus in questo caso è sulla comunicazione efficace del valore prodotto per il cliente, così da incrementare la fidelizzazione del cliente.
- **Servizi al cliente:** possono essere identificati con le attività di post-vendita, fondamentali per assicurare una buona esperienza del cliente anche dopo l'acquisto. Le attività principali in questa categoria sono l'assistenza tecnica, la manutenzione dei prodotti e il supporto clienti.

L'insieme di queste attività è alla base della creazione del valore per il cliente finale, la loro gestione efficiente è quindi alla base per un'ottimizzazione dei costi e per aumentare la soddisfazione del cliente.

### 3.3.2.2. Attività di supporto

Le attività di supporto vengono identificate in tutte quelle operazioni che forniscono le risorse necessarie al corretto svolgimento delle attività primarie, garantendo sempre un equilibrio tra l'efficienza e l'efficacia operativa. Vengono suddivise da Porter (1985) in 4 sottocategorie:

- **Infrastruttura direzionale:** comprende tutte le attività legate alla gestione generale e amministrativa dell'impresa, alla base del coordinamento strategico. Possiamo identificare attività come: la pianificazione strategica, la gestione finanziaria: allocazione delle risorse economiche e gestione dei rischi finanziari; ed infine la gestione legale, la quale garantisce che l'azienda operi in conformità con le normative vigenti e tutela i diritti e i doveri dell'azienda nei confronti di terzi.
- **Gestione delle risorse umane:** si articola in attività di selezione, formazione, sviluppo e gestione del personale, compreso l'avanzamento di carriere e il benessere dei dipendenti, garantendo l'allineamento strategico. Le risorse umane sono alla base di qualsiasi organizzazione, è infatti dalle competenze, dall'esperienza e dalla motivazione dei dipendenti che deriva la maggior parte del valore aggiunto generato dall'azienda.
- **Sviluppo tecnologico:** racchiude in sé tutte le attività legate alla ricerca e sviluppo, all'innovazione e al miglioramento dei processi produttivi e dei prodotti/servizi offerti. Il focus di queste attività è l'ottimizzazione dei costi attraverso l'innovazione di processo e il miglioramento dell'efficacia commerciale attraverso l'innovazione di prodotto.
- **Approvvigionamenti:** è l'insieme di attività che permettono l'acquisizione delle risorse necessarie al corretto funzionamento dell'azienda, inclusi i materiali, le forniture e le attrezzature. Tra queste attività si annoverano la selezione dei fornitori, la negoziazione contrattuale per garantire le migliori condizioni di acquisto, nonché la gestione delle relazioni con i fornitori per garantire l'affidabilità degli approvvigionamenti stessi.

Le attività di supporto nonostante non siano direttamente coinvolte nella produzione del prodotto/servizio, sono essenziali per garantire l'efficienza, intesa come utilizzo ottimale delle risorse, nello svolgimento delle attività primarie.

### 3.3.2 Il sistema verticale del valore

Il sistema verticale del valore rappresenta un'evoluzione del framework della catena del valore precedentemente descritto. L'analisi viene ampliata all'intero ecosistema produttivo, andando oltre i confini interni dell'azienda, considerando le attività svolte dai fornitori a monte e dai distributori a valle della filiera produttiva (Chandler, 1977), in questo modo l'intero ciclo produttivo di un prodotto viene preso in considerazione, rappresentando una prospettiva più completa del processo di creazione del valore (Gereffi, Humphrey & Sturgeon, 2005).

Questo framework (Figura 3.2) consente di avere un maggior controllo su diversi aspetti della produzione e della distribuzione, con il fine di ridurre i costi di transazione aumentando l'efficienza operativa (Williamson, 1979).

Come osservato per il modello della catena del valore, le attività di un'azienda sono legate da un rapporto di interdipendenza, il quale però non si esaurisce all'interno dell'impresa ma si crea un collegamento con la catena del valore dei fornitori e dei distributori, che potremmo in generale indicare come partner, questa visione permette anche di valutare meglio la cosiddetta integrazione verticale, introducendo il concetto del Make or Buy (Williamson, 1979). Questo concetto deriva dal fatto che le imprese possono aumentare il valore prodotto, scegliendo di produrre internamente (make) o di acquisire (buy) beni o servizi nelle fasi della catena produttiva. Producendo internamente si riducono i costi di transazione, come la ricerca dei fornitori e la negoziazione dei contratti, ma si aumentano i costi organizzativi, viceversa acquistando i beni o servizi si riducono i costi organizzativi ma si aumentano i costi di transazione, di conseguenza non c'è una scelta che è da ritenersi corretta, bensì un equilibrio che è diverso per ogni azienda. Questa logica integrata al modello del sistema verticale del valore genera il concetto di integrazione verticale (Chandler, 1977). L'integrazione verticale può essere a monte: acquisendo o internalizzando delle attività dei fornitori; oppure a valle: acquisendo o internalizzando attività tipiche dei distributori, come la vendita al dettaglio (Chandler, 1977).

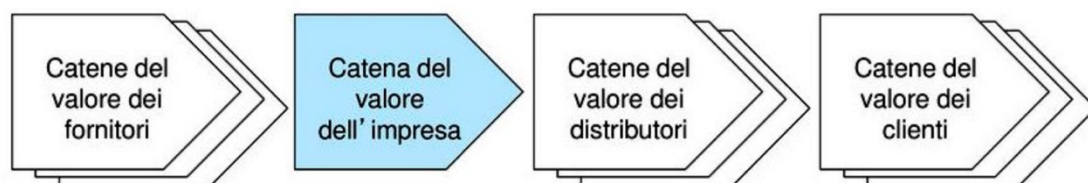


Figura 3.2: Il sistema verticale del valore, Fonte: PORTER M.E., 1985, *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, New York (trad. it. *Il vantaggio competitivo*, Edizioni di Comunità, Milano 1987) pag 51

Il sistema verticale del valore è quindi una utile rappresentazione dell'intersezione delle catene del valore dei partner aziendali strategici, con il fine di migliorare il controllo e il coordinamento lungo tutta la catena produttiva permettendo una riduzione dei costi di transazione, un miglioramento della qualità e un generale aumento dell'efficienza operativa (Porter, 1985).

### 3.4 Le strategie competitive

Come anticipato nei paragrafi precedenti Porter (1980), aggiunge al concetto di strategia aziendale il focus sulla competitività, introducendo le strategie competitive. Quest'ultime indicano l'insieme delle azioni messe in atto dall'impresa per mantenere un vantaggio competitivo sul mercato, ovvero una posizione favorevole rispetto ai concorrenti, massimizzando il valore generato per il cliente (Porter, 1980). Per fare ciò un'impresa può adottare diverse azioni, raggruppate però in sole tre strategie fondamentali: il vantaggio competitivo di costo, il vantaggio competitivo di differenziazione e il vantaggio competitivo basato sulla focalizzazione.

#### 3.4.1 Il vantaggio competitivo di costo

La strategia di vantaggio competitivo di costo si basa sulla capacità di un'impresa di produrre beni o servizi a un costo inferiore rispetto ai concorrenti, mantenendo comunque livelli di qualità accettabili (Porter, 1980). Questa strategia permette all'azienda di operare a costi ridotti rispetto ai concorrenti, con due principali conseguenze: i) riuscirà ad attirare maggiori consumatori sensibili al prezzo, se deciderà di agire sui prezzi di vendita, oppure ii) riuscirà ad ottenere margini di profitto più elevati; nel primo caso i prezzi proposti saranno più bassi dei concorrenti, mentre nel secondo caso saranno pari ai concorrenti. Questa strategia può essere combinata alla discriminazione di prezzo per unire entrambi i vantaggi, ai consumatori con una maggiore elasticità<sup>57</sup> verranno proposti prezzi più bassi, mentre alla restante parte si continuerà a proporre il prezzo di mercato. Il vantaggio di costo può essere raggiunto in vari modi, come l'ottimizzazione dei processi produttivi, l'adozione di tecnologie avanzate, il raggiungimento di economie di scala e una gestione efficiente della catena di approvvigionamento (Barney, 1991). Questa strategia però non è priva di rischi: un'eccessiva attenzione alla riduzione dei costi può compromettere la qualità del prodotto/servizio, portando a una riduzione della percezione di valore da parte del cliente. In fine i concorrenti, con il passare del tempo, potrebbero essere in grado di replicare i processi di riduzione dei costi riducendo così il vantaggio competitivo (Porter, 1980).

---

<sup>57</sup> Con elasticità della domanda in microeconomia si fa riferimento alla variazione della quantità acquistata a seguito di una variazione del prezzo, se la domanda è elastica una variazione di prezzo minima causerà una variazione della quantità molto elevata, la risposta sarà quindi più che proporzionale, viceversa se la domanda è anelastica, la variazione della quantità domandata sarà meno che proporzionale rispetto alla variazione del prezzo.

### **3.4.2 Il vantaggio competitivo di differenziazione**

La strategia di differenziazione consiste nel creare un prodotto/servizio con caratteristiche uniche percepite come una forma di valore aggiunto da parte dei clienti e che renda il prodotto/servizio distinguibile dalla concorrenza (Porter, 1980). Per giustificare un prezzo più elevato rispetto alla concorrenza il focus dell'azienda sarà sulla qualità, sul design, sull'innovazione e sul servizio clienti. Grazie a questa strategia le aziende possono evitare la concorrenza basata esclusivamente sui prezzi, migliorando così il profitto; infatti, i clienti saranno disposti a pagare un premium price per i prodotti percepiti come superiori (Barney, 1991). Va evidenziata in questo senso l'importanza di una forte brand Identity: l'immagine dell'azienda deve rispecchiare certi valori in cui alcune categorie di consumatori si identificano, al fine di trasformare un semplice prodotto in uno status sociale. I prodotti devono perciò avere un design distintivo, funzioni avanzate, un livello generale di qualità percepita molto alto, ma soprattutto un appeal emotivo per poter giustificare un prezzo più elevato rispetto alla concorrenza. Questa strategia ha però anche dei rischi: l'innovazione come si vedrà nel capitolo successivo deve essere continua, altrimenti i competitor possono erodere il vantaggio competitivo imitando le caratteristiche distintive del prodotto, l'innovazione poi deve essere percepita dai clienti come reale altrimenti non giustificherebbe il premium price, portando l'azienda a perdere quote di mercato significative (Porter, 1980).

### **3.4.3 Il vantaggio competitivo basato sulla focalizzazione**

La strategia di focalizzazione consiste nel concentrarsi su un segmento specifico del mercato, in questo modo l'azienda serve un gruppo di clienti ben definito o un'area geografica circoscritta con un prodotto/servizio su misura (Porter, 1980). Con questa strategia non si cerca quindi di attrarre l'intero mercato, bensì l'azienda si concentra su un target specifico, offrendo un prodotto altamente specializzato che soddisfa le esigenze di una nicchia. Proprio per questo motivo questa strategia si presta ad essere combinata con il vantaggio di costo o con la differenziazione. Per esempio, IKEA International Group offre mobili a prezzi contenuti principalmente ad una clientela giovane e sensibile al prezzo, optando cioè per una strategia di focalizzazione basata sul costo. Ferrari S.p.a. invece ha creato il suo vantaggio competitivo grazie alla strategia di focalizzazione basata sulla differenziazione, offrendo automobili di lusso con elevate prestazioni e design esclusivo (Thompson, Strickland, & Gamble, 2010). In questo modo si ha il vantaggio di rispondere in modo più efficace alle esigenze specifiche di un segmento di mercato rispetto a concorrenti che operano su scala più ampia, con il rischio però



di vedere il proprio mercato di riferimento ridursi nel tempo a causa di concorrenti più grandi che adottano strategia simili (Porter, 1980).

### 3.5 Misurare il vantaggio competitivo

Misurare il vantaggio competitivo è di fondamentale importanza, permette infatti di valutare in modo oggettivo le scelte strategiche fatte. Barney (1991) suggerisce di misurare il vantaggio competitivo sia tramite indicatori di natura finanziaria come il ritorno sugli investimenti sia con indicatori non finanziari come la fedeltà dei clienti, la quota di mercato e la reputazione del brand. Attraverso questi indicatori l'azienda può comprendere l'efficacia delle strategie adottate e valutare la capacità di mantenere una posizione di leadership sul mercato nel lungo periodo. L'analisi e le interpretazioni delle metriche scelte permettono all'azienda di crescere, innovare e competere in modo efficace (Porter, 1985). Di seguito si fornirà una descrizione e la formulazione delle principali metriche utilizzate, suddivise sulla base della natura finanziaria o non finanziaria.

#### 3.5.1 Indicatori di natura finanziaria

1. Ritorno sugli investimenti (ROI):

a. Formula:

$$ROI = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Capitale Investito}} \times 100$$

b. Descrizione: misura l'efficienza con cui un'azienda utilizza il capitale per generare profitti. Il ROI misura quindi la redditività di un investimento, per esempio se il ROI è del 20% significa che ogni euro investito genera 20 centesimi. È uno degli indicatori principali per misurare la redditività e competitività (Barney, 1991), è utilizzato anche nel PIMS (Profit Impact of Marketing Strategies)<sup>58</sup> per valutare la performance aziendale (Grant, 1994; Pellicelli, 2005). Nonostante la sua diffusione, il ROI ha ricevuto critiche per la sua inadeguatezza nel collegare correttamente gli investimenti con i redditi generati, a causa del mancato utilizzo della dimensione temporale (Harcourt, 1965; Solomon, 1971).

---

<sup>58</sup> Il Profit Impact of Marketing Strategies (PIMS) è un progetto di ricerca del *Marketing Science Institute* (*Harvard Business School*), basato sull'analisi della relazione tra le strategie di marketing e la performance aziendale.

2. Margine di profitto:

a. Formula:

$$\text{Margine di profitto} = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Ricavi totali}} \times 100$$

b. Descrizione: misura la percentuale di profitto rispetto ai ricavi, se i margini di profitto sono superiori rispetto ai concorrenti possono indicare un vantaggio competitivo sostenibile (Porter, 1985).

3. Crescita del fatturato (Growth Rate):

a. Formula:

$$\text{Growth Rate} = \frac{\text{Fatturato corrente} - \text{Fatturato precedente}}{\text{Fatturato precedente}} \times 100$$

b. Descrizione: misura il tasso di crescita del fatturato, una crescita costante e superiore alla media del settore è segno che l'azienda sta guadagnando quote di mercato e sviluppando nuovi prodotti con successo (Grant, 2010).

4. Valore economico aggiunto (EVA):

a. Formula:

$$\text{EVA} = (\text{NOPAT} - \text{WACC}) \times \text{Capitale investito}$$

Dove:

$$\text{NOPAT} = \text{Utile operativo netto dopo le tasse}$$

$$\text{WACC} = \text{Costo medio ponderato del capitale}$$

b. Descrizione: rappresenta la capacità dell'azienda di generare ricchezza in quantità superiore al costo del capitale investito. Se l'indicatore EVA è positivo indica che è stato creato del valore, evidenziando il vantaggio competitivo (Stewart, 1991).

### 3.5.2 Indicatori di natura non finanziaria

1. Fidelizzazione dei clienti:

a. Formula:

$$\text{Tasso di fidelizzazione} = \frac{\text{Numero di clienti attuali}}{\text{Numero di clienti iniziali}} \times 100$$

b. Descrizione: misura la capacità di un'azienda di mantenere i propri clienti. Un elevato tasso di fidelizzazione indica soddisfazione e valore percepito dai clienti, contribuendo al vantaggio competitivo (Reichheld, 1996).

2. Quota di mercato:

a. Formula:

$$\text{Quota di Mercato} = \frac{\text{Vendite totali dell'azienda}}{\text{Vendite totali del settore}} \times 100$$

b. Descrizione: rappresenta la percentuale delle vendite di un settore detenuta dall'azienda. Una quota di mercato elevata solitamente indica una posizione dominante e una migliore capacità competitiva (Grant, 2010).

3. Innovazione:

a. Misurazione: numero di nuovi prodotti lanciati, brevetti registrati, o spesa in ricerca e sviluppo rispetto ai concorrenti.

b. Descrizione: la capacità di introdurre nuovi prodotti o migliorare i processi aziendali è un indicatore del vantaggio competitivo, le aziende innovative tendono a mantenere una posizione di leadership nel mercato (Schilling, 2013).

4. Capacità di attrarre talenti:

a. Misurazione: tasso di accettazione delle offerte di lavoro, tasso di retention del personale qualificato, o tempo medio di permanenza dei dipendenti chiave.

b. Descrizione: aziende che riescono a trattenere professionisti qualificati hanno un vantaggio competitivo grazie al capitale umano, che contribuisce all'innovazione e alla gestione efficiente (Barney & Wright, 1998).

5. Reputazione del brand:
  - a. Misurazione: sondaggi di mercato, indice Net Promoter Score (NPS)<sup>59</sup>, o recensioni dei clienti.
  - b. Descrizione: una buona reputazione è un asset intangibile fondamentale, in grado di influenzare le decisioni d'acquisto e può essere una barriera all'ingresso per i concorrenti. Una solida reputazione rafforza la fedeltà dei clienti e la loro fiducia nell'azienda (Keller, 1993).

Le metriche per misurare il vantaggio competitivo sono molteplici e spesso usate congiuntamente per la definizione dei KPI (Key performance indicator), utilizzati per monitorare costantemente l'andamento aziendale e l'impatto delle scelte strategiche sulla competitività. Aiutando l'azienda a comprendere la propria posizione rispetto ai concorrenti, utilizzati come benchmark, portando ad un'ottimizzazione continua delle strategie in atto. In vero innovazione, adattabilità e utilizzo efficace delle risorse sono i tre key elements per garantire il successo nel lungo termine.

---

<sup>59</sup> Il Net Promoter Score (NPS) è uno strumento di misurazione della soddisfazione del cliente alternativo ai metodi tradizionali e misura la disponibilità dei clienti a raccomandare i prodotti/servizi dell'azienda ad altri consumatori.

## **3.6 Il management strategico**

Con management strategico si intende il processo attraverso il quale un'azienda definisce, implementa e monitora le sue strategie al fine di ottenere un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo. Il processo inizia con l'analisi dell'ambiente competitivo e la definizione degli obiettivi aziendali, per poi selezionare le strategie migliori e implementarle attraverso una gestione efficace delle risorse (David, 2011). Il concetto di management strategico è nato grazie agli studi di Chandler (1962), il quale ha sottolineato l'importanza dell'allineamento tra la struttura organizzativa e la strategia, e dal contributo di Ansoff (1965), che ha permesso di raggiungere un approccio più formale e sistematico alla pianificazione strategica.

È un processo di precipua importanza al fine di garantire l'adattamento proattivo dell'impresa ai cambiamenti dell'ambiente in cui essa è immersa, alla base della competitività, come ricordato più volte nei capitoli e paragrafi precedenti. Proprio per questo il management strategico non è un processo statico, ma dinamico e ciclico. Al fine di semplificare e migliorare l'applicazione pratica di questo processo, sono stati introdotti nel corso degli anni numerosi strumenti.

### **3.6.1 Strumenti di analisi strategica**

Gli strumenti di analisi strategica sono fondamentali per poter applicare i concetti teorici proposti nei precedenti paragrafi e garantire quindi il raggiungimento del vantaggio competitivo. Tra gli strumenti più utilizzati nel management strategico troviamo l'analisi SWOT, l'analisi PESTEL e il modello delle cinque forze di Porter. Questi strumenti possono essere utilizzati anche congiuntamente e offrono un notevole aiuto nella valutazione del contesto competitivo in cui l'azienda opera e nella scelta delle strategie più adeguate ad affrontare la concorrenza e migliorare le proprie performance.

#### *3.6.1.1 Analisi SWOT*

L'analisi SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) è uno strumento di pianificazione strategica che permette di identificare i punti di forza e di debolezza propri dell'ambiente interno di un'azienda, nonché le opportunità e le minacce presenti invece nell'ambiente esterno (Pickton & Wright, 1998). La caratteristica principale di questo strumento è la sua flessibilità e semplicità, permettendo alle aziende di ottenere una visione chiara della

propria posizione competitiva e delle aree su cui intervenire. Il framework (Figura 3.3) è diviso in quattro aree o elementi d'analisi (Helms & Nixon, 2010):

1. I punti di forza: rappresentano le risorse e competenze distintive di un'impresa, come una forte brand identity, l'utilizzo di tecnologie avanzate e una rete di distribuzione consolidata.
2. I punti di debolezza: sono le aree in cui l'azienda è meno competitiva, come una scarsa efficienza produttiva o una base clienti limitata.
3. Le opportunità: sono fattori esterni che possono essere sfruttati per migliorare la competitività, come nuovi mercati emergenti o cambiamenti normativi favorevoli.
4. Le minacce: includono tutti quei fattori esterni che possono ostacolare la crescita o la stabilità aziendale, come la concorrenza crescente o le crisi economiche.

La SWOT analysis è estremamente versatile e può essere utilizzata da imprese di qualsiasi dimensione e settore. Tuttavia, è fondamentale che l'analisi sia condotta con rigore e che le informazioni raccolte siano realistiche, altrimenti si rischia di sviluppare strategie basate su percezioni errate (Pickton & Wright, 1998).



Figura 3.3: rappresentazione grafica framework SWOT Analysis. Fonte: Elaborazione propria.

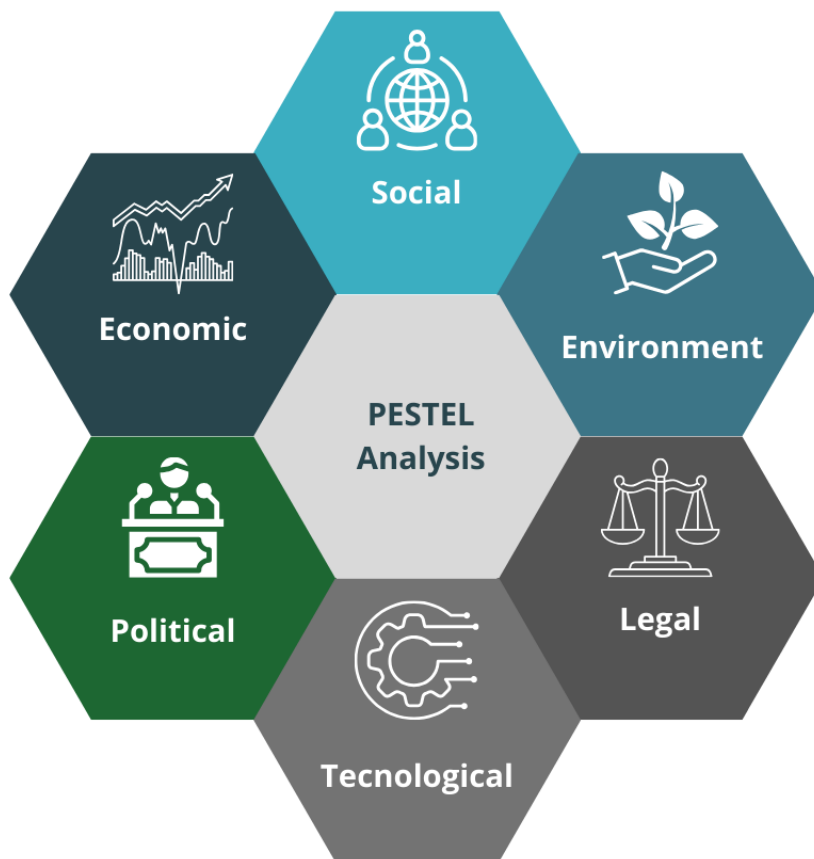
### 3.6.1.2 Analisi PESTEL

L'analisi PESTEL (Figura 3.4) è uno strumento che si concentra sulla sola analisi dell'ambiente esterno, consentendo di esaminare l'influenza dei fattori esterni sull'operatività aziendale. Come descritto nel capitolo 1 di questa dissertazione, l'ambiente esterno è suddiviso in varie aree di influenza, questi fattori di influenza danno vita all'acronimo PESTEL: Politici, Economici, Sociali, Tecnologici, Ambientali (*Environmental*) e Legali (Johnson et al., 2008). Di seguito si offre una breve descrizione per ogni area di influenza e della sua relazione con il sistema-impresa:

- Fattori politici: riguardano la stabilità politica, le politiche governative e l'influenza della regolamentazione sulle operazioni aziendali.
- Fattori economici: includono variabili come l'inflazione, il tasso di disoccupazione, i tassi di interesse e le condizioni di mercato che determinano la domanda dei prodotti/servizi.
- Fattori sociali: si riferiscono ai cambiamenti demografici, alle tendenze culturali e alle variazioni nei comportamenti dei consumatori.
- fattori tecnologici: riguardano i progressi tecnologici e le innovazioni di rottura, fonti di nuove opportunità o di minacce.
- Fattori ambientali: sono legati alla sostenibilità, alle norme ambientali e ai cambiamenti climatici.
- Fattori legali: rappresentano le leggi e le normative che regolano il settore, come leggi sul lavoro, norme antitrust e protezione dei consumatori.

L'analisi PESTEL consente alle aziende di adattarsi al mutevole contesto ambientale in cui esse operano, anticipando e mitigando i rischi legati ai cambiamenti esterni. Tuttavia, come per l'analisi SWOT, è essenziale che i dati utilizzati siano accurati e aggiornati per evitare di incorrere in errori di valutazione.





*Figura 3.4: rappresentazione grafica framework PESTEL Analysis. Fonte: Elaborazione propria.*

### 3.6.1.3 Il modello delle 5 forze di Porter

Il modello delle cinque forze di Porter (Figura 3.5) è uno strumento di analisi strategica focalizzato sulla valutazione dell'attrattività e la competitività di un settore. Secondo Porter (1980), la concorrenza in un'industria non dipende solo dalla rivalità tra i concorrenti esistenti, ma anche da altre quattro forze: la minaccia di nuovi entranti, il potere contrattuale dei fornitori, il potere contrattuale dei clienti e la minaccia di prodotti o servizi sostitutivi. In totale Porter (1980) identifica 5 forze, articolate di seguito:

1. **Concorrenza:** rappresenta la concorrenza diretta tra le imprese esistenti all'interno del settore, più essa è elevata e minore sarà la redditività del settore.

2. **Potenzioli entranti:** indica la facilità con cui nuove imprese possono entrare nel mercato. Se le barriere all'entrata sono alte, la minaccia di nuovi concorrenti è bassa e di conseguenza il settore è attraente.

3. **Potere contrattuale dei fornitori:** rappresenta la capacità dei fornitori di aumentare i prezzi o ridurre la qualità delle materie prime, questo potere è forte se i fornitori sono pochi, e di conseguenza diminuisce all'aumentare dei fornitori.

4. **Potere contrattuale dei clienti:** rappresenta la capacità dei clienti di richiedere prezzi più bassi o condizioni migliori, questo potere risulta elevato quando i clienti sono pochi o acquistano in grandi volumi, e quando hanno accesso a molte alternative di prodotto.

5. **Potenzioli sostituti del prodotto:** indica la presenza di prodotti o servizi alternativi che possono soddisfare la stessa esigenza dei clienti.

Questo modello è particolarmente utile per comprendere le dinamiche competitive di un settore e per identificare le forze che possono ridurre o aumentare la redditività di un'impresa, inoltre va sottolineato che attraverso questa analisi, le aziende possono adattare le loro strategie per affrontare al meglio le pressioni competitive e migliorare la propria posizione sul mercato (Grundy, 2006).

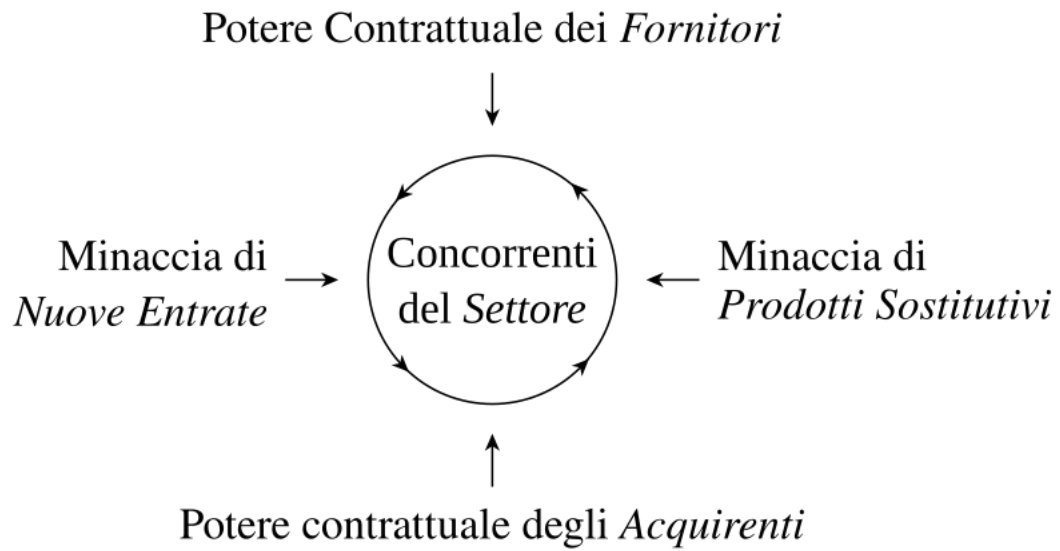


Figura 3.5: rappresentazione grafica modello delle 5 forze di Porter. Fonte: Porter M. E., *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance* (New York: Free Press, 1985), page 5.

## CAPITOLO 4: L'INNOVAZIONE NEL SISTEMA-IMPRESA

Se si volesse riassumere il contenuto di questo capitolo in una sola frase, essa sarebbe: non è mai troppo tardi per innovare. Questo non significa che il tempismo non sia importante, anzi è fondamentale, un'innovazione è tale se riferita ad un periodo, pensiamo per esempio all'introduzione della lampadina, essa rappresenta un'innovazione solo se collocata nel 1879; un'impresa per innovare deve quindi essere anche precursora, altrimenti l'impresa realizzerebbe una mancata innovazione, che prendendo in prestito il concetto di *noluntas*<sup>60</sup> da Schopenhauer<sup>61</sup> potremmo indicare come disinnovazione<sup>62</sup>. Le innovazioni come vedremo sono pressoché infinite e non per forza devono essere di rottura, di conseguenza è fondamentale sapere riconoscere le disinnovazioni, emigrare le risorse da quel progetto e ripartire con un'altra fonte innovativa. In questo capitolo si offrirà una nozione di innovazione, si descriveranno le fonti dell'innovazione nel sistema-impresa, si articoleranno le varie tipologie e i rispettivi driver. In fine si fornirà una breve analisi sulle scelte organizzative ottimali per perseguire l'innovazione e il suo ruolo nella crisi d'impresa, evidenziando la sua dualità: problema o soluzione.

### 4.1 Nozione di innovazione

Il concetto di innovazione viene utilizzato in ogni ambito per indicare una forma di progresso che sia di natura scientifica, tecnica o sociale, ma questo è un uso improprio del termine innovazione che sempre di più viene usato come sinonimo di invenzione, creando confusione. L'innovazione, infatti, rappresenta la dimensione applicativa del concetto di invenzione e quindi per sua natura ha una connotazione economica, non stupisce quindi che il primo utilizzo di questo concetto sia attribuito all'economista austriaco Joseph Schumpeter (1911). Il quale definì l'innovazione come l'introduzione di nuovi prodotti, processi, servizi o modelli di business che generano un cambiamento significativo nel contesto in cui un'impresa opera, sottolineando così il ruolo fondamentale di essa nel contesto economico (cfr. supra par. 1.2). Il concetto di innovazione è stato poi ampliato nel corso del tempo, diventando sempre più

---

<sup>60</sup> Con *noluntas* si intende il concetto di non volontà e viene usato per identificare lo stato di rifiuto della forza fondamentale che muove gli esseri umani, identificata da Schopenhauer con la volontà. Allo stesso modo in questa dissertazione si vuole creare un parallelismo, identificando nell'innovazione la forza che muove le imprese.

<sup>61</sup> Arthur Schopenhauer è stato un filosofo del Regno di Prussia e considerato uno dei maggiori pensatori del XIX secolo, noto anche per aver introdotto il concetto di *noluntas*.

<sup>62</sup> Con il termine disinnovazione, si vuole proporre un neologismo che identifichi lo stato in cui un'innovazione è stata tale nel passato, ma non lo è nel presente.

ampio, includendo in sé anche l'introduzione di anche miglioramenti incrementali che possono coinvolgere aspetti organizzativi, produttivi e commerciali (Freeman e Soete, 1997).

Rogers (1995), introduce invece il concetto di diffusione delle innovazioni: le innovazioni devono essere adottate e diffuse all'interno di una rete di imprese o comunità per avere un impatto significativo. È poi importante distinguere tra innovazione incrementale e innovazione radicale, la prima si riferisce a miglioramenti graduali e continui di prodotti, servizi o processi esistenti (Bessant & Tidd, 2013), mentre la seconda comporta cambiamenti fondamentali che trasformano interi settori o creano nuove industrie (Christensen, 1997). Sempre Christensen (1997) ha introdotto anche il concetto di innovazione dirompente, che si verifica quando un'innovazione radicale interrompe il mercato esistente e sostituisce tecnologie o modelli di business consolidati.

Come vedremo nei paragrafi successivi poi possiamo distinguere le innovazioni in diverse tipologie, le due fondamentali sono: innovazione di prodotto e innovazione di processo (Abernathy e Utterback, 1975).

Concludendo non si può non citare una delle definizioni più attuali e complete, fornite dall' Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, la quale comprende anche l'aspetto sociale, organizzativo e culturale, oltre all'aspetto tecnologico e produttivo. In quest'ottica, l'innovazione consiste nell'introdurre un prodotto o servizio nuovo o notevolmente migliorato, un processo, un metodo di marketing, o una nuova struttura organizzativa nelle pratiche aziendali, negli ambienti di lavoro o nelle relazioni esterne (OECD, 2005).

## 4.2 Le fonti dell'innovazione

Le fonti dell'innovazione sono molteplici e variano a seconda del contesto organizzativo e del settore industriale. Possiamo però dividere le fonti dell'innovazione in due grandi gruppi: le fonti interne all'impresa e le fonti esterne all'impresa (Schilling, 2013).

Tra le fonti interne possiamo identificare: *i*) la ricerca e sviluppo (R&S), probabilmente la fonte dell'innovazione principale, in quanto consente di esplorare nuove tecnologie, creare prototipi e sviluppare nuovi prodotti o processi (Cohen & Levinthal, 1990); *ii*) il know-how accumulato e *iii*) l'esperienza dei dipendenti.

Queste ultime due fonti sono fondamentali per identificare l'innovazione anche nelle piccole e medie imprese, le quali, seppur non investendo molto in R&S, riescono attraverso la sperimentazione e l'apprendimento continuo a creare innovazioni significative (Rosenbusch et al., 2011).

Oltre alle fonti interne, le imprese possono usufruire di ancor più numerose fonti esterne. Proprio questa possibilità ha dato origine al concetto di Open Innovation (Chesbrough, 2003), che evidenzia la possibilità di collaborare con università, centri di ricerca, fornitori, clienti e persino concorrenti, al fine di generare una rete di competenze. Queste reti di collaborazione e di interscambio di competenze offrono alle imprese l'accesso a risorse esterne e competenze difficili da ottenere internamente, ne sono un esempio le ricerche e scoperte scientifiche in ambito accademico utilizzate poi dalle imprese per sviluppare innovazioni radicali (Perkmann et al., 2013). I clienti invece possono essere una fonte di innovazione attraverso i continui feedback e la conseguente identificazione dei bisogni non ancora soddisfatti (Von Hippel, 1988), questo fenomeno ha dato vita al concetto di “user innovation”, ovvero allo sviluppo e implementazione da parte delle imprese di idee segnalate dai clienti stessi. In questo senso è molto famoso il caso di The Lego Group, azienda leader nella realizzazione di giocattoli, che ha sviluppato una piattaforma in cui i clienti possono sviluppare nuove idee e votare quelle migliori, queste ultime saranno poi realizzate dall'azienda; la sinergia tra produttore e consumatore è oggi più che mai forte, tanto che si parla di Prosumer, per indicare la crasi tra i due termini.

Le tecnologie emergenti sono un'altra fonte di innovazione molto importante: creano nuove opportunità per lo sviluppo di prodotti e servizi ed è quindi fondamentale che esse siano intercettate dalle imprese per migliorare il proprio vantaggio competitivo (Dosi, 1988), ne sono degli esempi la digitalizzazione, l'internet of things (IoT) e la recente Artificial Intellingence (AI).

Un'altra fonte, anche se controintuitiva, è rappresentata dall'ambiente normativo e legislativo, l'evoluzione delle normative infatti può stimolare l'innovazione, soprattutto in settori come quello energetico e ambientale. Basti pensare alle stringenti regolamentazioni in materia di emissioni di CO<sub>2</sub>, e al conseguente sviluppo di tecnologie più pulite e sostenibili (Smith & Jones, 2021). Un altro esempio sono gli incentivi governativi e le politiche di supporto all'innovazione, come i crediti d'imposta per la R&S o i finanziamenti pubblici per progetti innovativi (Mazzucato, 2013).

Infine, occorre citare anche le mutazioni sociali e culturali, che purtroppo vengono spesso trascurate, ma possono rappresentare una fonte cruciale di innovazione. I cambiamenti nelle preferenze dei consumatori, nei valori sociali, possono costringere le imprese a rivedere i propri prodotti/servizi per rimanere competitivi (Christensen, 1997), nella parte III di questa dissertazione osserveremo proprio come la mancata ricezione di questi mutamenti culturali possa portare ad una disinvenzione e alla conseguente crisi d'impresa.

### 4.3 Il concetto di innovazione nelle imprese

Il concetto di innovazione nelle imprese non è solo propedeutico all'ottenimento di un vantaggio competitivo, ma è un vero e proprio processo fondamentale per la crescita e la sopravvivenza a lungo termine (Tidd & Bessant, 2018).

Le imprese devono quindi creare un'ambiente che sia creativo e prolifico per la componente innovativa, che poi può declinarsi in nuovi prodotti, processi, modelli di business e cambiamenti organizzativi. L'innovazione deve perciò essere gestita in modo strategico per generare un valore aggiunto interno all'impresa e garantire la sostenibilità della stessa (Drucker, 1985). Non stupisce affatto l'introduzione del termine cultura dell'innovazione per sottolineare questa continua tendenza al dinamismo aziendale: le imprese che adottano questo tipo di cultura riescono a rispondere meglio alle sfide del mercato e alle esigenze dei clienti. Come anticipato nei paragrafi precedenti l'innovazione non comprende solo la generazione di nuove idee, ma anche soprattutto la loro implementazione, di conseguenza è fondamentale creare un'ambiente aziendale con una stretta integrazione tra le diverse funzioni, come ricerca e sviluppo, marketing, vendite e produzione, in modo da tradurre le intuizioni innovative in soluzioni pratiche e commercializzabili (Teece, 2007).

Le imprese devono essere in costante comunicazione con l'ambiente esterno per intercettare i fenomeni innovativi disruptive, generando innovazioni radicali (Henderson e Clark, 1990) e allo stesso tempo innovazioni incrementali grazie alle interrelazioni presenti nell'ambiente interno.

Secondo Trott (2017) le migliori innovazioni sono quelle sostenibili e che offrono quindi un vantaggio competitivo sostenibile, per far sì che ciò accada l'impresa deve bilanciare lo sfruttamento delle tecnologie esistenti attraverso innovazioni incrementali (tipicamente sviluppate nell'ambiente interno) e l'esplorazione delle innovazioni radicali (tipicamente sviluppate nell'ambiente esterno). L'innovazione è poi strettamente collegata alla sostenibilità e al benessere condiviso, ciò significa che le imprese devono spostare il focus dall'innovazione esclusivamente orientata al profitto a un modello di innovazione che generi benefici anche per la società e l'ambiente. In vero, le imprese che adottano questo approccio non solo migliorano la loro reputazione, ma possono anche ottenere un vantaggio competitivo duraturo, sfruttando nuove nicchie di mercato emergenti (Bocken et al., 2014).

Infine, l'innovazione nelle imprese è strettamente collegata alla sostenibilità e alla creazione di valore condiviso. Secondo Porter e Kramer (2011), le imprese devono spostare il focus dall'innovazione esclusivamente orientata al profitto a un modello di innovazione che



generi benefici anche per la società e l'ambiente. L'innovazione sostenibile implica lo sviluppo di nuovi prodotti, processi e modelli di business che riducono l'impatto ambientale, migliorano il benessere sociale e creano opportunità economiche. Le imprese che adottano questo approccio non solo migliorano la loro reputazione, ma possono anche ottenere un vantaggio competitivo duraturo, sfruttando nuove nicchie di mercato emergenti (Bocken et al., 2014).

In conclusione, il concetto di innovazione nelle imprese è multidimensionale e implica non solo lo sviluppo di nuovi prodotti, ma anche cambiamenti nei processi organizzativi, nella cultura aziendale e nei modelli di business. Le imprese che adottano una visione strategica focalizzata sull'innovazione, integrando fonti esterne e ponendo attenzione alla sostenibilità, sono più preparate a competere in un mercato globale in continua evoluzione (Pisano, 2015).

## 4.4 Le tipologie di innovazione

Possiamo classificare le innovazioni in sei tipologie differenti, ognuna delle quali ha un impatto diverso sull'organizzazione e sul settore in cui viene applicata.

Queste sei tipologie, che verranno articolate di seguito, identificano i numerosi cambiamenti che un'impresa può apportare per migliorare la propria competitività a adattarsi alle sfide del mercato.

1. **Innovazione di prodotto:** consiste nell'introduzione di un nuovo bene o servizio o nel miglioramento significativo di un prodotto esistente. Come osservato da Utterback (1994), questa tipologia di innovazione è di precipua importanza in settori tecnologici in rapida evoluzione, dove l'introduzione di nuovi prodotti può determinare il successo o il fallimento di un'azienda. Il vantaggio competitivo ottenuto dalle imprese che investono in innovazione di prodotto è però temporaneo, per mantenere questo vantaggio competitivo è necessario un continuo investimento nella ricerca e nello sviluppo di nuovi prodotti (Schilling, 2013). L'esempio classico di innovazione di prodotto può essere l'evoluzione degli smartphone, dove aziende come Apple e Samsung sono impegnate in una costante innovazione per offrire prodotti sempre più avanzati e differenziati.

2. **Innovazione di processo:** comprende il miglioramento delle tecniche di produzione, distribuzione o logistica all'interno dell'impresa. Questa tipologia di innovazione mira a rendere i processi aziendali più efficienti, riducendo costi, tempi e risorse impiegate (Davenport, 1993). Si differenzia dall'innovazione di prodotto, per la sua minore visibilità agli occhi dei clienti, i quali non percepiscono nessun cambiamento nel prodotto, ma può avere un impatto significativo sui margini di profitto dell'impresa. Ne sono degli esempi: l'automazione della produzione mediante l'industrial IoT e l'adozione di tecnologie come l'intelligenza artificiale per ottimizzare la supply chain, che stanno trasformando numerosi settori, come quello manifatturiero e logistico (Bessant & Tidd, 2015).

3. **Innovazione organizzativa:** è rappresentata da cambiamenti nelle strutture interne o nei modelli di gestione di un'azienda. L'obiettivo di questo tipo di innovazione è il miglioramento della capacità dell'impresa di rispondere alle esigenze del mercato o di sfruttare nuove opportunità. Questo obiettivo ha la sua epifania in nuove pratiche di gestione, nella creazione di team interfunzionali e nel cambiamento nella cultura aziendale (Daft, 1982). Questa forma di innovazione si è declinata in epoca

recente nell'adozione di modelli di lavoro ibrido o completamente remoto, a seguito dalla pandemia da SARS-COV2. L'innovazione organizzativa rende le imprese più flessibili e permette di attrarre talenti da tutto il mondo, aumentando la produttività e riducendo i costi operativi (Brynjolfsson & McAfee, 2014).

4. **Innovazione di marketing:** identifica lo sviluppo di nuovi metodi per promuovere e vendere prodotti o servizi, tramite cambiamenti nel packaging, nelle strategie di pricing, nella promozione e nella distribuzione. Tutto ciò permette all'impresa di adattarsi ai cambiamenti delle preferenze dei consumatori e alle tendenze di mercato (Kotler & Keller, 2016). Questa tipologia di innovazione è stata adottata nel marketing digitale, sfruttando social media, intelligenza artificiale e big data per personalizzare le offerte ai clienti. Per esempio, grazie all'innovazione di marketing Amazon e Netflix hanno beneficiato di una maggiore capacità di coinvolgere i clienti e migliorare l'esperienza utente (Chaffey & Ellis-Chadwick, 2019).

5. **Innovazione del modello di business:** è rappresentata da un cambiamento radicale nel modo in cui un'impresa genera valore. Questo tipo di innovazione può comportare la riorganizzazione delle attività aziendali, la creazione di nuove fonti di ricavi o l'ingresso in nuovi mercati (Teece, 2010). Come esempio è opportuno citare l'innovazione del modello di business generata dalla c.d. sharing economy e la creazione di valore attraverso l'intermediazione di servizi, come accaduto per Uber e Airbnb, che hanno completamente rivoluzionato i rispettivi settori, ridefinendo il concetto di proprietà e consumo: offrendo ai clienti soluzioni più economiche e flessibili, generando al contempo nuovi flussi di entrate per le imprese coinvolte (Chesbrough, 2010).

6. **Innovazione sociale:** rappresenta l'introduzione di nuovi prodotti, servizi o modelli di business atti a risolvere problemi sociali. Questa tipologia di innovazione è oggi sempre più rilevante, in seguito al cambiamento di prospettiva delle imprese: dal tradizionale obiettivo di creare valore per gli azionisti (Shareholders) a una visione più ampia, orientata alla generazione di valore per tutti gli Stakeholders. L'innovazione sociale si distingue quindi per l'attenzione alla creazione di valore sociale piuttosto che economico (Mulgan, 2006). È l'innovazione tipica delle organizzazioni non profit e startup a impatto sociale che provano ad affrontare sfide come la povertà, l'istruzione e la sostenibilità ambientale.

## 4.5 Innovazione come processo

L'innovazione non può essere descritta come un singolo evento isolato, essa è infatti un processo complesso che si sviluppa attraverso diverse fasi, dalla creazione di idee alla loro commercializzazione (Trott, 2017). In questo contesto dinamico, i concetti giapponesi di Kaizen e Kaikaku sono fondamentali per comprendere lo sviluppo dell'innovazione.

Kaizen significa proprio miglioramento continuo, enfatizzando i piccoli miglioramenti costanti, che coinvolgono tutti i livelli aziendali (Teece, 2010), generando con il tempo miglioramenti progressivi sempre più significativi, seguendo per così dire un andamento esponenziale. In contrapposizione abbiamo invece il kaikaku che rappresenta una trasformazione più rapida e profonda, necessaria per affrontare sfide complesse o opportunità di mercato emergenti (Christensen, 1997). Mentre il Kaizen offre stabilità e miglioramenti incrementali, il Kaikaku permette alle imprese di adattarsi a cambiamenti drastici per rimanere competitive (Henderson & Clark, 1990). Potremmo immaginare il processo di innovazione come una funzione definita a tratti che cresce grazie ai piccoli miglioramenti (kaizen) per poi saltare ad un livello successivo attraverso una trasformazione profonda (Kaikaku), come rappresentato in figura 4.1.

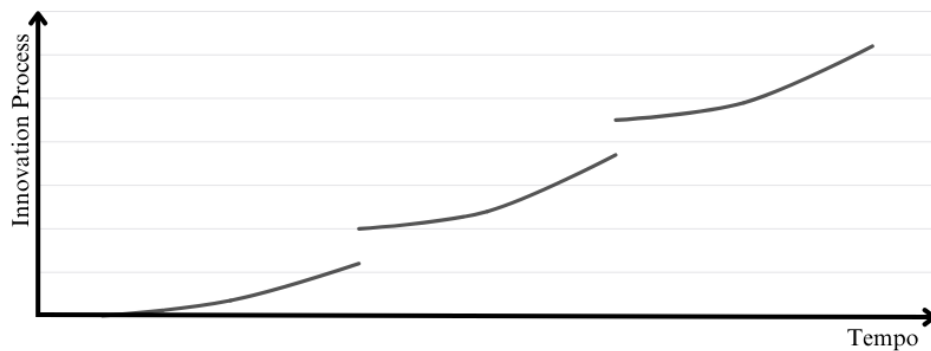
È necessario quindi che le imprese optino per un approccio sistemico e strutturato all'innovazione che consenta alle stesse di gestire al meglio il processo, riducendo i rischi e massimizzando le opportunità (Trott, 2017).

Possiamo dividere il processo di innovazione in cinque fasi, ciascuna cruciale per il successo finale:

1. Generazione di idee: in questa fase si raccolgono idee da varie fonti, incluse quelle interne ed esterne all'organizzazione. Le idee possono derivare quindi da dipendenti, clienti, fornitori, o dall'osservazione di trend di mercato; questa fase è cruciale per stimolare il pensiero creativo e individuare nuove opportunità (Trott, 2017).
2. Selezione delle idee: non tutte le idee sono praticabili o rilevanti per il business, di conseguenza vanno selezionate valutando le idee in base a fattori come la fattibilità tecnica e il potenziale di mercato (Cooper, 1990), identificando quelle con il maggior potenziale di successo.
3. Sviluppo del concetto: le idee selezionate vengono elaborate in concetti maggiormente definiti, attraverso la trasformazione delle idee in prototipi

concreti, sviluppando le specifiche del prodotto e determinando come realizzarle (Clark e Fujimoto, 1991).

4. Test e prototipazione: in questa fase avviene il test dei prototipi per valutare la loro efficienza e risolvere eventuali problemi prima del lancio definitivo. I test consentono di raccogliere feedback dagli utenti e apportare modifiche, riducendo il rischio di insuccesso e consentendo modifiche rapide (Thomke, 2003).
5. Lancio e commercializzazione: dopo la fase di test si entra nell'ultima fase che corrisponde al lancio sul mercato del prodotto/servizio. L'aspetto centrale di questa fase è la gestione della commercializzazione, che richiede strategie di marketing e distribuzione efficaci (Kotler & Keller, 2016).



*Figura 4.1: Rappresentazione grafica del processo di innovazione. Fonte: elaborazione propria.*

## **4.6 I driver dell'innovazione**

I driver dell'innovazione sono i fattori esterni ed interni che spingono un'impresa a innovare, spesso vengono confusi con le fonti dell'innovazione, ma in realtà sono due concetti simili e diversi allo stesso tempo. I fattori guida dell'innovazione (Driver) sono essenziali per comprendere perché le aziende investono in nuove tecnologie, processi e prodotti, e come rispondono alle pressioni del mercato, della società e dell'evoluzione tecnologica. Tra i principali driver dell'innovazione si possono individuare i fattori socio-economici, l'evoluzione della legislazione e il progresso tecnologico, che insieme costituiscono un terreno fertile per la nascita di nuove soluzioni e modelli di business.

### **4.6.1 Fattori socioeconomici**

I cambiamenti nei contesti socio-economici rappresentano il driver precipuo dell'innovazione. Secondo Drucker (1985), le esigenze sociali in continua evoluzione, come: la crescente domanda di prodotti più sostenibili, la digitalizzazione e l'urbanizzazione, costringono le imprese a trovare nuove soluzioni per restare competitive e rilevanti nel mercato. Tutti questi mutamenti spingono le aziende ad adattarsi a un ambiente di mercato in costante evoluzione, caratterizzato da nuovi stili di vita, nuove abitudini di consumo e un maggiore interesse verso temi come l'ambiente e la salute (Freeman, 1994). Un esempio significativo di come i fattori socio-economici possano stimolare l'innovazione è dato dal crescente interesse per la sostenibilità e l'economia circolare. Secondo Geissdoerfer et al. (2017), la pressione sociale per una maggiore sostenibilità ambientale e il riconoscimento del cambiamento climatico stanno spingendo le aziende a innovare per ridurre il proprio impatto ecologico. Le imprese stanno investendo in nuovi modelli di business, come il riuso, il riciclo e la riduzione dei rifiuti, per rispondere alle crescenti aspettative dei consumatori e delle normative governative. La transizione verso pratiche più sostenibili è diventata non solo un imperativo etico, ma anche una leva strategica per differenziarsi nel mercato e ottenere un vantaggio competitivo (Bocken et al., 2014).

#### 4.6.2 L'evoluzione della legislazione

L'evoluzione delle normative e delle politiche governative può rappresentare un potente driver dell'innovazione, le normative possono imporre nuovi standard di qualità, sicurezza o sostenibilità, fungendo da veri e propri catalizzatori di innovazione, fornendo lo stimolo alle imprese necessario ad investire in nuove tecnologie per rispettare i nuovi requisiti imposti dalla legislazione (Porter, 1991). Sempre secondo Porter (1991), una regolamentazione ambientale rigoroso, per esempio, può costringere le imprese a ridurre il loro impatto ambientale, migliorando l'efficienza dei processi e di conseguenza riducendo i costi.

Tutto ciò lo possiamo percepire osservando l'evoluzione della regolamentazione nel settore energetico e delle emissioni di CO<sub>2</sub>. In molte nazioni, l'introduzione di normative più severe in materia di emissioni ha stimolato l'innovazione nel settore automobilistico, spingendo le aziende a sviluppare veicoli elettrici e ibridi. Con lo scopo non solo di proteggere l'ambiente, ma anche di creare nuove opportunità per le imprese che riescono a rispondere efficacemente alle nuove politiche (Rennings, 2000). Allo stesso modo, le leggi che incentivano lo sviluppo di energie rinnovabili, hanno spinto l'innovazione in settori come l'energia solare ed eolica, con benefici sia economici che ambientali (Jacobsson & Johnson, 2000).

#### 4.6.3 La tecnologia

La tecnologia e più precisamente il progresso tecnologico è forse il driver precipuo dell'innovazione e sicuramente quello a cui il nostro pensiero più spesso si riferisce. Le nuove tecnologie offrono alle imprese gli strumenti e le opportunità per migliorare i loro prodotti, ottimizzare i processi e creare nuovi modelli di business. Schumpeter (1942) definì l'innovazione tecnologica come la forza trainante del cambiamento creativo in grado di ridefinire interi settori economici, attraverso la creazione di nuovi mercati.

In epoca recente alcune tecnologie digitali, come l'intelligenza artificiale, l'internet delle cose (IoT), la robotica avanzata e la Blockchain ha trasformato radicalmente alcuni mercati, introducendo delle innovazioni radicali. Per esempio, l'AI e l'IoT hanno modificato il modo in cui le imprese operano e interagiscono con i clienti (Bessen, 2018), mentre grazie a tecnologie con la stampa 3D i tempi di prototipazione si sono accorciati notevolmente, rendendo meno costoso lo sviluppo di nuovi prodotti (Gibson et al., 2015). Potremmo perciò dire che non solo le tecnologie digitali hanno fornito una solida base a molteplici innovazioni, ma che abbiano cambiato il ritmo del processo innovativo descritto nel paragrafo precedente (*v. supra par. 4.5*), accelerandolo e riducendo i costi di sviluppo (Brynjolfsson e McAfee, 2014).

### 4.6.3 La crisi

I driver classici dell'innovazione sono quelli precedentemente descritti, tuttavia in questa dissertazione si vuole offrire un'ulteriore punto di vista, introducendo un nuovo fattore guida: la crisi. In vero, le crisi economiche e sociali sono da sempre considerate come fattori di cambiamento, secondo Christensen (1997), le crisi, nonostante portino ad una contrazione economica e a difficoltà finanziarie, possono anche spingere le imprese a rivedere le proprie strategie e ad innovare per sopravvivere. Le crisi creano discontinuità e proprio per questo generano anche nuove opportunità, sarà poi compito delle imprese identificare tali opportunità per poi sfruttarle, ottenendo così il famigerato vantaggio competitivo.

Per quanto possa sembrare controverso abbiamo degli esempi di innovazione indotta dalla crisi, uno su tutti è la pandemia da SARS-COV2: la quale ha accelerato l'adozione delle tecnologie digitali in settori e nicchie di mercato arretrati da questo punto di vista. In questo modo ha generato una crescente domanda di soluzioni innovative che applicassero le più moderne tecnologie digitali per permettere alle imprese di continuare la loro operatività accelerando da un lato la transizione digitale e dall'altro contribuendo alla nascita di nuove imprese (Verma e Gustafsson, 2020). Questa adattabilità del sistema economico e delle imprese alla crisi può essere vista poeticamente come la prova della resilienza dell'economia moderna.



## 4.7 Innovazione e sostenibilità

Innovazione e sostenibilità potrebbero sembrare due termini diametralmente opposti, tanto che il concetto di innovazione sostenibile viene spesso definito un ossimoro, ma in realtà sono due concetti molto simili e strettamente legati fra loro. L'innovazione per sua natura, essendo la dimensione applicativa dell'invenzione, deve essere anche sostenibile altrimenti nel lungo periodo il mercato la escluderebbe. Quando pensiamo al termine sostenibilità, la prima dimensione a cui facciamo riferimento è quella ambientale, e come non potremmo, vivendo in un contesto socioeconomico in cui le sfide ecologiche sembrano insormontabili. Tuttavia, il concetto di sostenibilità: soddisfare i bisogni delle generazioni attuali senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri, racchiude in sé almeno altre due dimensioni, quella economica e quella sociale. Queste due dimensioni, unitamente a quella ambientale, danno vita al concetto della Triplice Bottom Line (TBL) introdotto da John Elkington nel 1994. Possiamo perciò definire tre tipologie di sostenibilità:

1. **Economica:** si ottiene garantendo la redditività di un progetto nel lungo periodo attraverso una crescita costante, evitando quindi che la redditività iniziale sia frutto di un uso improprio delle risorse che causerebbe una diminuzione della redditività futura (Slaper & Hall, 2011);
2. **Sociale:** si ottiene garantendo il benessere delle persone coinvolte, come i dipendenti dell'impresa, la comunità di riferimento e in generale qualunque gruppo influenzato dall'indotto. Per esempio, attraverso il raggiungimento di obiettivi come l'equità, condizioni di lavoro dignitose e il rispetto dei diritti umani (Dyllick & Hockerts, 2002);
3. **Ambientale:** si ottiene minimizzando l'impatto negativo dell'impresa sull'ambiente, per esempio riducendo l'inquinamento, lo spreco di risorse naturali preziose come l'acqua e propugnando al contempo la conservazione e il ripristino di ecosistemi ormai distrutti (Elkington, 1997).

In vero questo approccio indirettamente è alla base dell'economia e della finanza contemporanea, derivano da esso infatti i concetti di CSR<sup>63</sup> (Corporate Social Responsibility) e di ESG<sup>64</sup> (Environmental, Social, Governance) ampiamente utilizzati.

L'innovazione è perciò parte della sostenibilità, così come la sostenibilità è parte dell'innovazione, sono perciò legate da un rapporto di interdipendenza, potremmo dire che senza innovazione non c'è sostenibilità e senza sostenibilità non può esserci innovazione.

Certamente occorre precisare il diverso punto di vista dei due concetti, l'innovazione ha un maggior focus sulla crescita economica e sul progresso tecnologico, mentre la sostenibilità pone maggiore enfasi sull'equilibrio tra sviluppo e conservazione delle risorse naturali (Geissdoerfer et al., 2017). Ma in fondo anche la crescita economica deve per forza focalizzarsi sulla conservazione delle risorse naturali utilizzate, altrimenti non potrebbe esistere nel lungo periodo. Ne sono un esempio le foreste certificate FSC<sup>65</sup>, propugnate dalle imprese stesse operanti nell'industria del legno, sia per motivi etici, ma anche e soprattutto per motivi economici, senza più alberi, per esempio sarebbe impossibile continuare a produrre carta e altri derivati. Di conseguenza la sostenibilità ambientale è anche legata a problemi economici, ed in vero, proprio in questo contesto si inserisce il concetto di economia circolare. Con questa espressione si rappresentano tutte quelle innovazioni in materia di design e produzione che consentono di ridurre il quantitativo di rifiuti e migliorare la riciclabilità dei prodotti (Kirchherr et al., 2017). Di conseguenza, in questo caso, l'innovazione diventa il motore della sostenibilità, e uno strumento indispensabile per la salvaguardia degli ecosistemi terrestri (Geissdoerfer et al., 2017).

Nonostante ciò, le evidenze di una correlazione tra l'inquinamento e molte innovazioni degli ultimi secoli sono innegabili: l'aumento delle emissioni di gas serra è considerevole, così come la deforestazione, mentre la biodiversità sta progressivamente diminuendo (OECD, 2018). Questa correlazione porta spesso l'opinione pubblica ad essere scettica nei confronti delle innovazioni percependole come una minaccia (Smith, 2019), ma in realtà le innovazioni,

---

<sup>63</sup> Con Corporate Social Responsibility (CSR) o responsabilità sociale d'impresa, si identifica la volontà delle imprese di integrare tematiche di natura etica e sociale all'interno della loro visione strategica.

<sup>64</sup> I criteri Environmental, Social, Governance (ESG), in italiano fattori ambientali, sociali e di governance, consentono di misurare in modo preciso, attraverso parametri standardizzati, la sostenibilità e l'impatto etico di un'azienda o di un investimento.

<sup>65</sup> La certificazione FSC (Forest Stewardship Council, o in italiano Consiglio per la Gestione Forestale) garantisce che i prodotti in legno o carta provengano da foreste gestite in modo sostenibile, assicurando il rispetto di rigidi standard ambientali, sociali ed economici.

come detto ripetutamente in questo capitolo, sono solamente la dimensione applicativa delle invenzioni, e di conseguenza, sono neutrali come quest'ultime. L'impatto delle innovazioni in sé è neutro, è il contesto in cui vengono integrate, che ne definisce la positività o la negatività. Per esempio, al momento della scrittura di questa dissertazione, si discute sempre più sull'impatto negativo dei polimeri plastici, ma in realtà le materie plastiche di per sé hanno una loro utilità, l'impatto negativo è dovuto al fatto che l'umanità ha scelto un materiale indistruttibile per realizzare oggetti monouso, generando svariati problemi, tra cui le microplastiche<sup>66</sup> e l'inquinamento degli oceani.

In definitiva, possiamo dire che le innovazioni possono e devono essere sostenibili, e di sicuro non hanno un impatto definito: positivo o negativo, bensì quest'ultimo dipende dalla loro integrazione nel quadro socioeconomico e ambientale. In questo avranno poi un ruolo di rilevanza le politiche pubbliche, le normative e i regolamenti internazionali.

---

<sup>66</sup> Con il termine microplastiche si fa riferimento a frammenti di materiale plastico con dimensioni inferiori al millimetro; esse possono raggiungere anche la scala micrometrica infiltrandosi nell'ambiente e negli alimenti, causando notevoli problemi all'ecosistema in cui viviamo.

## **4.8 Perché innovare per superare la crisi**

L'innovazione rappresenta il motore del cambiamento e, come descritto nel paragrafo precedente può e deve essere sostenibile, garantendo di conseguenza la sostenibilità aziendale e con essa la sua continuità. Un'impresa che attraversa una crisi ha come unico obiettivo il cambiamento: certamente non desidera rimanere in una situazione di difficoltà, bensì vorrà uscirne il prima possibile. Per fare ciò il modo migliore è innovare adattandosi ai mutamenti del contesto e rispondendo in modo proattivo alle nuove esigenze del mercato e dei consumatori. In questo senso l'innovazione è sia uno strumento di rinascita aziendale che di crescita futura, permettendo all'impresa di uscire da un momento di difficoltà creando al contempo un nuovo vantaggio competitivo, garantendo una prospettiva di lungo termine.

Troppo spesso l'approccio alla crisi d'impresa è quello di limitare i danni, tamponando le perdite, effettuando disinvestimenti, rimborsando la maggior parte dei debiti, e alienando gran parte dei fattori produttivi, con la conseguente diminuzione dei flussi di cassa operativi, evidentemente già bassi data la situazione di crisi. In vero, questo approccio è comprensibile, perché nel breve periodo si ottengono risultati accettabili, senza la difficoltà di trovare nuove fonti di finanziamento; tuttavia, spesso funge da palliativo per realizzare un declino assistito dell'impresa. Senza un cambiamento radicale, a seguito di un'innovazione, nel lungo periodo il risanamento dell'impresa è quantomeno improbabile. Dopo quanto testé scritto non stupisce che l'introduzione dei finanziamenti prededucibile, per incentivare l'innovazione e l'immissione di capitali in aziende in crisi.

### **4.8.1 Adattarsi ai cambiamenti**

La capacità di adattamento è di precipua importanza per le imprese, e innovare è il modo migliore per adattarsi alle sfide imposte dal cambiamento, generando nuove opportunità di crescita. Le imprese devono sviluppare una mentalità agile e reattiva per essere più efficaci sul mercato (Kotter, 1996), migliorando la resilienza dell'azienda. Le testimonianze empiriche a prova di ciò sono molteplici e nel paragrafo precedente verranno analizzati i singoli casi aziendali più eclatanti. Ma anche a livello generale possiamo notare come l'innovazione generi nella maggior parte dei casi un vantaggio, in effetti, secondo il report di McKinsey & Company (Lund et al., 2021), le aziende che hanno investito in innovazione e digitalizzazione durante la crisi pandemica da SARS-COV2 hanno mostrato una maggiore capacità di adattamento e una ripresa più rapida.

Innovare non consente solo di superare la crisi, ma permette all'impresa di uscirne rafforzata. Le imprese che affronto con successo una crisi solitamente sono più competitive e con maggiori opportunità di crescita (Christensen, 1997).

Inoltre, le crisi spingono le imprese a riconsiderare le loro priorità e a dubitare delle loro strategie competitive, stimolando così la creatività e generando cambiamenti nelle strategie aziendali che altrimenti non sarebbero stati possibili in un contesto di stabilità (Hamel & Prahalad, 1994).

Occorre poi evidenziare il ruolo della cultura organizzativa e di come essa influisca sulla capacità di innovare durante una crisi. Una cultura organizzativa aperta e flessibile facilita l'innovazione, incoraggiando i dipendenti a contribuire con idee e a collaborare per sviluppare nuove soluzioni (Schein, 2010). Di conseguenza le aziende che promuovono una cultura dell'innovazione sono quelle più propense a trovare soluzioni per poter affrontare al meglio le difficoltà. L'innovazione è perciò un elemento cruciale per le imprese che affrontano una crisi, consentendo loro di adattarsi ai cambiamenti, di uscire dalla crisi e di cogliere nuove opportunità.

#### 4.8.2 Alcune evidenze

Come anticipato le evidenze empiriche a sostegno di quanto scritto nel paragrafo precedente sono svariate, ed in questo paragrafo si cercherà di offrire una breve, ma esaustiva descrizione dei casi aziendali più emblematici, sottolineando il ruolo dell'innovazione come strategia chiave per la sopravvivenza e la crescita. Queste aziende non solo hanno affrontato le difficoltà, ma hanno anche trasformato le loro sfide in opportunità, dimostrando come l'innovazione possa essere un potente motore di cambiamento e di crescita sostenibile.

Il primo esempio che si vuole citare è Coca-Cola, la quale durante la crisi economica globale del 2008, scelse di investire piuttosto che di ridurre i costi, ampliando il suo portafoglio prodotti per includere opzioni più sane e sostenibili. In una intervista del 2010 il CEO Muhtar Kent sottolineò l'importanza di riconoscere i cambiamenti nelle abitudini di consumo e di investire in ricerca e sviluppo per creare nuovi prodotti in grado di far fronte a questi cambiamenti, mantenendo e persino incrementando la propria quota di mercato.

Sempre nello stesso periodo, durante la crisi finanziaria del 2008, la Microsoft stava perdendo sempre più velocemente la propria quota di mercato, tanto che per la prima volta nella sua storia annunciò tagli al personale. Ciò nonostante, scelse di investire in innovazione potenziando la sua offerta cloud con Azure e trasformando radicalmente il suo modello di business da un sistema basato su licenze a uno basato su abbonamento. Fu proprio questa transizione secondo Satya Nadella, attuale CEO dell'azienda, a garantire il recupero e la crescita dell'azienda.

Nei primi anni 2000 invece Lego ha dovuto una crisi senza precedenti per il gruppo, l'azienda infatti lottava con una diminuzione delle vendite e con un aumento della concorrenza. Per superare questa crisi, Lego decise di innovare non solo a livello di prodotto, ma anche cambiando il rapporto di interazione con i clienti. È proprio in questo periodo di crisi che l'azienda ha introdotto le prime iniziative di co-creazione, permettendo ai fan di contribuire alla progettazione di nuovi set di mattoncini. Questa strategia ha poi portato a un rinnovato interesse per i prodotti Lego e ad un incremento della fedeltà dei clienti (Fischer, 2015).

Da queste evidenze, possiamo osservare come le crisi che affliggono le imprese non sono tutte uguali, come verrà approfondito nel prossimo capitolo, alcune crisi hanno una portata globale e sono indotte da fattori esterni, come le crisi economiche o le turbolenze di mercato; mentre altre, sono specifiche per ogni azienda e possono derivare da fattori interni, come problemi gestionali o finanziari. Tuttavia, indipendentemente dalla tipologia di crisi,

l'innovazione rappresenta la soluzione migliore per superare tali difficoltà, permettendo alle imprese di adattarsi ai cambiamenti e risolvere le problematiche emergenti.

## **Parte II: Crisis Management e cenni sulla Normativa Italiana**

### **CAPITOLO 5: LA CRISI AZIENDALE**

Durante il suo ciclo di vita un'impresa può dover affrontare delle crisi, che se non gestite correttamente porteranno al declino dell'impresa. Per evitare ciò, come descritto precedentemente (cfr. supra capitolo 2) è necessario mantenere un approccio proattivo e consapevole nei confronti del ciclo di vita dell'impresa. In questo modo la crisi viene identificata nei tempi e nelle modalità che ne permetteranno il risanamento.

In questo capitolo si offrirà una visione completa sulla crisi d'impresa, partendo dalla nozione e definendo le diverse tipologie di crisi, differenziate sulla base dei fattori scatenanti. In fine si offriranno alcuni strumenti pratici di performance management utili ad una corretta gestione della crisi, come la piramide SMART di Linch e Cross, il Prisma delle performance e lo Skandia Navigator.

#### **5.1 Definizione**

Per definire il concetto di crisi aziendale, dobbiamo partire dal concetto di declino, ovvero dall'incapacità dell'impresa di adattarsi all'ambiente (cfr. supra cap. 1) e alla contestuale diminuzione delle risorse disponibili (Guatri, 1995). Queste due condizioni si traducono poi in una diminuzione del reddito prodotto e una perdita di valore dell'impresa, dando vita al c.d. concetto di distruzione del valore (Guatri, 1995).

Questa condizione di declino può protrarsi anche per molto tempo, caratterizzando l'omonima fase del ciclo di vita dell'impresa; tuttavia, quando questa condizione diventa irreversibile<sup>67</sup> e si manifesta nell'ambiente esterno all'impresa, il declino si trasforma in crisi (Guatri, 1995).

La crisi d'impresa viene definita dal codice della crisi e dell'insolvenza, e quindi dalla normativa italiana, come lo stato di difficoltà economico-finanziario che rende probabile l'insolvenza del debitore (Pacchi e Ambrosini, 2020).

Le condizioni di declino e di crisi, se protratte nel lungo periodo, possono portare allo stato di insolvenza, definito sempre dal codice della crisi e dell'insolvenza (art.2 lett. b), come quella condizione del debitore che si manifesta con inadempimenti o con altri fatti

---

<sup>67</sup> Con l'aggettivo irreversibile dobbiamo fare riferimento ad una incapacità di uscire dalla condizione di declino con strumenti ordinari, questa precisazione è importante perché con gli appositi strumenti e procedure si può non solo uscire dalla condizione di declino, ma anche dalla crisi d'impresa.



esteriori, che dimostrano la sua incapacità di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni. In questo contesto va sottolineata la triplice valenza dell'avverbio "regolarmente, il quale è da intendere allo stesso tempo (i) per intero; (ii) alla scadenza e (iii) con mezzi normali di pagamento (Pacchi e Ambrosini, 2020).

I concetti testé descritti di declino, crisi e insolvenza, sono concetti diversi e simili allo stesso tempo, spesso integrati gli uni negli altri, ma differenziati dalla dimensione temporale: tutto inizia con il declino, per poi sfociare in crisi ed infine portare all'insolvenza dell'impresa. In vero molto spesso la crisi e l'insolvenza insorgono quasi contemporaneamente nella pratica, ma concettualmente rimane valida la consecutività temporale.

Proprio per questo la normativa italiana ha introdotto strumenti di allerta e prevenzione della crisi, come l'obbligo di monitorare costantemente i segnali di squilibrio economico, attraverso sistemi di controllo capaci di rilevare tempestivamente le condizioni di crisi, e l'introduzione di procedure di allerta e di composizione assistita della crisi.

La normativa italiana non si occupa invece di delineare le cause dello stato di insolvenza, si parla infatti di principio della c.d. rilevanza oggettiva, ovvero per la normativa italiana, conta solo che il debitore non riesca ad adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni, indipendentemente dai motivi (Pacchi e Ambrosini, 2020). Allo stesso modo non vengono delineate le cause che presumibilmente potrebbero portare alla crisi d'impresa, anche perché in effetti ai fini legislativi non darebbero nessun valore aggiunto, e inserirebbero solamente un fattore di incertezza in più. Ai fini aziendali invece è di fondamentale importanza capire le cause del declino e della crisi d'impresa, per poter agire tempestivamente rivedendo l'intera strategia aziendale, così da recuperare la stabilità e riacquistare la fiducia di tutti gli stakeholder (Pearson & Mitroff, 1993).

## 5.2 Tipologie di crisi

Per comprendere l'eterogeneità delle crisi d'impresa, dobbiamo partire dal presupposto che ogni impresa è un'entità unica e irripetibile e di conseguenza anche la condizione di crisi assoggettata alla singola impresa è univoca. Tuttavia, possiamo classificare le crisi d'impresa sulla base dei fattori di causalità, così da identificare diverse tipologie di crisi d'impresa e le migliori strategie di risanamento ad esse associate, con la consapevolezza che per essere adattate alla singola impresa necessiteranno di alcune personalizzazioni. In vero un'impresa potrebbe trovarsi nella condizione di crisi per molteplici motivi e, di conseguenza, essere soggetta a diverse tipologie di crisi. Tutto ciò comporta una molteplicità di strategie di risanamento attuabili, con il rischio di sovrapporre l'effetto di una strategia a un'altra, annullando l'effetto desiderato, ovvero il ripristino della situazione ordinaria. Proprio per questo motivo, ogni strategia deve essere adattata alla specificità della singola impresa, così da garantire il successo della visione strategica complessiva.

Nel presente paragrafo verranno articolate 5 tipologie di crisi d'impresa: 1) crisi da inefficienza o inefficacia, 2) crisi da mancata innovazione, 3) crisi causate da squilibri finanziari o patrimoniali, 4) crisi legate al passaggio generazionale ed in fine 5) crisi influenzate da fattori macroeconomici. Questa classificazione ha lo scopo di offrire alle aziende una comprensione più profonda delle potenziali minacce e delle opportunità di miglioramento (Mitroff, 2001), così da aumentare le probabilità di risanamento.

### 5.2.1 Crisi da inefficienza/inefficacia

La crisi da inefficienza e inefficacia è la tipologia di crisi che tipicamente affligge la maggior parte delle imprese, si manifesta con una difficoltà nel raggiungimento gli obiettivi prefissati, in un contesto dove la competitività del mercato è sempre più agguerrita e le aspettative dei clienti in continua evoluzione (Kaplan & Norton, 1996).

Le cause principali di questo tipo di crisi sono: 1) l'obsolescenza dei processi e delle tecnologie utilizzate, che rendono le aziende inadeguate ad adempiere alle richieste del mercato, a seguito di una scarsa propensione o di una vera e propria resistenza al cambiamento (Hammer, 1990); 2) una cattiva gestione dei materiali e delle risorse umane, che si traduce in una pessima formazione del personale, a volte addirittura inesistente, e/o in sprechi significativi nella gestione delle scorte e delle attrezzature (Becker & Huselid, 1998); 3) una comunicazione interna poco efficace, che ostacola la collaborazione e costringe al c.d. lavoro a compartimenti stagni, ovvero senza coordinamento interfunzionale, causando inefficienza operativa (Davenport, 1993); 4) ed in fine una mancanza di chiarezza nella definizione degli obiettivi

aziendali, che portano ad una difficoltà nel definire le priorità aziendali, causando risultati insoddisfacenti (Drucker, 1954).

Come intuibile le conseguenze di questa crisi possono essere devastanti, le aziende che si trovano in questa condizione perdono competitività rispetto ai concorrenti più efficienti, con la contestuale diminuzione dei ricavi, che rende ancora più difficile il risanamento attraverso investimenti che migliorino l'efficienza (Porter, 1985). L'inefficienza porta poi ad una perdita di fiducia da parte dei clienti causando un danno reputazionale (Fornell, 1992), e tutto ciò influisce anche negativamente sul morale dei dipendenti contribuendo a ridurre la produttività e l'efficienza, generando un circolo vizioso (Bakker et al., 2003).

Per poter uscire da questa condizione di crisi, è necessario porre rimedio alle cause della stessa, migliorando anzitutto la comunicazione e il coordinamento interfunzionale (Davenport, 1993), ripensando totalmente i processi aziendali applicando il c.d. Business Process Reengineering (BPR), che consente di ripensare radicalmente le attività per migliorarne l'efficienza (Hammer e Champy, 1993). In fine è necessario investire nella formazione del personale per creare nuovo valore aggiunto e incentivare il c.d. miglioramento continuo congiuntamente all'utilizzo di indicatori di performance (Key Performance Indicator, KPI) per monitorare l'efficacia degli investimenti fatti (Kaplan e Norton, 1996).

### **5.2.2 Crisi da mancata innovazione**

Un'altra tipologia di crisi è quella da mancata innovazione, o per usare un termine introdotto con questa dissertazione, quella generata da disinnovazione (cfr. supra. par. 4.1). Quando un'impresa non riesce ad innovare, perché non vuole innovare oppure, perché prova, ma con tempi e metodi tali da portare ad una disinnovazione, non solo perde il vantaggio competitivo, ma rischia anche di cadere in un ciclo di stagnazione che può portare a gravi conseguenze, come la chiusura definitiva dell'impresa (Christensen, 1997). Questa condizione può essere causata da diversi fattori, come: 1) una cultura aziendale troppo conservativa, che resiste al cambiamento, e si manifesta con la mancanza di apertura da parte dei dipendenti e del management aziendale alle nuove idee ed attraverso una totale avversione al rischio (Schein, 2010); 2) investimenti insufficienti in ricerca e sviluppo (R&D): alcune imprese provano ad innovare, ma non dispongono delle risorse necessarie, limitando la capacità di sviluppare nuovi prodotti e o servizi (Cohen e Levinthal, 1990); 3) un' analisi errata del mercato, che porta ad una comprensione sbagliata delle tendenze del mercato e dei desideri dei clienti, causando errori strategici (l'analisi dell'ambiente esterno ed in particolare del mercato è in vero fondamentale per non perdere opportunità di innovazione e rispondere ai cambiamenti improvvisi nella

domanda; Kotler e Keller, 2016); 4) in fine un 'eccessiva focalizzazione sul core business, può restringere la visione strategica e irrigidire troppo l'impresa, che di conseguenza perde di vista le innovazioni emergenti e i cambiamenti nel comportamento dei consumatori (Porter, 1996).

Tutto ciò porta ad una perdita di competitività: l'impresa perde quote di mercato, la soddisfazione dei clienti cala, e i talenti migliori presenti nell'impresa, intuendo la situazione di crisi, potrebbero cercare posizioni lavorative in imprese concorrenti (Cascio e Aguinis, 2005), aggravando la condizione di crisi. Per poter uscire da questa particolare condizione di crisi è necessario promuovere la cultura dell'innovazione, creando team di lavoro interdisciplinari (Schein, 2010), investire in ricerca e sviluppo, allocando le risorse in modo adeguato, ricercando innovazioni sostenibili (Cohen e Levinthal, 1990). Una possibilità è anche quella di coinvolgere i clienti: chi meglio di loro può esprimere i desideri del mercato? L'utilizzo dei feedback dei clienti, da parte delle imprese può aiutare a identificare aree di opportunità e migliorare i prodotti e servizi esistenti (Griffin & Hauser, 1993). Inoltre, si può pensare di aumentare il grado di propensione al rischio, quest'ultima azione potrà sembrare assurda: rischiare durante una crisi è in effetti controintuitivo, ma a volte è l'unica possibilità per risanare l'impresa.

### **5.2.3 Crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale**

La crisi da squilibrio finanziario e/o patrimoniale è una forma di crisi aziendale spesso indotta da un'altra crisi, ma può manifestarsi anche disgiuntamente quando le imprese non riescono a gestire adeguatamente le proprie risorse finanziarie e patrimoniali (Altman, 1968).

Nello specifico le cause sono da ricercarsi in una cattiva gestione delle risorse finanziarie, come una pianificazione finanziaria inadeguata che può generare illiquidità<sup>68</sup> (Brigham & Houston, 2012); un eccessivo accumulo di debiti tale da compromettere la stabilità finanziaria di un'azienda, e una mancata valutazione delle condizioni contrattuali debitorie come variazioni nei tassi di interesse, che possono influenzare negativamente la situazione patrimoniale di un'azienda (Minsky, 1992). Ed in generale una governance non efficace, che porta alla mancanza di controlli interni efficaci e di una supervisione adeguata (Fama & Jensen, 1983). Come intuibile le conseguenze possono essere gravissime, come una perdita di fiducia

---

<sup>68</sup> Molte imprese entrano in uno stato di crisi solo perché sono illiquide, a causa di una cattiva gestione del credito e ad un mancato monitoraggio dei flussi di causa, anche se solvibili nel lungo termine, tanto da arrivare al paradosso in cui un'impresa viene chiusa e durante il processo di liquidazione si riesce persino ad ottenere un profitto per gli azionisti.

da parte degli investitori e dei creditori, che vedono la loro posizione deteriorarsi, portando ad una variazione nel rating<sup>69</sup>, con il conseguente aumento dei costi di finanziamento e alla riduzione della disponibilità di capitali, rendendo ancora più difficile il recupero (Altman, 1983). La mancanza di liquidità può poi limitare la capacità operativa dell'azienda, portando a ritardi nella produzione e nella distribuzione dei prodotti e servizi, danneggiando ulteriormente la reputazione aziendale (Brigham & Houston, 2012).

Per ripristinare l'equilibrio finanziario e patrimoniale le aziende possono attuare diverse strategie, come *i*) una pianificazione finanziaria efficace, che includa una previsione dei flussi di cassa e una gestione del capitale circolante; *ii*) una ristrutturazione del debito per ridurre il carico finanziario e migliorare la liquidità (Graham & Harvey, 2001); *iii*) aumentare le attività di controllo interno e di governance per garantire che le decisioni finanziarie siano basate su dati accurati e tempestivi (Fama & Jensen, 1983), *iv*) diversificare le fonti di reddito, per limitare la vulnerabilità ai cambiamenti di mercato così da aumentare la resilienza finanziaria, ed in fine *v*) ricercare nuovi capitali ed investitori, per ottenere, attraverso un aumento di capitale, le risorse necessarie ad attuare il piano strategico di risanamento (Maksimovic & Phillips, 2001).

#### **5.2.4 Crisi causata dal passaggio generazionale**

Una tipologia di crisi che affligge spesso le PMI<sup>70</sup> italiane, data la loro conduzione familiare, è la crisi causata dal passaggio generazionale. In effetti, il passaggio generazionale rappresenta un momento cruciale nella vita di un'azienda e se non gestito correttamente, può innescare una crisi che mina la stabilità e la sostenibilità dell'organizzazione. Questa crisi non riguarda solo il trasferimento di responsabilità, ma include anche questioni emotive, culturali e strategiche che possono influenzare profondamente la performance aziendale (Le Breton-Miller & Miller, 2006). In particolare, una mancanza di pianificazione strategica per il passaggio generazionale può portare a situazioni di incertezza e di conflitto con i membri della famiglia (Gersick et al., 1997). Queste tensioni si originano a causa di differenze di opinioni, ambizioni e aspettative, e possono ostacolare il processo di transizione (Lambrecht & Lievens, 2008). Un'altra causa è la resistenza al cambiamento da parte della generazione attuale congiuntamente ad una inadeguata formazione e preparazione dei successori, che rende sempre più difficile

---

<sup>69</sup> Il rating è la stima della solvibilità di un'impresa o di un titolo e viene fornito dalle c.d. agenzie di Rating.

<sup>70</sup> Le piccole e medie imprese (PMI), sono imprese con meno di 250 addetti, un fatturato annuo inferiore ai 50 milioni di euro ed un totale di bilancio annuo superiore ai 43 milioni di euro.

l'allineamento di orizzonti, necessario per una crescita sostenibile (Kets de Vries, 1993). Tutto ciò porta ad un declino delle performance aziendali, dovuta ad una riduzione dell'efficienza operativa; a seguito dell'incertezza, poi numerosi talenti lasciano l'impresa, contribuendo da un lato alla perdita della competitività e dall'altro causando un danno reputazionale, che progressivamente si estende, raggiungendo tutti gli stakeholder.

Per affrontare la crisi causata dal passaggio generazionale, occorre anzitutto, pianificare il passaggio generazionale, così da delineare i ruoli e le responsabilità, e soprattutto allineare gli obiettivi (Gersick et al., 1997). Successivamente iniziare un percorso di formazione, per sviluppare le competenze necessarie nei successori a prendere decisioni strategiche e a gestire le sfide aziendali (Davis & Harveston, 2001). Ed in fine gestire i conflitti, che in ogni caso scaturiranno a causa dei differenti orizzonti temporali, e alla conseguente diversa propensione al rischio, in questo caso potrebbe essere utile l'uso di mediatori esterni o consulenti specializzati per facilitare una comunicazione aperta e onesta tra i membri della famiglia (Lambrecht & Lievens, 2008), così da garantire anche una flessibilità al cambiamento e all'innovazione, tale da permettere una crescita sostenibile (Kets de Vries, 1993).

### **5.2.5 Crisi causata da fattori macroeconomici**

L'ultima di tipologie di crisi è la crisi causata da fattori macroeconomici, ovvero causata da eventi economici a livello nazionale o globale che influenzano negativamente la performance delle aziende, come: recessioni economiche, inflazione, fluttuazioni dei tassi di cambio, variazioni nei tassi di interesse e cambiamenti nelle politiche fiscali e monetarie. Questi fattori influenzano tutte le imprese, indipendentemente dalle loro dimensioni o settori, poiché le loro operazioni e profitti sono strettamente legati all'andamento dell'economia in generale (Krugman, 2009). Di conseguenza periodi di contrazione economica (recessione) possono ridurre la domanda di beni e servizi, influenzando direttamente i ricavi delle aziende.

Le recessioni però possono derivare da vari fattori, come l'eccessivo indebitamento o le politiche fiscali restrittive (Blanchard, 2000), pertanto anche l'inflazione e la variazione dei tassi di interesse<sup>71</sup> possono portare ad una recessione indotta e ad una crisi causata da fattori macroeconomici. L'inflazione poi oltre a influire sulla politica monetaria, può anche aumentare i costi operativi delle aziende, comprimendo i margini di profitto (Friedman, 1968). Un altro

---

<sup>71</sup> Per ridurre l'inflazione i tassi di interesse vengono alzati attraverso strumenti di politica monetaria; tuttavia, tassi di interesse elevati possono aumentare il costo del finanziamento per le aziende, influenzando le decisioni di investimento e di espansione. Questo può portare a una diminuzione della crescita economica e a un aumento del rischio di insolvenza (Bernanke, 2004).

fattore sono le variazioni nei tassi di cambio, che possono avere un impatto significativo sulle aziende che operano a livello internazionale: un apprezzamento della valuta locale può rendere i prodotti esportati meno competitivi, mentre un deprezzamento può aumentare il costo delle materie prime importate (Froot & Stein, 1991).

Le conseguenze di quanto testé descritto si riassumono in una diminuzione dei ricavi, a seguito della diminuzione della domanda, e dei profitti come risultato o della diminuzione delle vendite o dell'aumento dei costi dovuto all'inflazione. In questa situazione gli investimenti vengono ridotti, riducendo ulteriormente la crescita economica (Aghion et al., 2009), le aziende inoltre sono costrette a licenziare parte della loro forza lavoro, ed in generale aumenta il rischio di insolvenza (Altman, 1983).

La strategia migliore per affrontare questo tipo di crisi è la diversificazione per gestire in modo migliore il rischio e ridurre la dipendenza da un singolo mercato o prodotto (Rivera e Garcia, 2017), unita ad una corretta pianificazione finanziaria, come l'analisi dei flussi di cassa, la gestione del debito e la preparazione di piani di emergenza (Brealey et al., 2011).

Ed in fine si può intervenire cercando di innovare e di adattarsi al cambiamento, adottando nuove tecnologie, e migliorando i processi operativi oppure esplorando nuovi mercati (Schumpeter, 1942). Anche durante le crisi macroeconomiche alcuni settori, caratterizzati da una domanda rigida, possono continuare a crescere, è emblematico in tal senso l'esempio del Lipstick effect, descritto da Lauder ad inizio 2000, ovvero il fenomeno economico in cui, durante periodi di crisi o recessione, i consumatori tendono a ridurre le spese sui beni più costosi, ma continuano ad acquistare piccoli beni indulgenti, come i cosmetici, riflettendo il loro bisogno di gratificazione e benessere, anche in momenti di incertezza economica.

### **5.3 Performance management come strumento per prevenire la crisi**

La gestione delle performance, o performance management, è il processo strategico che mira a monitorare e migliorare le prestazioni organizzative, attraverso tre elementi chiave: *i*) l'allineamento degli obiettivi, *ii*) la misurazione dei risultati e *iii*) l'ottimizzazione nell'utilizzo delle risorse.

Come intuibile, gestire le performance in un contesto di crescente competitività e di incertezza economica è essenziale per prevenire la crisi d'impresa e gestire il declino in modo proattivo, consentendo alle aziende di anticipare i segnali di crisi e adottare misure correttive tempestive, migliorando così la resilienza e la sostenibilità a lungo termine (Kaplan & Norton, 1996). I vantaggi precipui del performance management sono l'allineamento strategico delle attività operative aziendali con gli obiettivi di lungo termine e l'identificazione delle inefficienze e dei problemi che potrebbero portare l'impresa in una condizione di crisi, ma ha anche dei vantaggi indiretti, come il coinvolgimento attivo dei dipendenti nel processo decisionale e la promozione di una cultura ispirata al miglioramento continuo, basata perciò su dati e feedback, migliorando così anche la motivazione e la produttività in ogni funzione aziendale (Locke e Latham, 2002). Per applicare il performance management esistono numerosi strumenti, alcuni dei quali verranno analizzati nei sottoparagrafi seguenti, come la piramide SMART di Lynch e Cross (1991), utile per definire obiettivi specifici e misurabili; il prisma delle performance, che offre invece una visione olistica degli indicatori di performance aziendale (Neely et al., 1995), e lo Skandia Navigator, focalizzato sulle risorse intangibili come la conoscenza e l'innovazione (Edvinsson & Malone, 1997).

Questi strumenti non solo sono utili per prevenire la crisi d'impresa, attraverso analisi predittive e di benchmarking (Noe et al., 2010), ma forniscono parametri utili anche alla gestione della crisi, offrendo una visione più completa delle operazioni e consentendo di migliorare tempestivamente le aree critiche, che hanno condotto alla condizione di crisi o di declino. Questa ottimizzazione dei processi e delle operazioni aziendali, attraverso strumenti chiari e pratici, garantisce perciò la sostenibilità del sistema-impresa nel lungo termine (Kaplan & Norton, 2001).



### 5.3.1 La piramide SMART di Lynch e Cross

La piramide SMART è uno strumento di performance management sviluppato per il settore manifatturiero da Cross e Lynch nel 1988, il nome deriva da due termini: *i*) piramide per via del suo approccio gerarchico e *ii*) SMART che è l'acronimo di Strategic Measurement Analysis Reporting Technique, ovvero analisi della strategia d'impresa e tecniche per la loro rendicontazione. Questo strumento è molto importante perché permette di collegare in modo esplicito la strategia aziendale agli indicatori di prestazione e alle attività operative, evidenziando così come le scelte strategiche si traducano in azioni concrete e misurabili (Cross e Lynch, 1988). Come anticipato questo modello ha una struttura gerarchica piramidale che si articola su più livelli, i quali rappresentano diverse dimensioni delle performance aziendali. Tuttavia, occorre precisare che nonostante la struttura gerarchica però il modello può essere letto sia dall'alto verso il basso che dal basso verso l'alto, offrendo così una doppia prospettiva di analisi. Leggendo la piramide dall'alto verso il basso si ottiene una indicazione degli obiettivi strategici dell'organizzazione, partendo dalla visione aziendale per scendere fino agli aspetti operativi e pratici, così da evidenziare come e decisioni strategiche di alto livello influenzino le prestazioni aziendali a livello operativo (Cross e Lynch, 1988). La piramide SMART, in questo senso, permette quindi di tradurre la visione e la strategia aziendale in azioni concrete, garantendo un allineamento tra gli obiettivi di lungo termine e le attività quotidiane. Leggendo, invece, la piramide dal basso verso l'alto, si ottiene uno strumento per la definizione degli indicatori di performance (Cross e Lynch, 1988). Per esempio, partendo dalle attività operative, è possibile sviluppare metriche che monitorano la qualità, la produttività, i tempi di consegna, e via dicendo, per poi risalire progressivamente fino agli obiettivi strategici più ampi. In questo modo la piramide aiuta le aziende a mantenere il controllo delle loro operazioni e a garantire che le azioni quotidiane siano in linea con gli obiettivi strategici a lungo termine. Il modello della piramide Smart (vedi figura 5.1) si articola su dieci dimensioni (Cross e Lynch, 1988):

1. Visione aziendale (Corporate Vision): rappresenta gli obiettivi strategici a lungo termine dell'impresa, da cui discendono tutte le altre dimensioni e strategie operative, è quindi una sorta di punto di riferimento per tutte le attività aziendali.
2. Performance finanziaria (Financial Performance): valuta la salute finanziaria dell'azienda, focalizzandosi su aspetti come profitti, ricavi, gestione dei costi e redditività.

3. Posizione di mercato (Market Performance): misura la competitività dell'azienda nel suo settore di riferimento, focalizzandosi sulla quota di mercato e sul tasso di crescita.
4. Produttività (Productivity): indica l'efficienza operativa dell'azienda, valutata in termini di rendimento per unità di input e ottimizzazione delle risorse.
5. Flessibilità (Flexibility): misura la capacità dell'azienda di adattarsi rapidamente ai cambiamenti del mercato.
6. Soddisfazione del cliente (Customer Satisfaction): rappresenta un indicatore chiave delle prestazioni aziendali, valutato attraverso sondaggi e feedback dei clienti.
7. Qualità (Quality): fa riferimento al mantenimento di alti standard qualitativi in termini di prodotto e di servizio, essenziali per la soddisfazione del cliente e la competitività.
8. Tempi di consegna (Delivery): valuta l'efficienza e l'affidabilità nel rispettare i tempi di consegna, entrambi fattori critici per l'efficacia operativa.
9. Riduzione degli sprechi (Waste Reduction): si concentra sull'ottimizzazione delle risorse e sulla minimizzazione delle inefficienze nei processi produttivi.
10. Tempo ciclo (Cycle Time): Riguarda la velocità con cui l'azienda completa i processi operativi, elemento cruciale per migliorare la produttività e rispondere rapidamente al mercato.

Grazie a questa struttura gerarchica a dieci dimensioni chiave che coprono tutti gli aspetti critici del business, questo modello di performance management permette alle aziende di allineare le loro strategie con le operazioni quotidiane.



Figura 5.1: rappresentazione Piramide SMART. Fonte: Kelvin F. Cross e Richard L. Lynch, *The "SMART" way to define and sustain success*, in *National Productivity Review*, vol. 8, n. 1, 24/1988, pp. 23–33

### 5.3.2 Il prisma delle performance

Il prisma delle performance è un framework per la misurazione delle performance aziendali, introdotto da Andy Neely, Chris Adams e Mike Kennerley nel 2002 che permette alle organizzazioni di sviluppare, implementare e migliorare costantemente i loro sistemi di valutazione delle prestazioni. Il framework da loro introdotto fornisce un quadro strutturato per comprendere il rendimento aziendale in relazione al contesto operativo dell'impresa e alle sue relazioni con i vari stakeholder (Neely et al., 2002). Il nome deriva dal concetto di prisma ottico, che scompone la luce bianca nei suoi colori fondamentali e analogamente il prisma delle performance, scompone un elemento complesso, come la performance aziendale, in cinque prospettive di analisi, ognuna delle quali rappresenta una domanda che il management deve porsi, al fine di creare un sistema di misurazione delle performance efficace (Neely et al., 2002):

1. Stakeholder Satisfaction (Chi sono gli stakeholder e cosa desiderano?): identifica e comprende le aspettative e i bisogni di ciascun gruppo di stakeholder, come clienti, dipendenti, fornitori, investitori e tutti gli altri portatori di interesse, evidenziando che tali aspettative possono variare in base alle circostanze (Neely et al., 2002).
2. Stakeholder Contribution (Cosa l'organizzazione richiede dai suoi stakeholder?): evidenzia la natura reciproca delle relazioni con gli stakeholder, l'impresa non deve perciò solo capire cosa gli stakeholder vogliono dall'azienda, ma quello di cui l'azienda ha bisogno dai suoi stakeholder. Può sembrare paradossale, ma per un'impresa è lecito aspettarsi investimenti dai suoi azionisti, lealtà dai suoi clienti e innovazione dai suoi fornitori, ed è proprio questa bidirezionalità che garantisce relazioni equilibrate (Neely et al., 2002).
3. Strategies (Quali strategie sono necessarie per soddisfare queste aspettative?): rappresenta la definizione delle strategie più adatte per soddisfare le esigenze degli stakeholder e dell'impresa congiuntamente, definendo un vero e proprio percorso per generare valore sia per gli stakeholder che per sé stessa, garantendo il successo a lungo termine dell'azienda (Neely et al., 2002).
4. Processes (Quali processi sono necessari per implementare tali strategie?): rappresenta l'identificazione dei processi operativi, ovvero tutte le attività quotidiane, che l'impresa deve stabilire e perseguire per supportare in modo efficace le strategie scelte in precedenza e raggiungere i suoi obiettivi strategici,

i processi devono perciò essere efficienti, flessibili e in grado di adattarsi ai cambiamenti del contesto (Neely et al., 2002).

5. Capabilities (Quali capacità sono necessarie per supportare questi processi?): identifica le capacità dell'impresa in termini di risorse umane, tecnologie, infrastrutture e competenze organizzative, necessarie all'implementazione dei processi definiti in precedenza (Neely et al., 2002).

L'applicazione del prisma delle performance rappresentato in figura 5.2, offre numerosi vantaggi, anzitutto offre una visione olistica, considerando un'ampia gamma di fattori, come le esigenze degli stakeholder, i contributi reciproci e le capacità organizzative (Neely et al., 2002); questo gli garantisce anche una visione molto attuale, incentrata sulla creazione del valore per tutti gli stakeholder e non solo per gli shareholder. Inoltre, permette una coerenza strategica, riducendo il divario tra ciò che l'azienda vuole ottenere e le attività implementate (Neely et al., 2002). In questo senso consente anche di prendere decisioni in modo più informato e strutturato: ogni fase del framework è collegata alle altre e questo consente un'allocazione più consapevole delle risorse e migliorando la comunicazione interna (Neely et al., 2002).

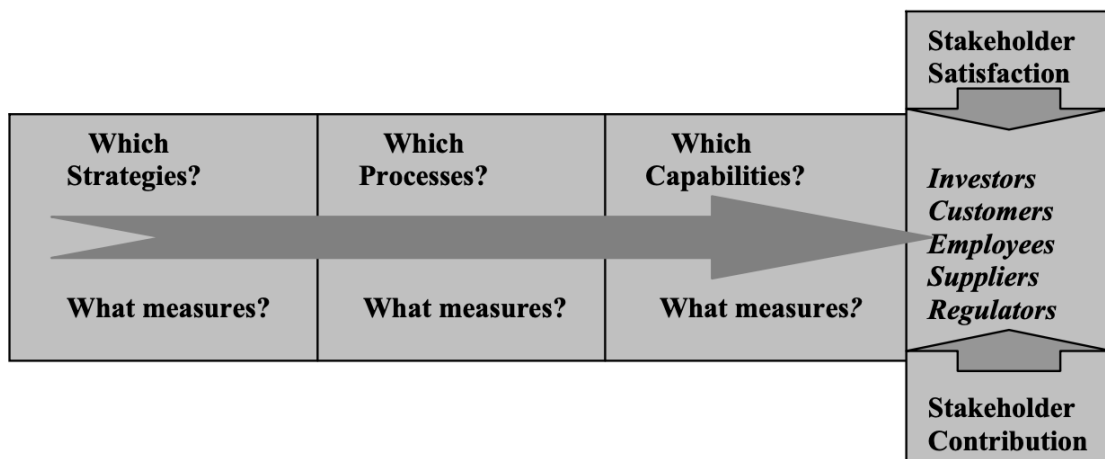


Figura 5.2: rappresentazione framework Prisma delle Performance. Fonte: Neely, Andy & Adams, Chris & Kennerley, Mike. (2002). *The Performance Prism: The Scorecard for Measuring and Managing Business Success*, pag. 6

### 5.3.3 Lo Skandia Navigator

Lo Skandia Navigator è uno strumento di gestione delle performance di derivazione empirica, introdotto e sviluppato da Edvinsson e Malone nel 1997 per la compagnia di assicurazioni svedese Skandia, da cui deriva il nome.

Questo modello di analisi delle performance è stato particolarmente innovativo per la sua enfasi sulla misurazione delle risorse intangibili, come il capitale umano, il capitale strutturale e il capitale relazionale, tradizionalmente trascurati dagli altri sistemi di misurazione delle performance (Edvinsson & Malone, 1997). Questo strumento è perciò più che mai attuale e fondamentale, in un contesto storico in cui l'intangibile diventa sempre più cruciale per successo aziendale, grazie anche alla sua capacità di valutare e gestire le performance aziendali, allineando le strategie operative agli obiettivi a lungo termine. Il modello dello Skandia Navigator (figura 5.3) si basa su cinque elementi chiave che contribuiscono a definire il quadro completo delle performance aziendali:

1. Focus Economico-Finanziario: rappresenta i risultati finanziari tradizionali, come il profitto e indicatori già citati nei capitoli precedenti come il ROI (Return On Investment); questa prospettiva di analisi può sembrare ripetitiva, ma è fondamentale, e proprio per questo inclusa nel modello, che però incoraggia una visione più ampia, integrando l'analisi dei risultati finanziari con altre dimensioni di performance (Edvinsson, 2003).
2. Focus sui Clienti: rappresenta il valore dei clienti e delle relazioni con essi, è uno strumento di misura della soddisfazione e della fedeltà dei clienti, nonché della capacità di attrarre e mantenerne di nuovi. Nella pratica si utilizzano indicatori come il tasso di retention dei clienti e la loro valutazione rispetto ai concorrenti (Reinartz & Kumar, 2002).
3. Focus sui Processi Interni: questa prospettiva valuta l'efficacia e l'efficienza dei processi interni, misurando le performance in questa dimensione così da identificare inefficienze e opportunità di miglioramento. Gli indicatori maggiormente utilizzati includono il tempo del ciclo dei processi, i costi di produzione e il tasso di errore nei servizi forniti (Davenport, 1993).
4. Focus sul Capitale Umano: rappresenta l'importanza delle competenze e del know-how dei dipendenti, monitora perciò tutte le misure relative allo sviluppo professionale, come la formazione, la crescita delle competenze e il benessere dei dipendenti, attraverso indicatori come il livello di soddisfazione dei

dipendenti e la loro partecipazione a programmi di sviluppo e formazione (Kaplan & Norton, 2001).

5. Focus su Rinnovo e Sviluppo: riflette la capacità dell'organizzazione di innovare e adattarsi ai cambiamenti del mercato, includendo misure relative allo sviluppo e all'implementazione di nuove idee e tecnologie, nonché agli investimenti in ricerca e sviluppo. Gli indicatori utilizzati possono essere il numero di nuovi prodotti o tecnologie implementati (Kaplan & Norton, 2001).

Per essere implementato, necessita di una mappatura delle risorse intangibili, identificando quali risorse sono disponibili e come possono essere utilizzate per generare valore. Successivamente devono essere identificati i KPI associati ad ogni prospettiva di analisi e deve essere eseguita una costante attività di monitoraggio e di reportistica (Edvinsson, 2003). Lo Skandia Navigator, come anticipato, si rivela uno strumento utile per la valorizzazione delle risorse intangibili e per identificare il loro contributo all'interno dei tradizionali indicatori economico-finanziari, offrendo una visione integrata delle performance aziendali (Kaplan & Norton, 2001). In questo senso lo Skandia Navigator è simile alla Balanced Scorecard (cfr. Kaplan & Norton, 1992), in vero entrambi mirano ad una valutazione delle performance aziendali, includendo prospettive che vanno oltre la sola dimensione finanziaria. Tuttavia, la Balanced Scorecard si focalizza sull'allineamento strategico attraverso quattro prospettive principali, mentre lo Skandia Navigator dà priorità alla valorizzazione delle risorse intangibili, offrendo un focus specifico sul capitale intellettuale (Edvinsson & Malone, 1997).

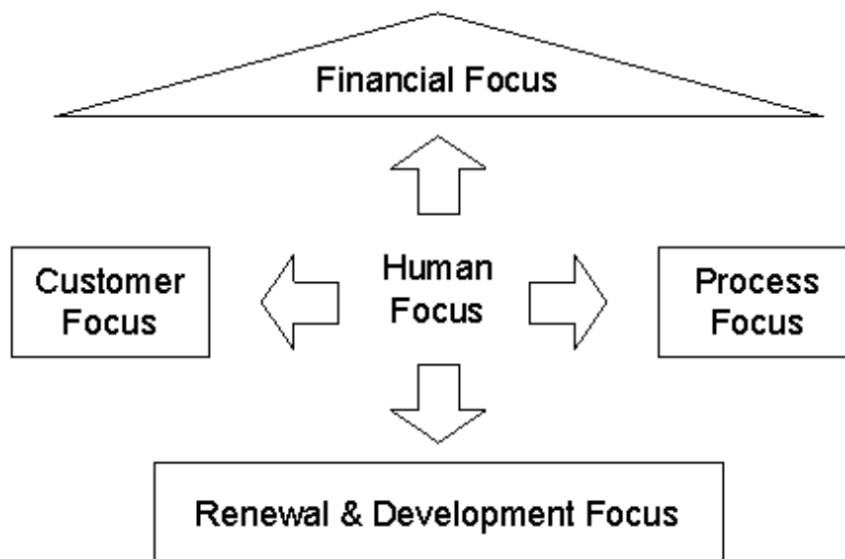


Figura 5.3: rappresentazione grafica Skandia Navigator. Fonte: Edvinsson, L. (1997). *Developing intellectual capital at Skandia. Long Range Planning*, pag. 371

## **CAPITOLO 6: INTRODUZIONE ALLA NORMATIVA ITALIANA SULLA CRISI D'IMPRESA**

In questo capitolo si fornirà una breve introduzione alla normativa italiana in materia di crisi d'impresa, descrivendo e analizzandone la struttura e la sua evoluzione storica, così da comprendere la ratio giuridica del nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza. Si esploreranno le fonti del diritto per poi analizzare le principali procedure e istituti concorsuali principali, descrivendo le loro caratteristiche distintive, le differenze e le loro finalità. In fine verranno definiti i concetti di presupposto oggettivo e di presupposto soggettivo, ovvero gli elementi che determinano l'accesso ai vari istituti concorsuali. L'obiettivo del capitolo è dunque quello di offrire una chiara comprensione del quadro normativo che disciplina la gestione della crisi d'impresa in Italia, illustrando non solo le regole formali, ma anche la filosofia giuridica sottostante.

### **6.1 Fonti del Diritto della crisi e dell'insolvenza e la loro evoluzione storica**

Le fonti del Diritto in materia di crisi e di insolvenza si articolano su più livelli, a partire dai principi costituzionali fino alle normative comunitarie, che hanno contribuito all'evoluzione della normativa italiana. Come anticipato tra le fonti è opportuno citare la Costituzione Italiana, in quanto rappresenta il fondamento giuridico di tutte le norme ed in particolare all'art. 41 definisce i principi di libertà economica e di responsabilità sociale dell'impresa, centrali nella gestione delle situazioni di crisi d'impresa, ed infatti questi principi informano le discipline che tutelano sia i creditori che la stabilità economica, come il Codice Civile (Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262), che nel libro V, rubricato *Delle Società*, regola aspetti fondamentali come la responsabilità degli amministratori e degli imprenditori, in caso di insolvenza; mentre nel libro VI, rubricato *Della Tutela dei Diritti*, regola le obbligazioni e quindi i diritti e i doveri dei creditori e dei debitori, anche questi aspetti cruciali nelle procedure concorsuali. Inoltre un ruolo fondamentale è ricoperto dalle fonti comunitarie, specialmente per quanto riguarda le procedure transfrontaliere e l'armonizzazione delle normative tra i Paesi membri dell'Unione Europea, ne sono degli esempi *i*) il Regolamento UE 2015/848 (Insolvency Regulation), che disciplina le procedure di insolvenza transfrontaliere all'interno dell'Unione Europea, coordinando le normative nazionali per garantire una gestione efficace delle crisi d'impresa che coinvolgono più Stati membri, promuovendo così la collaborazione tra le diverse giurisdizioni nazionali (Caffarelli, 2016) e *ii*) la Direttiva UE 2019/1023, c.d. Direttiva Insolvency, che ha fornito le basi per l'introduzione di quadri di ristrutturazione preventiva e per promuovere l'esdebitazione degli imprenditori insolventi, aumentando l'efficacia delle procedure di



insolvenza in Europa. La direttiva ha spinto gli Stati membri, inclusa l'Italia, a garantire strumenti flessibili e tempestivi per la ristrutturazione delle imprese in crisi, influenzando così profondamente la recente riforma italiana (Zunarelli, 2020), con la quale è stato introdotto il Codice della crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII), varato con il decreto legislativo n°14 del 2019. Il recepimento di questa direttiva da parte della legislazione italiana ha rappresentato una notevole evoluzione, passando da un approccio totalmente *creditor oriented* e liquidatorio, ad uno più equilibrato, che include anche la considerazione delle esigenze dei debitori (*debtor oriented*), orientandosi verso la prevenzione della crisi e la ristrutturazione delle imprese.

Prima del CCII, infatti la normativa italiana era fortemente *creditor oriented*, ed in vero, la c.d. Legge Fallimentare, ovvero il Regio Decreto n. 267/1942 fu concepita in un contesto di economia industriale, con l'obiettivo di punire l'imprenditore insolvente e garantire il pagamento dei creditori attraverso la liquidazione del patrimonio aziendale, portando con sé il grosso problema di concentrarsi principalmente sulla fase finale della crisi, senza prevedere strumenti di intervento preventivo (Vitali, 2009).

Ed è proprio per questo che con l'evoluzione del sistema economico e l'avanzare della globalizzazione, si è avvertita la necessità di introdurre un approccio diverso, che mirasse alla ristrutturazione piuttosto che alla liquidazione, ponendo maggiore attenzione alla continuità aziendale e alla tutela dei posti di lavoro e che rimpiazzasse quei retaggi del passato che denigravano il debitore, come il termine fallimento sostituito con la novella in liquidazione giudiziale. Questa procedura poi oltre che nel nome è stata anche ridefinita per favorire la ristrutturazione dell'impresa anziché la sua dissoluzione (Carriero, 2019).

Anche se è improprio definire la riforma come *debtor oriented*, possiamo dire che il nuovo CCII tende a bilanciare le esigenze dei creditori con quelle dei debitori, e che sicuramente riconosce la necessità di tutelare il patrimonio aziendale e di promuovere la sua continuità.

Un'altra fonte è la legislazione speciale, in materia di banche, grandi imprese e aziende pubbliche, sviluppata perché alcuni settori sono particolarmente rilevanti per il funzionamento del sistema-paese e di conseguenza richiedono una normativa *ad hoc*, come il Testo Unico Bancario (D.Lgs. n. 385/1993), che disciplina la liquidazione coatta amministrativa e il D.Lgs. n. 180/2015, il quale ha recepito la Direttiva UE 2014/59 (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD, introducendo strumenti come il bail-in<sup>72</sup>, volti a evitare l'uso di fondi pubblici per il salvataggio delle banche in crisi (Zaccaria, 2018).

---

<sup>72</sup> Il bail-in è uno strumento per gestire le crisi bancarie, che consente di risanare un istituto di credito, facendo ricorso ai suoi azionisti e creditori, invece che utilizzando fondi pubblici come avveniva precedentemente

Inoltre, è opportuno citare anche la c.d. Legge Prodi-bis (D.Lgs. n. 270/1999), che regola l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, con l'obiettivo di favorire la ristrutturazione dell'impresa, preservare i posti di lavoro e limitare l'impatto economico e sociale; e la c.d. legge Marzano (D.L. n. 347/2003, convertito in legge n. 39/2004), che introduce un'amministrazione straordinaria accelerata per le imprese di interesse strategico nazionale (Montalenti, 2020), emblematica per il caso Parmalat<sup>73</sup>.

In fine è fondamentale anche il ruolo della dottrina e della giurisprudenza italiana che molto spesso chiariscono aspetti controversi, è emblematico in tal senso il ruolo delle sentenze della Corte di Cassazione in Italia, che hanno contribuito all'evoluzione pratica della disciplina (Sirena, 2017).

---

con il bail-out; in pratica, quindi in caso di crisi vengono ridotti o convertiti in capitale i debiti della banca a sfavore di azionisti, obbligazionisti e depositanti sopra la soglia dei 100.000 euro, non protetti quindi dal Fondo Interbancario dei Depositi.

<sup>73</sup> La Parmalat S.p.a. era una delle principali aziende italiane, operanti nel settore alimentare e nello specifico in quello lattiero-caseario, con una presenza internazionale. Fu tristemente nota alla cronaca per il crac finanziario e la falsificazione di documenti contabili.

## 6.2 Definizione di procedura e istituto concorsuale

Le procedure e gli istituti concorsuali rappresentano un insieme di strumenti giuridici destinati a gestire le situazioni di crisi delle imprese, regolando i rapporti tra debitori e creditori, mirando a garantire una ripartizione equa delle risorse disponibili (Calandra, 2020).

Con il termine procedura concorsuale dobbiamo fare riferimento all'insieme di atti giuridici e attività processuali che vengono svolte in un caso specifico di crisi o insolvenza, rappresenta perciò la dimensione applicativa di un determinato istituto concorsuale, che invece rappresenta la dimensione astratta e fa riferimento al quadro normativo che disciplina le diverse modalità di gestione della crisi o dell'insolvenza.

Potremmo perciò dire che l'istituto concorsuale rappresenta il contenitore normativo, mentre la procedura concorsuale è il suo contenuto. Dopo aver definito questa sottile differenza occorre precisare anche la definizione di concorsualità, che ha subito anch'essa una notevole evoluzione interpretativa da parte della Dottrina, a causa anche del dubbio sorto in materia degli accordi di ristrutturazione. Tradizionalmente i caratteri della concorsualità sono i seguenti (Pacchi e Ambrosini, 2020): *i*) l'accertamento formale dello stato di crisi o d'insolvenza dell'impresa, che viene rimandato all'autorità giudiziaria o amministrativa, *ii*) la nomina di un organo esterno che ha il compito di gestire o vigilare sulla gestione dell'impresa, come il curatore nella liquidazione giudiziale e il commissario nel concordato preventivo; un altro elemento caratteristico è *iii*) l'apposizione di un vincolo sull'intero patrimonio del debitore, la c.d. universalità oggettiva, che stabilisce che il debitore risponde delle obbligazioni con tutto il proprio patrimonio, presente e futuro (Art. 2740 c.c.), *iv*) il coinvolgimento di tutti i creditori, che vengono trattati come un'unica massa creditoria (universalità soggettiva) ed in fine *v*) il principio della *Par Condicio Creditorum*, ovvero della parità di trattamento tra i creditori (art. 2741 c.c.), garantita da strumenti come l'azione revocatoria, ma che ha subito un notevole ridimensionamento a seguito di leggi speciali che hanno introdotto sempre più categorie privilegiate di creditori e della riforma del 2005, la quale ha definito numerosi atti esenti dall'azione revocatoria fallimentare e ha introdotto la facoltà di suddividere nel concordato preventivo la massa creditoria in classi.

Questa definizione di concorsualità come vedremo nei capitoli successivi non comprenderebbe istituti come l'accordo di ristrutturazione, ma occorre precisare che la Corte di Cassazione, con una serie di decisioni fra loro conformi, ha fornito una definizione più minimale di concorsualità, identificando solamente tre profili fondamentali: *i*) l'interlocuzione

con l'autorità giudiziaria, ii) il coinvolgimento formale di tutti i creditori; e iii) una qualche forma di pubblicità (Pacchi e Ambrosini, 2020).

### **6.2.1 Le principali procedure disciplinate dalla normativa italiana**

Le principali procedure sono regolate dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII), e dalla legislazione speciale sull'amministrazione straordinaria, in particolare il D.Lgs. n. 270/1999 e la legge n. 39/2004. Di seguito si fornirà l'elenco con una breve descrizione:

- Composizione negoziata della crisi: rappresenta un primo strumento di gestione della crisi (Sirena, 2017) e consente all'imprenditore di avviare un dialogo con i creditori, con lo scopo di raggiungere un accordo, eventualmente tramite il supporto di un professionista terzo, per risanare la situazione debitoria, evitando l'apertura di procedure più drastiche (Carriero, 2019).
- Strumenti di regolazione della crisi:
  - Accordi in esecuzione di piani attestati di risanamento: sono strumenti previsti dalla normativa, non qualificabili come procedura concorsuale in base alla nozione canonica fornita nel paragrafo precedente, ma che permettono all'impresa in crisi di risanare la propria situazione finanziaria attraverso un piano attestato da un professionista indipendente (Castelli, 2020).
  - Accordi di ristrutturazione dei debiti: sono strumenti che permettono all'imprenditore di concordare con i propri creditori un piano di ristrutturazione del debito, al fine di migliorare la situazione finanziaria dell'impresa (Caffarelli, 2016) e possono includere misure come la dilazione dei pagamenti e la riduzione dei debiti, così da garantire la continuità aziendale (Zaccaria, 2018).
  - Convenzione di moratoria: consente all'imprenditore di congelare temporaneamente i pagamenti e di stabilire nuove condizioni di pagamento, al fine di avere più tempo per risanare la propria situazione finanziaria (Fabiani, 2016).
  - Concordato preventivo: rappresenta una procedura che permette all'impresa in crisi di presentare ai propri creditori un piano di ristrutturazione del debito o di liquidazione dei beni, evitando così la liquidazione giudiziale (Calandra, 2020)

- Liquidazione giudiziale: rappresenta la procedura concorsuale ordinaria, che si applica alle imprese commerciali insolventi e che ha come obiettivo la liquidazione del patrimonio aziendale e la ripartizione del riscavato tra i creditori (Caffarelli, 2016).
- Liquidazione coatta amministrativa: è una procedura concorsuale speciale, che si applica solo nei casi espressamente previsti dalla legge, come banche e assicurazioni, ed è attuata da un'autorità amministrativa come l'IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) o Banca d'Italia (De Luca, 2020).
- Amministrazione straordinaria: è una procedura di carattere amministrativo che si applica alle grandi e grandissime imprese (definite espressamente dal D.Lgs. n. 270/1999 e la legge n. 39/2004) insolventi e che ha come obiettivo il risanamento dell'impresa e la conservazione dei posti di lavoro (Calandra, 2020).

### **6.2.2 Presupposto soggettivo dei vari istituti concorsuali**

Il presupposto soggettivo identifica la qualità dei soggetti necessaria per accedere alle varie procedure e istituti concorsuali. Di seguito verrà enucleato per ogni istituto il corrispondente presupposto soggettivo (Pacchi e Ambrosini, 2020):

- Liquidazione giudiziale: ai sensi dell'art. 121 del CCII, le disposizioni relative alla liquidazione giudiziale si applicano agli imprenditori commerciali c.d. sopra soglia, ovvero che non dimostrino il possesso congiunto dei requisiti necessari per la classificazione come imprenditore minore (art. 2, comma 1, lett. d)]: attivo patrimoniale complessivo annuo non superiore a 300.000 euro (nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell'istanza di apertura della liquidazione giudiziale); ricavi complessivi annui non superiori a 200.000 euro (nei tre esercizi antecedenti); debiti anche non scaduti non superiori a euro 500.000 euro; l'impresa minore infatti non è soggetta a liquidazione giudiziale.
- Concoradato Preventivo: per l'accesso alla procedura del concordato preventivo l'art. 85, parla espressamente di imprenditore soggetto a liquidazione giudiziale, e di conseguenza quanto disposto dall'art.121 ed enucleato precedentemente, funge da paradigma anche per questa procedura.
- Accordi di ristrutturazione dei debiti: per quanto riguarda gli accordi di ristrutturazione dei debiti, dobbiamo fare riferimento all'art. 57 che menziona l'imprenditore anche non commerciale, ma diverso dall'imprenditore minore, andando a identificare implicitamente anche l'imprenditore agricolo.

- Piani Attestati di risanamento: per questo istituto che come evidenziato in precedenza è privo dei requisiti tradizionali della concorsualità, l'art. 56 menziona semplicemente gli imprenditori senza specificarne la categoria, comprendendo implicitamente tutte le categorie di imprenditori compresi gli imprenditori minori.
- Composizione negoziata della crisi: per quanto riguarda questo istituto, l'art. 12 si riferisce all'imprenditore commerciale e all'imprenditore agricolo, compreso l'imprenditore minore.
- Procedura di sovraindebitamento: per questa procedura il legislatore ha previsto di limitare l'accesso ai soli debitori che non sono assoggettabili alla liquidazione giudiziale, alla liquidazione coatta amministrativa o ad altre procedure liquidatorie previste dal Codice civile o da leggi speciali. In questo modo l'ha resa, di fatto, una procedura applicabile principalmente: al consumatore, al professionista, all'imprenditore minore, all'imprenditore agricolo e alle start-up innovative.

### **6.2.3 Presupposto oggettivo: insolvenza e crisi**

Il presupposto oggettivo indica la condizione (crisi e/o insolvenza) necessaria per l'accesso alle varie procedure e istituti concorsuali. Come descritto nel capitolo 5 lo stato di insolvenza si manifesta con inadempimenti o con altri fatti esteriori, che dimostrino l'incapacità del debitore di adempiere regolarmente (in questo l'avverbio regolarmente ha una triplice valenza cfr. *supra* par. 5.1) alle proprie obbligazioni. Di conseguenza possiamo dire che la norma distingue tra lo stato di insolvenza, definito come impossibilità non meramente transitoria di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni, dai fatti che rappresentano la sintomatologia di questa condizione, come l'inadempimento; il quale da solo rappresenta però solo una delle possibili manifestazioni di insolvenza (Pacchi e Ambrosini, 2020). Occorre poi precisare che l'insolvenza non si identifica necessariamente contabilmente (disavanzo tra attivo e passivo patrimoniali), in quanto l'imprenditore potrebbe godere di credito e soddisfare ugualmente regolarmente le proprie obbligazioni; oppure al contrario l'impresa potrebbe avere un'eccedenza di attivo, ma dovuta a beni non prontamente liquidabili, rendendola di fatto illiquida e incapace di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni.

Lo stato di insolvenza deve poi essere valutato anche da un punto di vista dinamico, si parla proprio di insolvenza prospettica, che identifica una situazione in cui l'imprenditore non è ancora insolvente, ma è destinato nell'immediato futuro ad esserlo (Pacchi e Ambrosini,

2020). Dopo quanto testé detto è opportuno ricordare la differenza con la nozione di crisi (cfr. *supra* par. 5.1), ovvero lo stato di difficoltà economico-finanziario che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta tramite l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate (art. 2, comma 1, lett. a)].

Dopo aver ricordato le definizioni di insolvenza e crisi e averne spiegato le differenze, occorre definire quale sia il presupposto oggettivo per ogni istituto concorsuale. Per quanto riguarda la liquidazione giudiziale l'art. 121 evidenzia che l'impresa deve trovarsi in uno stato di insolvenza; per il concordato preventivo l'art. 85 stabilisce invece che l'imprenditore deve trovarsi in stato di crisi o di insolvenza; lo stesso vale poi per gli accordi in esecuzione di piani attestati di risanamento e per gli accordi di ristrutturazione dei debiti (artt. 56 e 57). Per quanto riguarda invece la composizione negoziata della crisi il presupposto oggettivo si identifica come intuibile dal nome nella condizione di crisi dell'imprenditore, che si manifesta attraverso segnali di difficoltà economica, come l'incapacità di rispettare gli impegni finanziari, senza necessariamente essere in uno stato di insolvenza (Montalenti, 2020).

## **CAPITOLO 7: STRUMENTI DI REGOLAZIONE DELLA CRISI E PROCEDURE CONCORSUALI PRINCIPALI**

In questo capitolo si fornirà una breve panoramica sui principali strumenti di regolazione della crisi e sulle principali procedure concorsuali, senza porre un'eccessiva enfasi sui dettagli tecnici, tipici del diritto procedurale. Questa scelta è in parte dovuta all'orientamento della presente dissertazione, maggiormente focalizzata sugli aspetti di management, ed in parte alla continua evoluzione della normativa. Infatti, il fine ultimo del presente elaborato è quello di sviluppare una metodologia di analisi applicabile anche in futuro, quando presumibilmente la normativa sarà diversa. Quello che si vuole offrire in questo capitolo è perciò un'analisi degli strumenti giuridici utile a comprendere meglio il contesto e l'analisi che verrà effettuata nella parte III.

### **7.1 Gli Accordi**

Gli strumenti di regolazione della crisi: gli accordi, sono regolati dal Titolo IV del CCII, che li suddivide in due categorie gli strumenti negoziali stragiudiziali tout court e gli strumenti stragiudiziali soggetti ad omologazione, inserendo così all'interno della disciplina degli accordi anche i piani attestati di risanamento (Pacchi e Ambrosini, 2020). Questa nuova collocazione rispetto alla precedente legge fallimentare del 1942 valorizza l'accordo con i creditori, ponendo l'accento sulla negozialità, mentre in passato, poteva apparire connotato da un carattere di unilateralità, rendendo fuorviante l'interpretazione della fattispecie (Pacchi e Ambrosini, 2020).

#### **7.1.1 Accordi in esecuzione di piani attestati di risanamento**

La parte precipua di questa fattispecie è rappresentata da un piano, che deve essere elaborato dal debitore, il quale può avvalersi dell'ausilio dei suoi consulenti. Questo piano è rivolto ai creditori e deve apparire idoneo a risanare l'esposizione debitoria e a garantire il riequilibrio della situazione finanziaria, come sancito dal art. 56 del CCII.

Non basta perciò una ristrutturazione dei debiti, ma occorre il recupero dell'equilibrio finanziario, qualora ciò non potesse avvenire occorrerà fare riferimento a strumenti più invasivi, connotati cioè da una componente giudiziale, come l'accordo di ristrutturazione dei debiti e il concordato preventivo (Pacchi e Ambrosini, 2020).

Il piano deve poi contenere delle informazioni specifiche, come: *i*) indicare una data certa, *ii*) la situazione economico-patrimoniale-finanziaria dell'impresa; *iii*) l'enucleazione delle principali cause della crisi; *iv*) le strategie che verranno attuate e i tempi necessari al recupero della situazione di equilibrio finanziario, *v*) l'elenco dei creditori e l'ammontare dei



crediti dei quali si propone la rinegoziazione, compreso lo stato delle trattative in atto, *vi*) i nuovi apporti finanziari, ed in fine *vii*) le tempistiche che consentono di verificarne la realizzazione e gli strumenti da adottare nel caso le scelte intraprese non portassero ai risultati auspicati (Pacchi e Ambrosini, 2020).

Il piano deve quindi essere attestato da un professionista indipendente, al fine di certificare la veridicità dei dati e la fattibilità del piano, sia da un punto di vista economico che giuridico (Pacchi e Ambrosini, 2020). Per professionista indipendente si intende come esplicitato dall'art. 2, lett. o), il professionista incaricato dal debitore che soddisfi contemporaneamente questi requisiti: *i*) iscrizione all'albo dei gestori della crisi e insolvenza delle imprese, come pure all'albo dei revisori legali; *ii*) essere in possesso dei requisiti necessari all'eleggibilità dei membri del Collegio Sindacale (art. 2399 c.c.), come il limite di parentela fino al quarto grado, al fine di evitare condizionamenti familiari; ed infine *iii*) vi deve essere una totale indipendenza nei confronti dell'impresa o delle altre parti interessate, l'indipendenza come anticipato deve essere sia di natura personale che professionale, quindi il professionista o i soggetti con i quali eventualmente è unito in associazione professionale non devono avere prestato nell'ultimo quinquennio attività di lavoro (subordinato o autonomo) in favore del debitore, né essere stati membri del Consiglio di Amministrazione, Collegio Sindacale o aver avuto partecipazioni nell'impresa. Il piano in fine può avere pubblicità attraverso il registro imprese, su specifica richiesta del debitore, e devono inoltre essere allegati previsti dall'art. 39, come le scritture contabili.

Come detto, si tratta di uno strumento totalmente stragiudiziale, di carattere privatistico quindi, tuttavia occorre precisare che tutela della certezza delle situazioni giuridiche, i contratti posti in essere nel piano devono avere data certa e devono essere provati per iscritto (Pacchi e Ambrosini, 2020). Inoltre, la responsabilità dell'attestatore è anche sul piano penale, l'art. 342, sancisce che l'attestazione del falso o l'omissione di informazioni rilevanti in relazione alla veridicità dei dati contenuti nel piano è punibile con la reclusione da 2 a 5 anni e con una multa da 50.000 a 100.000 euro.

### 7.1.2 Accordi di ristrutturazione dei debiti

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti, rappresentano uno strumento solo in parte di natura stragiudiziale, infatti se nella fase di stipulazione, si identifica totalmente in questa categorizzazione, bisogna precisare che necessita dell'omologazione del tribunale.

Questa tipologia di accordi è conclusa dall'imprenditore, anche non commerciale, purché diverso dall'imprenditore minore in stato di crisi o di insolvenza, con i creditori che rappresentino almeno il 60% del totale dei crediti (maggioranza qualificata), come sancito dall'art. 44 del CCII. Come per l'istituto degli accordi in esecuzione di piani attestati di risanamento, anche in questa fattispecie deve essere predisposto un piano contenente l'indicazione degli elementi economico-finanziario che ne consentono l'esecuzione, ed in particolare deve essere redatto secondo specifiche modalità indicate nell'art. 56, inoltre devono essere allegati i documenti indicati dall'art. 39, tra cui le scritture contabili (Pacchi e Ambrosini, 2020). L'accordo a cui deve aver aderito, come detto, la maggioranza qualificata dei creditori, deve essere idoneo ad assicurare il pagamento integrale ed entro un determinato tempo, di tutti quei creditori che non hanno acconsentito all'attuazione del piano (creditori estranei).

Nello specifico il pagamento deve avvenire entro 120 giorni dall'omologazione, qualora i crediti fossero già scaduti in quella data, oppure entro 120 giorni dalla scadenza, in caso contrario. Questo concetto potrebbe sembrare un tecnicismo, ma è molto importante in quanto testimonia la natura vincolante, non solo per i creditori aderenti, ma anche per quelli estranei, derogando a due principi fondamentali del Codice Civile in materia contrattuale: 1) il contratto ha forza di legge solo tra le parti e 2) la stipulazione a favore di un terzo è valida solo quando lo stipulante vi abbia interesse (artt. 1372 e 1411 c.c.). Il piano poi deve essere attestato da un professionista indipendente (cfr. *supra* sottopar. 7.1), per garantire la veridicità dei dati aziendali, la fattibilità economica e giuridica del piano, e l'idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei nel rispetto dei termini sopra indicati (Pacchi e Ambrosini, 2020).

Successivamente avviene il deposito della domanda di omologazione presso la cancelleria del tribunale, a cui i creditori o ogni altro interessato si possono opporre entro 30 giorni dall'iscrizione degli accordi al registro imprese (Pacchi e Ambrosini, 2020). L'omologazione, dopo eventuali opposizioni in camera di consiglio, avviene tramite una sentenza del tribunale, notificata e iscritta a norma dell'art. 45 e produce i propri effetti dalla data della pubblicazione.

È poi opportuno sottolineare che il tribunale omologa gli accordi di ristrutturazione anche in mancanza di adesione da parte dell'amministrazione finanziaria, ma solo quando l'adesione è decisiva ai fini del raggiungimento della maggioranza qualificata e se, anche sulla base della relazione del professionista indipendente, la proposta risulta conveniente anche per l'amministrazione finanziaria.

## 7.2 Concordato preventivo

Come osservato nel sottoparagrafo 6.2.1 il concordato preventivo, disciplinato dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, rappresenta uno istituto concorsuale di precipua importanza per le imprese in stato di crisi o insolvenza che intendono evitare la liquidazione giudiziale. Si configura, infatti, come una procedura concorsuale basata sulla ricerca di un accordo tra debitore e creditori, diretto al soddisfacimento di questi ultimi in misura compatibile con le capacità dell'impresa, con la possibilità di preservare, ove possibile, la sua continuità.

### 7.2.1 Finalità e tipologie

La finalità primaria del concordato preventivo rimane il soddisfacimento dei creditori, proprio come per la liquidazione giudiziale; tuttavia, anche se in modo subordinato a norma protegge anche l'interesse dell'imprenditore e dei soci. Questa duplice finalità si concretizza in due fattispecie diverse: il concordato in continuità aziendale (diretta o indiretta) e il concordato liquidatorio (Pacchi e Ambrosini, 2020).

- Concordato in continuità aziendale: è la tipologia di concordato fortemente favorita dal legislatore, in quanto persegue il risanamento dell'impresa, consentendole di proseguire l'attività, con evidenti benefici per il tessuto economico-sociale, e al tempo stesso far fronte, anche se parzialmente, ai propri debiti. La continuità aziendale come anticipato può essere *i*) diretta: l'attività aziendale continua sotto la guida dell'imprenditore che ha presentato la domanda di concordato, e *ii*) indiretta: quando un soggetto terzo subentra nella gestione o rileva l'azienda tramite cessione, usufrutto, affitto, conferimento o altro titolo. Occorre però precisare che la continuità indiretta è subordinata al mantenimento o alla riassunzione di almeno la metà della forza lavoro media dei due esercizi precedenti, per un anno dall'omologazione, altrimenti si perderebbero i benefici sociali dell'istituto. In generale poi questa forma di concordato deve garantire il ripristino dell'equilibrio economico-finanziario, nell'interesse dei soci, ma anche e soprattutto del ceto creditorio (Pacchi e Ambrosini, 2020).
- Concordato liquidatorio: rappresenta la seconda tipologia di concordato, molto meno frequente nella prassi, in quanto si procede alla liquidazione del patrimonio aziendale per soddisfare i creditori, perdendo i benefici sociali della continuità aziendale. In quest'ottica è molto simile alla liquidazione giudiziale, ma a differenza di quest'ultima, il concordato liquidatorio esige un apporto di

risorse esterne che incrementi il soddisfacimento dei creditori chirografari di almeno il 10% rispetto alla procedura ordinaria e che garantisca al tempo stesso un pagamento minimo pari al 20% del loro credito complessivo (Art.84 CCII).

In vero, nella pratica la distinzione non è così netta, in quanto spesso il piano di concordato prevede una continuazione parziale dell'attività e una dismissione di parte dei beni, creando il c.d. concordato misto (Pacchi e Ambrosini, 2020). Questa fattispecie crea però un problema nell'identificazione della disciplina applicabile; infatti, se si ritenesse che la presenza di una parte liquidatoria, comporti il rispetto dei requisiti previsti dall'art. 84, la domanda sarebbe inammissibile in caso contrario. Per evitare tale problema il legislatore ha optato per l'utilizzo del criterio della prevalenza, il comma 3 dell'art. 84, esplicita che nel concordato in continuità, i creditori devono essere soddisfatti in misura prevalente dal ricavato della continuità aziendale; la prevalenza si ha quando i ricavi attesi dalla continuità aziendale per i primi due anni derivano da un'attività d'impresa alla quale partecipino almeno la metà della media degli addetti in forza nei due esercizi antecedenti, che a ben vedere era già un requisito per l'accesso al concordato in continuità (Pacchi e Ambrosini, 2020).

### **7.2.2 Presupposti e piano di concordato**

Come anticipato nel capitolo precedente il concordato preventivo (sia in continuità sia liquidatorio) è accessibile agli imprenditori assoggettabili a liquidazione giudiziale che si trovino in stato di crisi o di insolvenza (cfr. *supra* sottopar. 6.2.2 e 6.2.3).

L'elemento precipuo del concordato preventivo è il piano di concordato, ovvero il documento che illustra nel dettaglio le modalità e i tempi necessari al soddisfacimento dei creditori, a cui devono essere allegati i documenti elencati nell'art. 39, come le scritture contabili. Il debitore ha poi la facoltà di suddividere i creditori in classi, introducendo trattamenti differenziati, ma solo al di fuori di una classe, all'interno il trattamento deve essere uguale, si parla perciò di *par condicio creditorum* tendenziale e non assoluta. Il piano di concordato può prevedere diverse soluzioni come la ristrutturazione dei debiti, la cessione di beni, l'accollo o altre operazioni straordinarie, ma deve soddisfare alcuni requisiti fondamentali per essere considerato ammissibile, ed in particolare deve indicare (Pacchi e Ambrosini, 2020):  
*i)* le cause della crisi; *ii)* la definizione delle strategie di intervento; *iii)* gli apporti di nuova finanza, ove previsti; *iv)* le azioni risarcitorie e recuperatorie attuabili, con l'esplicita indicazione di quelle esperibili solo in caso di apertura della liquidazione giudiziale, e le loro prospettive di recupero; *v)* i tempi delle attività da compiersi e le iniziative le iniziative che andranno adottate in caso di scostamento tra gli obiettivi raggiunti da quelli pianificati; ed infine

vi) nel piano va poi indicata la convenienza, per i creditori, del concordato rispetto alle altre soluzioni alternative.

Il piano poi per produrre effetti e per far sì che la relativa domanda sia dichiarata ammissibile dal tribunale, necessita di una relazione di un professionista indipendente (cfr. *supra* sottopar. 7.1), un'analoga relazione deve essere presentata anche nel caso di eventuali modifiche al piano (art. 87).

### **7.2.3 Omologazione e principi generali**

Una volta presentata la domanda con il piano di concordato e la relazione del professionista indipendente, il tribunale ne valuta l'ammissibilità e solo se il tribunale ritiene la domanda ammissibile aprirà la procedura di concordato preventivo, nominando un giudice delegato e un commissario giudiziale (Pacchi e Ambrosini, 2020).

Il commissario giudiziale svolge un ruolo chiave nella procedura, in quanto esamina il piano di concordato e verifica la veridicità dei dati aziendali, valutando la fattibilità del piano e riferendo il responso al giudice delegato. In seguito, il piano viene sottoposto al voto dei creditori e per essere approvato necessita del voto favorevole dei creditori che rappresentano la maggioranza dei crediti ammessi al voto, e qualora sia prevista la suddivisione in classi, la maggioranza dei crediti ammessi al voto deve essere raggiunta anche nel maggior numero di classi (Pacchi e Ambrosini, 2020). Una volta approvato dai creditori, il tribunale procede all'omologazione del piano di concordato, rendendolo obbligatorio per tutti i creditori, anche per quelli che in sede di votazione avevano espresso il loro dissenso; il tribunale però può omologarlo solo se ritiene che quest'ultimi vengano soddisfatti dal concordato in misura non inferiore rispetto alla liquidazione giudiziale, c.d. *cram down* (Pacchi e Ambrosini, 2020).

L'istituto del concordato preventivo è basato su alcuni principi cardine, alcuni dei quali descritti in precedenza, che lo rendono un istituto unico nell'ordinamento italiano. Un altro principio fondamentale è quello della Competitività, che introduce la fattispecie delle proposte e offerte concorrenti mirando a massimizzare il soddisfacimento dei creditori e a garantire una gestione efficiente delle procedure. Infatti, colui o coloro che rappresentino almeno il 10% dei crediti, anche per effetto di operazioni eseguite dopo la domanda di concordato, possono proporre una proposta concorrente di concordato preventivo con il relativo piano, ma non oltre 30 giorni prima della data iniziale stabilita per la votazione da parte dei creditori (Pacchi e Ambrosini, 2020).

## 7.3 Liquidazione giudiziale

L'istituto della liquidazione giudiziale sotto il nome di fallimento ha rappresentato per la normativa ed in particolare per la legge fallimentare del 1942 la procedura concorsuale cardine nel sistema giuridico italiano. La liquidazione giudiziale rappresenta, come intuibile implicitamente dal nome, la procedura concorsuale diretta alla liquidazione del patrimonio dell'imprenditore insolvente al fine di garantirne la ripartizione tra i creditori in base al principio della *par condicio creditorum*. Come anticipato il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII) ha modificato questo istituto a partire dal nome, e fissando l'obiettivo primario nella gestione dell'insolvenza in modo efficiente ed equilibrato, cercando così di rispettare gli interessi dei creditori, ma garantire al tempo stesso la possibilità di una nuova opportunità per il debitore.

### 7.3.1 Presupposti e organi della procedura

Come descritto nel capitolo precedente (cfr. *supra* sottopar. 6.2.2. e 6.2.3.) la procedura di liquidazione giudiziale può essere attivata solo in presenza di specifici presupposti (soggettivo e oggettivo) esplicitati nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. In particolare, può accedere alla procedura di liquidazione giudiziale l'imprenditore commerciale, ad esclusione dell'imprenditore c.d. sottosoglia o imprenditore minore, che si trovi in uno stato di insolvenza, che si manifesta con inadempimenti o altri fatti esteriori, che dimostrino l'incapacità del debitore di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni.

Come per il concordato preventivo la procedura della liquidazione giudiziale vede la partecipazione di diversi organi, con specifici compiti e responsabilità (Pacchi e Ambrosini, 2020):

- Tribunale Concorsuale: rappresenta l'organo competente a dichiarare l'apertura della liquidazione giudiziale e a nominare gli altri organi della procedura, nonché a vigilare sul suo regolare svolgimento;
- Giudice Delegato: viene designato dal Tribunale e ha il compito di seguire la procedura in concreto, autorizzando gli atti del curatore e decidendo sui reclami dei creditori.
- Curatore: rappresenta la figura centrale nella procedura, questo ruolo ricoperto da un professionista nominato dal Tribunale che ha il compito di amministrare e liquidare il patrimonio del debitore, accertare i crediti e in seguito procedere alla ripartizione del ricavato tra i creditori.

- Comitato dei Creditori: è l'organo che rappresenta i creditori, viene anch'esso nominato dal giudice delegato ed esprime pareri vincolanti al curatore su determinate operazioni, vigilando sulla sua attività.

### **7.3.2 Gestione del patrimonio e modalità di liquidazione**

A seguito della dichiarazione di apertura della liquidazione giudiziale, si procede alla formazione della massa attiva, che comprende tutti i beni del debitore esistenti al momento della sentenza dichiarativa congiuntamente a quelli che gli pervengono durante la procedura, al netto delle passività sorte per il loro acquisto e conservazione (Pacchi e Ambrosini, 2020).

A questo punto il curatore prende in consegna i beni e procede alla loro conservazione e amministrazione, agendo sempre nell'interesse dei creditori e sotto la vigilanza del giudice delegato e del comitato dei creditori. In questo frangente è possibile apporre i sigilli, ma il CCII ha fortemente ridimensionato questa possibilità, rendendola di fatto possibile solo qualora sia ritenuta necessaria dal curatore, per esempio in caso non sia possibile un immediato inventario dei beni. La redazione dell'inventario ha un ruolo cruciale, nella procedura, il curatore infatti come esplicitato dall'art. 195 CCII, è tenuto ad elencare e valutare i beni, redigendo un processo verbale delle attività svolte, in linea con le regole stabilite dal Codice di Procedura Civile (Marcianesi, 2020). In questa fase il curatore ha una vera e propria qualifica di pubblico ufficiale e ha l'obbligo di allegare una documentazione fotografica dei beni inventariati così da avvalorare la descrizione e la stima degli stessi. L'accertamento del passivo, invece, si attua attraverso la verifica dei crediti vantati nei confronti del debitore: i creditori devono insinuarsi al passivo, presentando la domanda di ammissione, che verrà esaminata dal giudice delegato. I creditori poi muniti di pegno o privilegio possono richiedere la realizzazione del credito al di fuori della procedura, nella misura definita dagli art. 2756 e 2761 del Codice Civile. Il beneficiario, tuttavia, per esercitare il suo diritto di prelazione sul ricavato della vendita del bene ipotecato, dovrà in egual modo presentare la domanda di insinuazione al passivo, come qualsiasi altro creditore, indicando l'ammontare del credito per il quale intende partecipare al riparto (Pacchi e Ambrosini, 2020). Occorre poi specificare che ai sensi dell'art. 152 se l'ipoteca iscritta sui beni compresi nella liquidazione giudiziale è a garanzia di debiti altrui, essa non conferisce automaticamente al beneficiario della garanzia il diritto di partecipare al concorso dei creditori (Marcianesi, 2020).

La liquidazione dell'attivo può avvenire secondo due principali modalità, tramite: *i*) la vendita dei beni singolarmente: il curatore, autorizzato dal comitato dei creditori, può procedere alla vendita dei singoli beni appartenenti al patrimonio del debitore; oppure tramite *ii*) la vendita



dei beni collettivamente, in questo caso si parla di Cessione dell'azienda o di rami di azienda. Quest'ultima modalità è promossa dal CCII in quanto permette la conservazione dell'impresa o di parte di essa, attraverso specifiche modalità di vendita (Marcianesi, 2020).

Il ricavato della liquidazione, al netto delle spese di procedura e dei crediti prededucibili, verrà poi ripartito tra i creditori concorsuali, salvo diverse cause legittime di prelazione, secondo il principio della *par condicio creditorum*.

### **7.3.3 Esercizio dell'impresa e affitto dell'azienda**

Come anticipato nel paragrafo precedente, il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII), ha previsto per questo istituto, che indubbiamente è principalmente orientato alla liquidazione del patrimonio del debitore insolvente, il riconoscimento dell'importanza di preservare il valore complessivo dell'impresa, anche in un'ottica di continuità aziendale, introducendo strumenti come l'esercizio provvisorio dell'impresa e l'affitto d'azienda, disciplinati rispettivamente dagli artt. 211 e 212 CCII. L'apertura della liquidazione giudiziale, perciò, non determina automaticamente la cessazione dell'attività d'impresa. In vero, il Tribunale, su esplicita proposta del curatore e confrontatosi con il comitato dei creditori, può disporre l'esercizio provvisorio dell'impresa, qualora venga ritenuto utile a garantire una migliore liquidazione del patrimonio aziendale (Marcianesi, 2020). Questa decisione si basa sulla possibilità di ottenere un maggior realizzo tramite l'esercizio dell'impresa, rispetto alla mera vendita immediata dei beni aziendali, nel pieno interesse dei creditori. Per esempio, il Curatore potrebbe portare a termine le commesse in corso o vendere le rimanenze di magazzino a condizioni più vantaggiose, così da massimizzare il valore della liquidazione dell'impresa. Come intuibile, durante l'esercizio provvisorio, il curatore subentra nei contratti in corso di esecuzione e ha la facoltà di stipularne di nuovi, ma sempre previa autorizzazione del giudice delegato. Inoltre, deve informare periodicamente il comitato dei creditori sull'andamento della gestione provvisoria, in modo da garantire un'adeguata trasparenza, ed in fine presentare un rendiconto semestrale e uno finale (Marcianesi, 2020). In vero, poi il comitato dei creditori può porre fine all'esercizio provvisorio, facendo richiesta al Tribunale, il quale può inoltre decidere autonomamente di dichiarare conclusa la gestione provvisoria, con provvedimento non impugnabile, sentito il curatore e il comitato dei creditori.

In alternativa all'esercizio provvisorio, il Codice prevede anche la possibilità di affittare l'azienda o i suoi rami. In questo caso il curatore, sempre con l'autorizzazione del comitato dei creditori, può dare in affitto l'azienda o i suoi rami, scegliendo l'offerta più vantaggiosa per i creditori (Marcianesi, 2020).

## **Parte III: Metodologia di analisi e sua applicazione: La Borsalino e fratello S.p.a.**

### **CAPITOLO 8: LA BORSALINO E FRATELLO S.P.A.**

In questo capitolo, verrà presentata una panoramica storica della Borsalino e Fratello S.p.A., analizzando le fasi significative che hanno plasmato l'azienda e la sua cultura. Verrà perciò definito un percorso immaginario che parte dalla nascita dell'impresa, per poi proseguire con lo sviluppo aziendale e l'espansione nel mercato americano, il successivo declino e la gestione della crisi, per culminare nella rinascita odierna. Nel fare ciò verrà data particolare enfasi all'andamento del settore di appartenenza, al ruolo della pubblicità nella creazione del brand ed in fine al ruolo del private equity nel contesto italiano.

#### **8.1 Descrizione dell'azienda**

La Borsalino e Fratello S.p.A., comunemente nota come Borsalino è una delle più antiche e prestigiose aziende italiane, fu fondata nel 1857 da Giuseppe Borsalino con sede nella città di Alessandria, in Piemonte. L'azienda alessandrina è diventata celebre in tutto il mondo, come simbolo di eccellenza artigianale, per la produzione di cappelli di altissima qualità.

Inizialmente la Borsalino inizia la propria attività in un piccolo laboratorio artigianale in Via Schiavina ad Alessandria, ma in poco tempo crebbe a tal punto da necessitare di spazi più ampi, così nel 1888 si trasferì nel grande stabilimento industriale di Corso Cento Cannoni, che divenne il fulcro della produzione di cappelli. In questo momento la fabbrica produceva 2.000 cappelli al giorno, impiegando circa 300 addetti; la produzione era divisa in varie linee di prodotto: cappelli di feltro, cilindri, bombette e vari altri modelli che hanno segnato la storia della moda, non solo in Italia ma a livello globale (Ballerino, 2018).

Questo sviluppo segnò in modo decisivo l'evoluzione della Borsalino, che riuscì non solo a conquistare il mercato domestico, ma a dominare l'intera scena internazionale.

Questa costante crescita e diffusione dei prodotti unitamente alla loro elevata qualità, portò i cappelli Borsalino ad essere indossati dalla maggior parte delle figure di spicco nel mondo dello spettacolo, della politica e della cultura, rendendo il marchio sinonimo di eleganza e raffinatezza (Ballerino, 2018).

I cappelli Borsalino si differenziano dalla concorrenza per la loro produzione artigianale e per la qualità dei materiali, furono infatti i primi cappelli ad essere realizzati in feltro di pelo di coniglio, noto per le sue ottime proprietà termoisolanti.

Nel corso degli anni poi la Borsalino si è anche distinta nella dimensione sociale, introducendo numerose iniziative a favore del personale, all'epoca molto innovative, come la cassa pensioni, la cassa infortuni e la cassa malattie aziendale, e nel 1899 inaugurò l'Educatório per i figli dei dipendenti, dimostrando la visione illuminata della famiglia Borsalino, che vedeva il benessere dei propri dipendenti come una priorità e un fattore chiave per il successo aziendale (Ballerino, 2018).

L'azienda ha poi sempre avuto un forte legame con il mercato estero, nel 1900 le esportazioni erano già circa un terzo della produzione totale. Le esportazioni si concentrarono poi nel mercato americano, dove il marchio Borsalino divenne un Must-Have per ogni celebrità del nuovo continente, tanto da essere indossati da celebrità come Humphrey Bogart e Alain Delon. Questo legame con il modo delle celebrità e del cinema, come vedremo, ha contribuito a rafforzare l'immagine nella cultura popolare di lusso di status symbol del marchio Borsalino (Ballerino, 2018).

## **8.2 Settore di appartenenza**

La Borsalino e Fratello S.p.A. opera e ha operato da sempre nel macrosettore della moda e dell'artigianato di lusso ed in particolare nel settore della produzione di copricapi. Collocandosi a metà tra il settore tessile e quello della moda, in una nicchia di mercato rappresentata dai cappelli di lusso, sfruttando non solo l'alta qualità dei prodotti ma anche l'unicità del design, che nel corso degli anni è diventato un'icona di stile (Ballerino, 2018).

Questo settore è da sempre caratterizzato da una forte competizione sia a livello nazionale che internazionale, dove per ottenere un vantaggio competitivo bisogna necessariamente differenziarsi dalla concorrenza utilizzando materiali sempre più pregiati, come il feltro in pelo di coniglio e garantendo un design identificativo.

Ed in vero, proprio il settore dei cappelli è da sempre stato soggetto a mutazioni nella domanda, alternando fasi di popolarità e quindi di grande richiesta a fasi in cui il cappello veniva ritenuto solo un accessorio secondario. Occorre poi sottolineare che il settore del lusso, compreso il sottosectore della produzione di cappelli, è sinonimo non solo di unicità ed esclusività, ma anche e soprattutto di percezione di valore che un prodotto deve trasmettere.

È poi un settore fortemente condizionato dalla moda e dall'influenza di personalità del mondo dello spettacolo, capaci di guidare le scelte dei consumatori, ed in generale da fenomeni sociali, a loro volta influenzati dalla politica (Ballerino, 2018).

In vero, nel settore dell'alta moda e quindi anche nella produzione di cappelli di lusso, è da considerare il contesto geografico del Brand, ovvero il design e produzione italiana, che

definisce il c.d. Made in Italy, che contribuisce a identificare una nicchia di mercato sempre più specifica. Il settore dei copricapi ha poi una notevole componente stagionale, ed è soggetto ad influenze tecniche di altri settori, per esempio con l'introduzione dell'automobile ci fu un significativo calo della domanda, gli automobilisti infatti trovavano superfluo indossare cappelli mentre erano alla guida (Ballerino, 2018).

Per quanto riguarda il mercato di sbocco, la Borsalino ha da sempre esportato in tutta Europa, in Asia e in America, compreso il mercato inglese, da sempre molto attento alla qualità dei materiali e quindi con consumatori molto esigenti.

### **8.3 Nascita e sviluppo**

Come anticipato (vedi *supra* par 8.1) la storia della Borsalino e Fratello S.p.A. ebbe inizio nel XIX secolo, quando nel 1857, Giuseppe Borsalino, un giovane artigiano di Alessandria, decise di fondare un piccolo laboratorio di cappelli che sarebbe poi diventato un'icona internazionale del lusso e dell'eleganza.

Giuseppe Borsalino nacque a Pecetto di Valenza, vicino ad Alessandria, il 15 settembre 1834 e fin da piccolo si dimostrò un ragazzo molto intraprendente: all'età di soli 12 anni, decise di lasciare il suo paese natio per trasferirsi ad Alessandria e iniziare a lavorare come apprendista nel cappellificio Sebastiano Camagna, acquisendo così le basi di quello che poi sarebbe diventato il suo lavoro (Ballerino, 2018).

Successivamente nel 1851, si trasferì in Francia per perfezionare le sue abilità nella produzione di cappelli, all'epoca infatti la Francia rappresentava il centro europeo della moda e dell'industria del cappello. In particolare, lavorò a Marsiglia, Bordeaux e soprattutto a Parigi presso la celebre casa di alta moda Berteil dove perfezionò le sue abilità artigianali. In questo modo Giuseppe apprese le conoscenze e le competenze necessarie a diventare un cappellaio qualificato, ed in vero, proprio l'esperienza all'estero giocò un ruolo cruciale nello sviluppo della sua attività (Ballerino, 2018).

Nel 1857 rientrato dalla Francia fondò ad Alessandria il primo laboratorio della Borsalino, in via Schiavina, dove con l'aiuto del fratello Lazzaro iniziò a produrre i primi cappelli, indicativamente 35-40 cappelli al giorno, con un totale di 10 operai. La crescente domanda portò poi l'impresa ad espandersi e dal piccolo laboratorio si trasferirono in via Vescovado, dove lavoravano inizialmente 60 addetti, diventati poi 130, con una produzione di 300 cappelli al giorno (Ballerino, 2018).

Il passo successivo fu la meccanizzazione, dalla sola produzione artigianale, si passò a moderne tecniche industriali senza snaturare però la qualità artigianale del prodotto. Giuseppe

era infatti un innovatore e viaggiava spesso con il solo scopo di conoscere lo stato dell'arte mondiale delle tecnologie tessili, proprio per questo introdusse strumenti all'epoca pionieristici come le macchine da cucire, nella fabbrica di Alessandria. L'introduzione di macchinari industriali e la capacità di trasformare parte del processo produttivo da artigianale industriale, permise all'azienda di crescere esponenzialmente: nel 1874, venne aperto un nuovo stabilimento a Genova per la produzione di cilindri e cappelli di seta, e nel 1880 una filiale a Verona per la produzione di cappelli comuni (Ballerino, 2018).

La produzione venne poi centralizzata nel 1888 nel grande stabilimento di Corso Cento Cannoni ad Alessandria, il quale contava 300 operai e tutte le migliori tecnologie tessili dell'epoca, portando la capacità produttiva 2.000 cappelli al giorno. In questi anni l'esportazione annuale era di circa 50.000 cappelli, diventati poi 475.000 nel 1900, dimostrando la componente internazionale dell'azienda, la quale ottenne numerosi premi e riconoscimenti anche all'estero: i) menzione onorevole all'Esposizione universale di Parigi, nel 1867, ii) medaglia di prima classe all'esposizione dell'Industria di Torino nel 1868 e iii) medaglia d'oro all'Esposizione Universale del Guatemala nel 1897.

Grazie ai numerosi riconoscimenti e alle politiche commerciali introdotte da Giuseppe Ronza, direttore amministrativo della Borsalino all'epoca, l'impresa si consolidò come leader mondiale nella produzione di cappelli di lusso. Nel 1900 ci fu il primo passaggio generazionale e la conclusione di un'era di crescita aziendale, la direzione dell'azienda oramai matura e consolidata passo a Teresio Borsalino, che continuò con le politiche espansionistiche e con lo spirito innovatore del padre (Ballerino, 2018).

## **8.4 Espansione nel mercato americano**

L'espansione ha rappresentato una tappa fondamentale per la Borsalino, che proprio nel mercato americano è stata consacrata ad icona del lusso. Infatti, la strategia di espansione in America ha seguito una logica di *skimming*<sup>74</sup> puntando ad una clientela di alto profilo. In America i cappelli Borsalino venivano indossati da uomini d'affari, celebrità e membri dell'élite, trasformando il marchio in un simbolo di status e raffinatezza.

Gli Stati Uniti d'America rappresentavano all'epoca (primi anni del '900) uno dei mercati più promettenti, e una vera e propria ambizione per ogni impresa del vecchio

---

<sup>74</sup> La strategia di *Skimming*, in italiano di *Scrematura*, è una strategia di pricing che consiste nell'entrare in un nuovo mercato fissando i prezzi ad un livello molto alto, per selezionare i clienti alto-spendenti, creando uno status-symbol, per poi abbassare successivamente i prezzi in modo da aumentare la quota di mercato.

continente<sup>75</sup>. L'espansione nel Nord America fu poi accompagnata da un costante sviluppo di nuovi modelli, così da adattarsi ai cambiamenti della moda americana, mantenendo al contempo tutto lo stile e la raffinatezza dell'artigianalità italiana (Ballerino, 2018).

Questa strategia fu un successo soprattutto tra le celebrità Hollywoodiane, il cappello Borsalino venne indossato da icone come Humphrey Bogart, Clark Gable e Alain Delon, creando un vero e proprio legame che perdura anche attualmente tra il marchio italiano e il cinema di Hollywood. La presenza globale della Borsalino la rese però soggetta a molti rischi, e nel 1929, durante la Grande Depressione<sup>76</sup>, l'azienda vide diminuire notevolmente l'export a causa anche delle politiche protezionistiche da parte degli Stati Uniti d'America. Nonostante ciò, riuscì a resistere al periodo di crisi degli anni '30, consolidandosi come leader mondiale nella produzione di cappelli e icona del lusso, per poi rivivere una nuova espansione nel dopoguerra, anni '50 e '60, grazie anche alla rinascita del cinema, come detto da sempre legato al brand Borsalino, ed al generale periodo di crescita macroeconomica (Ballerino, 2018). Il rapporto con il mercato statunitense continuò anche negli anni '60 e '70, nonostante il declino globale della domanda, dovuto come poi verrà analizzato successivamente, a diversi fattori culturali e sociali, come il cambiamento delle abitudini di stile e la crescente diffusione delle automobili, che rendevano meno necessario indossare un cappello; la relazione con gli USA culminò con la costituzione nel 1998 della Borsalino America Inc.

---

<sup>75</sup> Con il termine Vecchio Continente si fa riferimento a tutti i territori conosciuti dagli europei, prima della scoperta dell'America da parte di Cristoforo Colombo (1492), alla quale invece si fa riferimento con il termine Nuovo Mondo.

<sup>76</sup> La Grande Depressione conosciuta anche con lo pseudonimo di Crollo di Wall Street, fu una grande crisi economica e finanziaria che si protrasse dal 1929 fino ai primi anni del decennio successivo.

## 8.5 Diventare un'icona: il ruolo della pubblicità

La storia della Borsalino e Fratello S.p.A. è strettamente legata alla capacità di sfruttare il prezioso strumento della pubblicità commerciale, sia per trasformare i propri prodotti in icone, sia per affrontare la concorrenza. Come vedremo nel paragrafo successivo, a seguito di un passaggio generazionale ci fu una scissione dei rami della famiglia Borsalino e la creazione di due imprese pressoché identiche che si sfidarono proprio attraverso numerose campagne pubblicitarie anche esplicite, è molto esplicito in questo senso il manifesto di Cesare Simonetti (figura 8.1), che rappresenta due cani che mordono uno stesso cappello, proprio per rappresentare il litigio tra i due rami della famiglia Borsalino (Bianchi, 2014).

Andando oltre questa parentesi, occorre precisare che la Borsalino fin da subito iniziò a sviluppare il marketing aziendale grazie all'uso della pubblicità, sia con manifesti cartacei sia con delle apparizioni cinematografiche. Le primissime campagne pubblicitarie furono orientate principalmente al mercato italiano, e sviluppate con annunci sulle principali testate giornalistiche dell'epoca (Bianchi, 2014).

I manifesti dell'epoca, per quanto semplici, erano caratterizzati da immagini artistiche e da un forte impatto visivo, spesso erano realizzati da artisti e illustratori di grande talento, contribuendo a rafforzare nella mente l'idea stilistica dell'azienda.

Un'altra importante strategia adottata dall'impresa fu l'uso di brand Ambassador e di testimonial, che molto spesso erano icone del cinema o membri dell'élite, contribuendo al rafforzamento del brand (Bianchi, 2014). Creare uno status è infatti la parte precipua di qualsiasi campagna di marketing di un brand di lusso, e Borsalino in questo modo ci riuscì perfettamente. Il cinema poi all'epoca era uno dei pochi strumenti pubblicitari di massa, a livello mondiale nel 1942. Film iconici come *Casablanca* (1942), nel quale l'attore protagonista Humphrey Bogart indossava un cappello Borsalino, avevano la capacità di influenzare il pensiero e lo stile della popolazione mondiale ed è innegabile che abbiano avuto un ruolo cruciale per lo sviluppo dell'impresa. Questo legame raggiunge il culmine nel 1970, quando venne presentato un film francese intitolato *Borsalino*, creando un chiaro riferimento al cappello divenuto ormai simbolo del cinema e spesso associato alla figura del gangster elegante e al fascino dei personaggi noir (Bianchi, 2014).

In questi anni poi la Borsalino sfruttò anche un nuovo canale di comunicazione: la televisione, che permetteva di raggiungere un pubblico sempre più vasto e per più volte al giorno; all'evoluzione dei mezzi tecnico-comunicativi corrispose anche un'evoluzione del

pensiero stilistico che cercò di avvicinarsi sempre più ai gusti dei consumatori, ormai mutati, anche se come vedremo non riuscì del tutto.

In ogni caso è innegabile che l'immagine della Borsalino è rimasta tutt'oggi, simbolo di eleganza e raffinatezza, diventando una vera e propria icona di stile (Ballerino, 2018).



Figura 8.1: Manifesto di Cesare Simonetti per Borsalino fu Lazzaro & C. (1906). Fonte: Bianchi, Cinzia. (2014). *Parabole aziendali e innovazione comunicativa. La storia del cappellificio Borsalino. Ocula. XIV.* 10.12977/ocula63.



## 8.6 Il ricambio generazionale e i problemi ad esso correlati

La storia della Borsalino e Fratello S.p.A. è segnata non solo dai successi commerciali e da una forte crescita internazionale, ma anche da complessi momenti di ricambio generazionale.

Con ricambio generazione si intende il passaggio di consegne, tipico delle aziende familiari, che avviene da una generazione e un'altra, con ovvie implicazioni sulla gestione aziendale e sulle dinamiche familiari, che possono portare ad accesi scontri legali (Cabrera-Suárez, 2005). In vero, fu proprio questo il caso della Borsalino, che come anticipato vide una lunga battaglia concorrenziale tra i due rami della famiglia a seguito del primo ricambio generazionale alla morte di Giuseppe Borsalino avvenuta nel 1900; la direzione dell'impresa passò a Teresio Borsalino, il quale aveva maturato una significativa esperienza nel settore, aveva infatti lavorato per anni con il padre, acquisendo competenze tecniche e commerciali, aveva inoltre studiato e perfezionato le sue conoscenze all'estero: sia in Inghilterra che in Germania, e ciò in realtà gli permise di gestire con successo l'eredità lasciata dal padre (Ballerino, 2018). Il problema fu però di natura interna alla famiglia, infatti Teresio, seppur capace di mettere in atto una gestione ottimale dell'impresa, decise di trasformare la forma societaria in *società anonima*<sup>77</sup> riducendo in questo modo le partecipazioni e l'influenza degli altri membri della famiglia, tra cui suo cugino Giovanni Battista Borsalino, figlio di Lazzaro Borsalino il fratello di Giuseppe. Giovanni Battista che, come il cugino, aveva lavorato a lungo nell'azienda di famiglia si sentì escluso e decise di fondare nel 1906 una società concorrente la G.B. Borsalino fu Lazzaro & C., segnando un momento di forte tensione all'interno della famiglia (Ballerino, 2018).

Questa rivalità segnò un periodo difficile per entrambe le aziende e portò evidentemente ad uno spreco di risorse, generando inefficienza. Le due imprese che portavano lo stesso nome si fecero concorrenza attraverso una lunga lotta pubblicitaria (vedi *supra* par 8.5), ricca di manifesti espliciti, danneggiando così in parte l'immagine del marchio. Questa diatriba finì dopo alcuni decenni, nel 1937, quando la società di Giovanni Battista venne assorbita dalla società di Teresio, ma è innegabile che abbia portato ad un uso inefficiente di tutte le risorse aziendali; infatti, questa situazione ha portato ad una sorta di concorrenza interna, in quanto le

---

<sup>77</sup> La Società Anonima è una forma societaria non più riconosciuta dall'ordinamento italiano, assimilabile genericamente ad una società di capitali, questa forma fu poi sostituita nel 1942 con il Codice Civile con due forme societarie: la società a responsabilità limitata per quote (S.r.l.) e la società a responsabilità limitata per azioni (S.p.A).

due realtà aziendali erano pressoché identiche, e condividevano le stesse tecnologie e lo stesso Know-How, andando ad identificare una situazione concorrenziale veramente singolare (Ballerino, 2018).

Il secondo ricambio generazionale ci fu poi nel 1939 quando morì Teresio Borsalino e alla gestione azienda succedette dapprima suo fratello Mario e poi dopo soli 3 anni suo nipote Teresio Uselli, il quale iniziò a gestire l'impresa nel 1942, in un periodo di forte difficoltà a causa della Seconda Guerra Mondiale in atto, tanto che nel 1944 l'azienda dovette affrontare una complessa ricostruzione a seguito del bombardamento che distrusse gli impianti (Ballerino, 2018).

Teresio Uselli riuscì a ricostruire la fabbrica e a riorganizzare la produzione, ma dovette poi fare i conti con il cambio della moda e l'inevitabile declino dell'industria del cappello che iniziò già negli anni '50 e '60 del secolo scorso, per varie motivazioni che analizzeremo nel prossimo capitolo. L'impresa, che in questa fase non ha saputo innovarsi, a causa un management che non ha gestito correttamente la relazione tra il sistema impresa e l'ambiente esterno, è andata incontro ad un inesorabile declino che proseguì fino agli anni '80. Nel 1980 ci fu un terzo passaggio di consegne, il nuovo direttore venne identificato nella figura di Vittorio Vaccarino, legato anch'esso da una relazione parentale con la famiglia Borsalino. Vittorio fu incaricato di risanare l'azienda, ma i problemi finanziari e gestionali accumulatisi negli anni precedenti rendevano l'impresa ardua. La necessità di ridurre i costi portò alla chiusura dello storico stabilimento di Corso Cento Cannoni e al trasferimento della produzione nella zona industriale D5, causando però un notevole danno d'immagine senza risolvere il vero problema dell'azienda, ovvero essere leader di un settore in declino (Ballerino, 2018). Questo portò la storica azienda ad una crisi senza precedenti che culminò con il passaggio di proprietà ad un gruppo imprenditoriale milanese nel 1987, concludendo l'era gestionale della Famiglia Borsalino.

## **8.7 I continui cambi di proprietà fino alla rinascita: il ruolo del private equity**

Dopo la definitiva cessione dell'impresa da parte della Famiglia Borsalino, continuò il periodo di crisi, e iniziò un turbinio di acquisizioni, di seguito brevemente riassunte: negli anni '90 entrò a far parte del gruppo societario capitanato da Marco Marengo, un noto imprenditore di Asti, successivamente la proprietà passò alle Famiglie Monticone e Gallo nei primi anni 2000, nel 2006 ci fu un primo intervento da parte dell'imprenditore italo-svizzero Philippe Camperio con il fondo Haeres Equita ma nonostante i tentativi di rilancio la crisi dell'impresa culminò con la dichiarazione di fallimento nel 2017. Tuttavia, nel 2018 Haeres Equita riuscì a rilevare definitivamente l'impresa evitando così la sua liquidazione, dando una nuova vita alla Borsalino, continuando a diffondere la storica tradizione alessandrina in tutto il mondo (Ballerino, 2018). Per fare ciò Camperio ha investito nella modernizzazione degli impianti e nella promozione del marchio a livello internazionale, con una particolare attenzione al mercato del lusso e delle collaborazioni con il mondo della moda. In questa cornice è opportuno sottolineare il ruolo cruciale del private equity nel mercato italiano, nel rilancio delle storiche imprese ormai in declino; infatti, la maggior parte delle imprese italiane sono a conduzione familiare, ovvero presentano forte sovrapposizione tra proprietà a management, e non hanno azioni quotate nei mercati regolamentati, in sostanza non sono delle Public company ma bensì delle Private Company. Questo accade sia per le imprese più piccole che quindi in ogni caso non potrebbero accedere ai mercati regolamentati, sia per le imprese più grosse come la Borsalino, rendendo molto più difficile e meno efficiente accedere ai capitali necessari per innovare o per risanare un'impresa in crisi (Achleitner et al., 2010). Ecco perché nel contesto italiano un ruolo fondamentale è ricoperto dai Fondi di Investimento specializzati nel private equity, i quali intervengono con le risorse finanziarie e con le competenze manageriali necessarie per risanare aziende storiche in crisi, garantendo la continuità aziendale e con essa preservando il valore artigianale e culturale del territorio.

## CAPITOLO 9: METODOLOGIA DI ANALISI PROPOSTA

Questo capitolo riassume l'obiettivo stesso della presente dissertazione, ovvero creare una metodologia di analisi, ispirata dalle evidenze del caso studio Borsalino e Fratello S.p.A., ma applicabile alla generalità delle imprese. Il framework che verrà descritto nei paragrafi successivi rappresenta la sintesi di tutta la ricerca fatta nella prima e nella seconda parte dell'elaborato, e comprende laddove applicabile l'utilizzo del tool di intelligenza artificiale sviluppato da chi scrive nell'abito di questa ricerca. Il metodo di analisi proposto è basato su un'attenta analisi delle principali teorie economico-aziendali esistenti che vengono ordinate in modo sistematico nel framework, così da rendere la loro applicazione sequenziale.

### 9.1 Il framework

Il presente framework di analisi strategica e finanziaria ha l'obiettivo di fornire una metodologia sistematica che permetta di valutare la condizione aziendale e le sue performance globali, analizzando l'intero sistema-imprese da molteplici punti di vista.

Questa metodologia di analisi è applicabile a qualsiasi impresa e si fonda sull'analisi storica e contestuale dell'impresa, l'identificazione del suo ciclo di vita e una valutazione approfondita delle sue performance strategiche e finanziarie.

Inoltre, per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati integra l'algoritmo DELFI, sviluppato sempre nell'ambito del presente elaborato (vedi *supra* sottopar. 2.4.8.), per supportare l'analisi del ciclo di vita dell'impresa e per prevedere le tendenze dei prezzi azionari. In questo modo, laddove applicabile integralmente, in un singolo framework di analisi aziendale si riescono ad integrare elementi di innovazione e tecnologia analitica, aumentando la robustezza delle conclusioni. Il framework così definito è rappresentato nel diagramma di flusso in figura 9.1, in cui a ciascun elemento del flowchart è associata una fase di analisi. Le fasi in totale sono otto e verranno esplicitate nel dettaglio nei sottoparagrafi seguenti, inoltre occorre precisare che in aggiunta al framework teorico vengono per ogni fase associate metodologie di analisi direttamente applicabili. Il modello di analisi così costituito può essere applicato anche non integralmente, qualora non si possa avere accesso ai dati necessari alla completa applicazione, l'obiettivo infatti è rendere il modello adattabile e flessibile a molteplici scenari diversi.

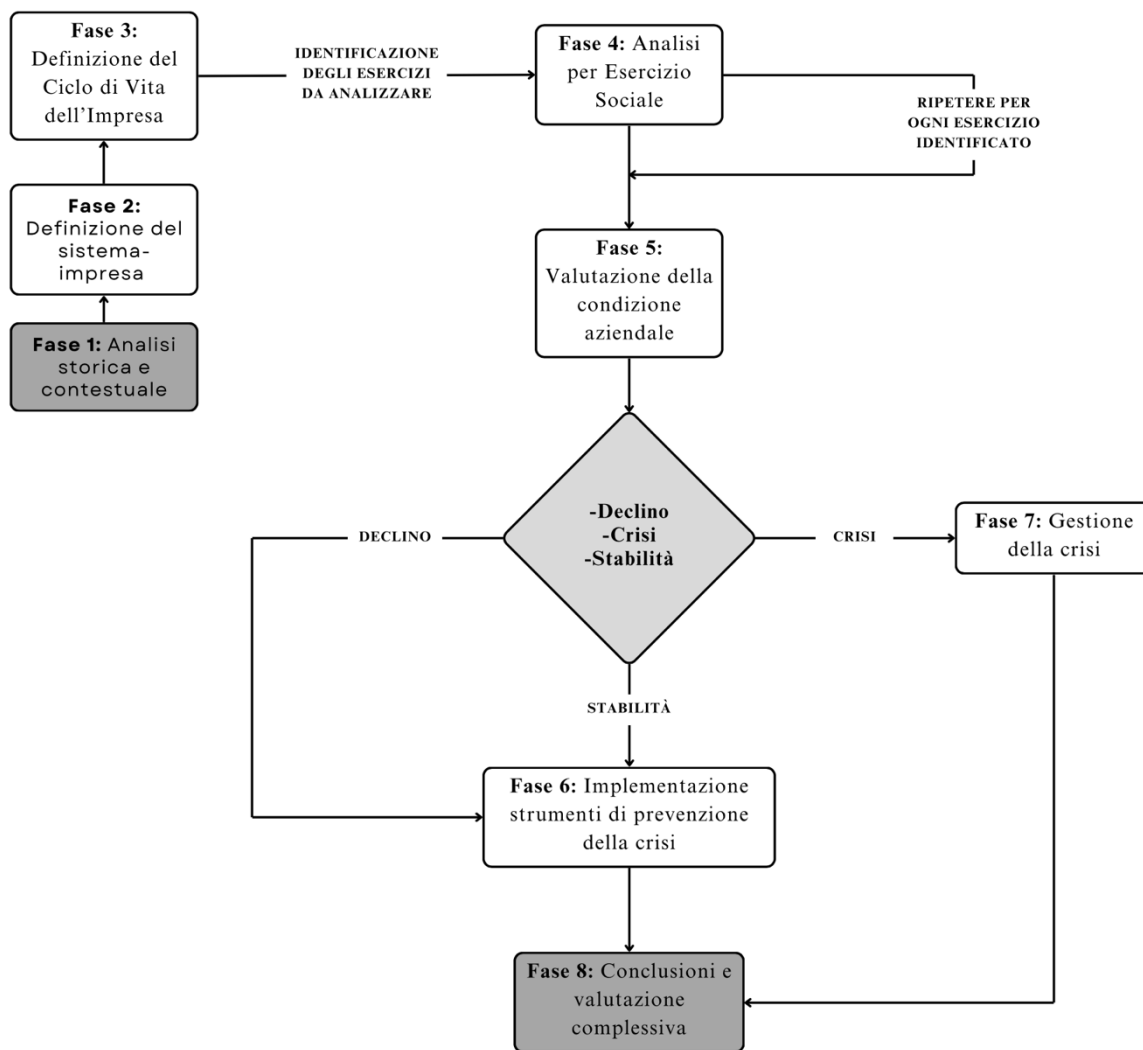


Figura 9.1 Rappresentazione Framework per l'analisi aziendale. Fonte: elaborazione propria.

### 9.1.1 Fase 1: Analisi storica e contestuale

In questa fase l'obiettivo deve essere la comprensione delle dinamiche evolutive aziendali, cercando di raccogliere la maggior parte delle informazioni disponibili per dare forma al contesto e comprendere le variabili chiave che hanno influenzato l'impresa nel corso degli anni. Per fare ciò si può partire identificando la data di fondazione e il contesto economico e sociale dell'epoca cercando di comprendere le motivazioni che hanno portato alla creazione dell'impresa. È necessario poi identificare le tappe evolutive principali e i contestuali cambiamenti nella governance aziendale, ed in generale occorre articolare tutti gli eventi significativi e rilevanti ai fini dell'analisi, come fusioni, scissioni, acquisizioni e partnership strategiche che hanno modellato la struttura aziendale, o ancora periodi di crisi presumibilmente

superati oppure periodi di straordinaria crescita, ai fini di comprendere i rapporti di causa-effetto. In vero il fine ultimo di questa fase è proprio quello di preparare l'analisi successiva fornendo una base solamente qualitativa utile ad impostare l'analisi successiva.

### **9.1.2 Fase 2: Definizione del sistema-impresa**

In questa fase si deve definire il sistema-impresa, identificando la vision e la mission aziendale, ovvero gli elementi fondamentali che guidano le scelte strategiche. Inoltre, occorre identificare le relazioni che guidano il sistema-impresa, descrivendo le funzioni aziendali e le loro interrelazioni interne, e poi le relazioni con l'ambiente esterno. Per fare questo si può procedere alla descrizione mediante l'organigramma aziendale e poi attraverso lo Stakeholder Mapping, analizzando il potere e influenza sull'azienda dei diversi portatori di interessi, identificando anche eventuali conflitti e incentivi<sup>78</sup>. Per fare ciò si può usare il modello delle 5 forze proposto da Porter (1980), così da valutare il contesto competitivo, esaminando il potere contrattuale di fornitori e clienti, la minaccia di nuovi entranti, i prodotti sostitutivi e la rivalità tra i concorrenti. In seguito, è opportuno descrivere il settore o i settori presidiati dall'impresa e definire il loro ciclo di vita, rappresentando l'andamento delle vendite del settore, così come è necessario definire il ciclo di vita economico, così da fornire sempre più strumenti utili alla corretta comprensione dei dati e delle dinamiche aziendali analizzate nel contesto futuro. Sempre in questa fase si può, se ritenuto necessario ai fini di una migliore analisi, procedere all'individuazione del ciclo di vita dei prodotti dell'impresa, questo è particolarmente utile quando l'andamento di un prodotto si discosta molto dall'andamento generale del settore.

### **9.1.3 Fase 3: Definizione del Ciclo di Vita dell'Impresa**

Definire il ciclo di vita dell'impresa è molto importante per diversi motivi: per esempio aiuta a capire le prospettive future dell'impresa, ma soprattutto aiuta a identificare i periodi in cui effettuare un'analisi qualitativo-quantitativa approfondita. In effetti analizzare ogni esercizio sociale di un'impresa potrebbe essere eccessivamente dispendioso e controproducente, con il modello del CVI invece possiamo identificare i momenti aziendali principali da dover analizzare. Per fare ciò si possono utilizzare vari metodi, come rappresentare

---

<sup>78</sup> La gestione dei conflitti e degli incentivi è molto importata, in quanto molto spesso gli obiettivi tra le funzioni aziendali o tra il management e la proprietà non coincidono, o non coincide l'orizzonte temporale, questi problemi vengono riassunti nel modello teorico del contratto di agenzia o modello del Principale-Agente, il quale aiuta a identificare i conflitti e a trovare gli incentivi adatti a raggiungere l'equilibrio (cfr. cap. 10, Brickley *et al.*, 2009)

	1	2	3	4	5	6	7	8
	Introduction	Growth	Mature	Shake-Out	Shake-Out	Shake-Out	Decline	Decline
Predicted sign								
Cash flows from operating activities	-	+	+	-	+	+	-	-
Cash flows from investing activities	-	-	-	-	+	+	+	+
Cash flows from financing activities	+	+	-	-	+	-	+	-

Tabella 9.1: rappresentazione dei pattern dei flussi di cassa per ogni fase del ciclo di vita, Fonte:(Dickinson 2011), pag. 9

graficamente l'andamento del fatturato o in mancanza l'andamento degli utili, oppure quando possibile utilizzare il modello proposto da Dickinson nel 2011, che consiste nell'analisi congiunta del flusso di cassa operativo, del flusso di cassa derivante da attività di investimento ed infine il flusso di cassa derivante da attività di finanziamento, identificando i pattern rappresentati in tabella 9.1 e le corrispondenti fasi aziendali.

Per le sole imprese con azioni quotate nei mercati regolamentati è possibile utilizzare l'algoritmo DELFI (vedi Appendice D) che utilizza autonomamente quest'ultimo modello per identificare la fase aziendale, fornendo anche previsioni sull'andamento dei prezzi delle azioni, così da fornire un ulteriore aiuto nell'analisi aziendale previsionale, considerando i prezzi come indicatori globali dell'andamento aziendale (Fama, 1970).

#### 9.1.4 Fase 4: Analisi per Esercizio Sociale

Questa fase si ripete per ogni esercizio sociale identificato e ha come obiettivo condurre un'attenta analisi, utilizzando strumenti strategici e finanziari, articolata nelle seguenti sottofasi:

- Fase 4.1: Analisi delle Strategie Aziendali

Deve essere identificata la strategia competitiva aziendale in atto nel periodo di analisi, come per esempio strategie di differenziazione, costo o focalizzazione adottate dall'impresa per posizionarsi nel mercato.

Deve poi essere identificata la catena del valore, attraverso la mappatura delle attività primarie e di supporto per analizzare come l'azienda crea e ha creato valore nella sua evoluzione.

In fine deve essere misurato il vantaggio competitivo (cfr. *supra* par. 3.5), utilizzando, ove possibile, i) i seguenti indicatori finanziari: Ritorno sugli Investimenti (ROI), margine di profitto, crescita del fatturato percentuale e valore economico aggiunto (EVA) e ii) i seguenti indicatori di natura non finanziaria: fidelizzazione dei clienti, quota di mercato, misura dell'innovazione (numero di nuovi prodotti immessi sul mercato o brevetti registrati ecc), capacità di attrarre talenti e la reputazione del brand.

- Fase 4.2: Analisi PESTEL dell'Ambiente Esterno

Condurre un'analisi delle variabili politiche, economiche, socioculturali, tecnologiche, ambientali e legali (PESTEL) per comprendere le influenze dell'ambiente esterno e il loro impatto sull'impresa.

- Fase 4.3: Sintesi strategica con l'Analisi SWOT

Sintetizzare le informazioni raccolte attraverso l'analisi SWOT, identificando punti di forza, debolezza, opportunità e minacce per fornire un quadro completo della situazione strategica dell'impresa, unendo l'analisi dell'ambiente interno con l'analisi dell'ambiente esterno.

- Fase 4.4: Analisi Finanziaria

Per procedere all'analisi finanziaria, patrimoniale ed economica dell'impresa occorre per prima cosa riclassificare gli schemi di bilancio, così da poter agevolmente calcolare i principali indicatori di valutazione della solidità patrimoniale e di redditività economica.

La riclassificazione di bilancio consiste nel riorganizzare le voci di bilancio (Stato Patrimoniale e Conto Economico) secondo criteri diversi rispetto ai prospetti civilistici, più analitici e funzionali. Nel presente framework si propone l'utilizzo del metodo finanziario per la riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del metodo del valore della produzione e del valore aggiunto per quanto riguarda il Conto Economico.

Il metodo finanziario si concentra sulla distinzione tra attività e passività, ponendo un focus sulla componente temporale, permettendo così di analizzare la situazione patrimoniale dell'impresa in termini di liquidità e solidità rispetto all'orizzonte temporale (Lombardi Stocchetti, 2015). Le singole voci di bilancio vengono classificate come segue:

- Attività: divise in attivo circolante (liquidità, crediti, scorte) e attivo fisso (immobili, impianti, attrezzature).
- Passività: distinte tra passività correnti (debiti a breve termine), passività non correnti (debiti a lungo termine), e patrimonio netto.

Questo metodo di classificazione, rappresentato in figura 9.2, facilita la valutazione della liquidità e della capacità di far fronte agli impegni a breve termine, attraverso l'analisi della composizione delle fonti/impieghi e della loro rigidità.



STATO PATRIMONIALE FINANZIARIO			
<b>CAPITALE CIRCOLANTE (C)</b>	<b>Capitale Fisso (F)</b>	<b>Patrimonio Netto (N)</b>	<b>CAPITALE PERMANENTE (N+P)</b> <b>CAPITALE DI TERZI (P+p)</b>
	<b>Disponibilità non Liquide (D)</b>		
	<b>Liquidità Differite (L)</b>	<b>Passività Correnti (p)</b>	
	<b>Liquidità immediate (I)</b>		
	<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>CAPITALE ACQUISITO</b>	

Figura 9.2: Esempificazione Stato Patrimoniale riclassificato secondo il metodo finanziario. Fonte: Elaborazione propria.

Il metodo del valore aggiunto per il Conto Economico si concentra invece sull'analisi dei costi e dei ricavi, ponendo l'accento sulla creazione di valore da parte dell'azienda (Lombardi Stocchetti, 2015). In questo approccio, il conto economico viene riclassificato per evidenziare:

- Ricavi totali: ovvero l'ammontare totale delle vendite.
- Costi operativi: le spese sostenute per la produzione e la vendita.
- Valore aggiunto: rappresentato dalla differenza tra ricavi e costi esterni e indica la capacità dell'impresa di generare profitto.

Questo metodo, rappresentato in figura 9.3, fornisce una visione più chiara della performance economica, evidenziando l'efficacia nella gestione delle risorse.

## CONTO ECONOMICO A VALORE DELLA PRODUZIONE E A VALORE AGGIUNTO

Ricavi operativi
+/- Variazione delle rimanenze
- Costi esterni (materie prime, semilavorati e servizi, ...)
<b>= Valore Aggiunto</b>
- Costi per il personale
<b>= EBITDA (o Margine Operativo Lordo, MOL)</b>
- Costi non monetari (ammortamenti, accantonamenti, svalutazioni)
<b>= EBIT (o Reddito Operativo)</b>
<b>+/- Risultato gestione accessoria (o atipica)</b>
+ Proventi da attività finanziarie
- Oneri finanziari
<b>+/- Risultato gestione straordinaria</b>
<b>= Risultato ante imposte</b>
- Imposte sul reddito
<b>= Utile di esercizio</b>

*Figura 9.3: Esempificazione Conto Economico riclassificato secondo il metodo del valore della produzione e del valore aggiunto. Fonte: Elaborazione Propria.*

Dopo aver riclassificato i due principali schemi di bilancio (Stato Patrimoniale e Conto Economico) si può procedere al calcolo degli indici di bilancio, nel seguente modo (Ferrero et.al., 2006):

- Indicatori della Struttura Patrimoniale (composizione delle fonti/impieghi)
  - Rigidità degli impieghi (%): è dato dal rapporto tra l'attivo immobilizzato e il totale degli impieghi e indica la flessibilità dell'impresa nel rispondere a variazioni di mercato e necessità di liquidità impreviste, può assumere valori minori o uguali a 1. E quando si avvicina a 1 indica che l'impresa è rigida e ha difficoltà a rispondere a cambiamenti imprevisti.
  - Elasticità degli impieghi (%): è dato dal capitale circolante (investimenti entro i 12 mesi) in rapporto al capitale investito (cioè il totale degli investimenti), può assumere valori minori o uguali a 1. E quando si avvicina a uno indica che l'impresa è elastica e riesce ad adattarsi a cambiamenti imprevisti.
  - Liquidità degli impieghi (%): è dato dalla liquidità immediata più quella differita in rapporto al capitale investito, e rappresenta la facilità con cui gli investimenti possono essere convertiti in liquidità.

- Rigidità delle fonti (%): è il rapporto tra patrimonio netto più le passività consolidate e capitale investito, rappresenta perciò il grado di copertura finanziaria tramite capitale proprio e i debiti a lungo termine.
  - Elasticità delle fonti (%): è il rapporto tra passività correnti capitale investito, ed è utile per comprendere la composizione delle fonti ed evidenziare tensioni finanziarie.
  - Grado di dipendenza finanziaria (indebitamento) (%): calcolato come rapporto tra passività consolidate più passività correnti e capitale investito, rappresenta quanto l'impresa dipende da fonti di terzi.
  - Grado di indipendenza finanziaria (%): è il rapporto tra patrimonio netto e capitale investito, rappresenta la copertura degli impieghi con solo le fonti proprie.
  - Solidità del patrimonio netto: è dato dal rapporto tra il totale del patrimonio netto (N) e il capitale sociale (n), mettendo in risalto le riserve e gli utili sul capitale sociale, può assumere i seguenti valori: *i*) inferiore a zero, passivo scoperto, *ii*) uguale a zero, non ci sono riserve e il patrimonio netto(N) deve essere ricostituito, *iii*) maggiore di zero, ma con  $N < n$ , occorre ricapitalizzare ed infine *iv*) maggiore o uguale a 1, si parla di solidità patrimoniale.
- Indicatori della Situazione Finanziaria
    - Margine di Struttura: è la differenza tra il patrimonio netto e il capitale fisso, rappresenta la capacità di copertura delle immobilizzazioni con i mezzi propri.
    - Margine di Capitale Circolante Netto (CCN): è calcolato come capitale circolante meno le passività correnti, e rappresenta la capacità di far fronte agli impegni finanziari con le risorse disponibili.
    - Margine di Tesoreria: calcolato come somma delle liquidità differite più le liquidità immediate meno le passività correnti, segnala la presenza di eventuali tensioni finanziarie di breve periodo (valore  $< 0$ )
    - Auto-copertura del capitale fisso: è dato dal rapporto tra il patrimonio netto e il capitale fisso, ed indica il concorso del capitale proprio alla copertura finanziaria dei fabbisogni per investimenti a lungo termine.
    - Indice di disponibilità: è dato dal rapporto tra il capitale circolante e le passività correnti, indica l'attitudine dell'impresa a soddisfare gli impegni finanziari a breve.

- Indice di liquidità: calcolato come il rapporto tra le liquidità differite più le liquidità immediate e le passività correnti, indica l'attitudine dell'impresa a soddisfare gli impegni finanziari a breve mediante il capitale liquido o facilmente liquidabile.
- Rotazione del capitale investito: è il rapporto tra i ricavi di vendita e il capitale investito, indica quale è il ricavo medio per unità di investimento e di conseguenza è una misura della mobilità degli investimenti.
- Indicatori di Redditività
  - ROI (Return on Investment): è il rapporto tra l'utile operativo e il capitale investito operativo, e rappresenta la misura la redditività degli investimenti effettuati.
  - ROS, Return on Sales (%): indica la redditività delle vendite, calcolato come rapporto tra utile operativo e fatturato.
  - ROE, Return on Equity (%): indica la redditività del capitale proprio, calcolato come rapporto tra utile netto e patrimonio netto.
  - Incidenza gestione extra caratteristica (%): rappresenta la percentuale di risultati derivanti da attività non ordinarie rispetto all'utile netto.
  - Onerosità media dei debiti ( $i$ ), in percentuale (%): indica il costo medio dei debiti, calcolato come rapporto tra gli interessi passivi e il totale dei debiti.
  - Aliquota fiscale media (%): rappresenta l'aliquota fiscale effettiva applicata sugli utili, calcolata come rapporto tra imposta sul reddito e reddito prima delle imposte.
  - Differenziale ( $ROI - i$ ), in percentuale (%): misura la redditività degli investimenti al netto dei costi di finanziamento, utile per valutare la capacità dell'azienda di generare valore.

L'analisi finanziaria, attraverso la riclassificazione del bilancio e il calcolo di indicatori specifici, fornisce una visione dettagliata delle condizioni dell'impresa, approfondite e commentate nella fase successiva.

### **9.1.5 Fase 5: Valutazione della Condizione Aziendale**

In questa fase si procede alla valutazione della condizione aziendale, facendo il sunto dell'analisi precedente e dando un giudizio sulle scelte strategiche intraprese, sull'innovazione attuata nel sistema-impresa e la sua posizione nel mercato, ed infine valutando gli indicatori di

situazione patrimoniale, finanziaria ed economica. Definendo la condizione (stabilità/crescita, declino, crisi o insolvenza) e identificando le eventuali aree su cui intervenire.

Sulla base del risultato della valutazione si può passare alla fase 6, ovvero quella direttamente successiva, qualora il risultato fosse stabilità/crescita o declino, così da implementare gli indicatori di performance atti alla prevenzione della crisi, mentre qualora a seguito dell'analisi dovesse emergere che la condizione di crisi o, peggio, di insolvenza è già in atto si può passare direttamente alla fase successiva titolata per l'appunto Gestione della crisi.

#### **9.1.6 Fase 6: Implementazione strumenti di prevenzione della crisi**

In questa fase vengono implementati strumenti di performance management, al fine di monitorare le performance aziendali e prevenire la crisi d'impresa e l'insolvenza di quest'ultima. I modelli di performance management consigliati sono la Piramide Smart, il Prisma delle Performance e lo Skandia Navigator per una valutazione multidimensionale della performance (vedi *supra* par. 5.3), congiuntamente all'introduzione di KPI specifici per ogni impresa.

#### **9.1.7 Fase 7: Gestione della Crisi (Solo se Applicabile)**

Questa fase è da applicare solo in caso di impresa soggetta alla condizione di crisi o di insolvenza, e ha l'obiettivo di far riflettere sugli strumenti giuridici per la gestione della crisi e dell'insolvenza forniti in questo caso dall'ordinamento italiano, ma in futuro estendibile ad altre nazionalità giuridiche.

Si propone un riassunto (figura 9.4) dei principali strumenti giuridici forniti dalla normativa italiana (cfr *supra* cap. 7), come:

- Accordi in esecuzione di piani attestati di risanamento: sono strumenti di natura stragiudiziale che consentono all'impresa di risanare la propria condizione finanziaria attraverso un piano attestato da un professionista indipendente.
- Accordi di ristrutturazione dei debiti: consistono in una rinegoziazione dei debiti direttamente con i relativi creditori, concordando un piano di ristrutturazione del debito, per esempio effettuando una dilazione dei pagamenti o la riduzione dei debiti, favorendo la continuità aziendale.
- Concordato preventivo: rappresenta una procedura che permette all'impresa in crisi di proporre un piano di ristrutturazione o liquidazione dei beni ai creditori, evitando così la liquidazione giudiziale, e nel caso specifico del concordato con continuità aziendale (cfr. *supra* sottopar. 7.2.1), permette appunto di garantire la continuità aziendale.

- Liquidazione giudiziale: rappresenta la procedura concorsuale ordinaria applicabile alle imprese commerciali insolventi, che mira a liquidare il patrimonio aziendale per distribuire il ricavato tra i creditori.
- Amministrazione straordinaria: è una procedura amministrativa specifica per le grandi imprese insolventi, con l'obiettivo di risanare l'impresa e salvaguardare i posti di lavoro.

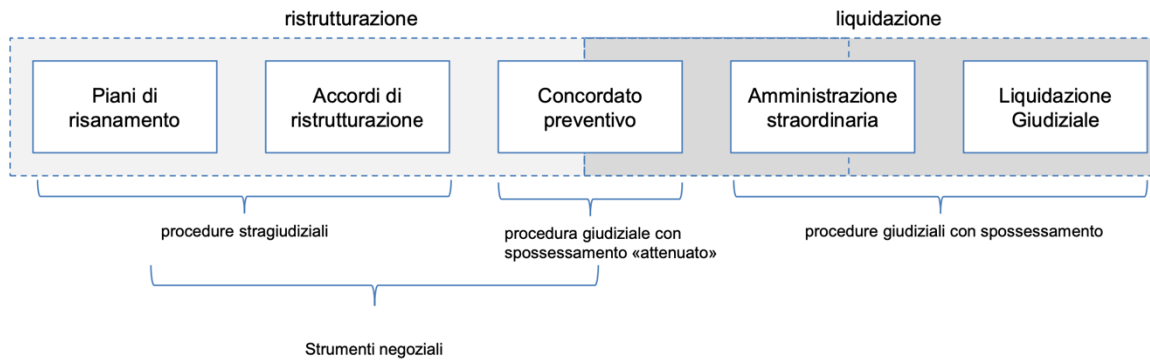


Figura 9.4: Schema strumenti giuridici previsti dall'ordinamento italiano. Fonte: (2023) *Il Concordato Preventivo*. Available at: [https://management.web.uniroma1.it/sites/default/files/Il concordato preventivo \(1\).pdf](https://management.web.uniroma1.it/sites/default/files/Il%20concordato%20preventivo%20(1).pdf) (Accessed: 21 October 2024).

### 9.1.8 Fase 8: Conclusioni e valutazione complessiva

Questa fase rappresenta l'ultimo passaggio del framework proposto e consiste nel fornire una valutazione finale sulla gestione dell'impresa, suggerendo miglioramenti basati sui risultati dell'analisi, cercando di esprimere un parere il più oggettivo possibile basato sui modelli di analisi proposti, veri e propri capisaldi della letteratura economico-aziendale, congiuntamente all'utilizzo di strumenti innovativi proposti per la prima volta nell'ambito di questa dissertazione. La valutazione finale evidenzierà inoltre gli elementi di causa-effetto delle dinamiche aziendali, siano esse di crescita, stabilità, declino o crisi.

## CAPITOLO 10: APPLICAZIONE DEL FRAMEWORK DI ANALISI ALLA BORSALINO E FRATELLO S.P.A.

In questo capitolo si applicherà il framework di analisi definito precedentemente al caso studio Borsalino e fratello S.p.a. così da analizzare nel dettaglio la sua evoluzione e le cause che portarono al declino di questa icona italiana. Come detto nel capitolo precedente il framework proposto è molto completo, e quindi non è sempre applicabile integralmente, ed in vero anche in questo caso parte dell'analisi quantitativa sarà limitata a specifici orizzonti temporali, a causa di dati non sempre presenti. Per l'analisi la fonte di dati principale è rappresentata dall'archivio storico della Borsalino e Fratello S.p.A. accessibile solo su richiesta presso la biblioteca civica del comune di Alessandria, in Piemonte. I dati contabili raccolti si estendono su un orizzonte temporale compreso tra il 1942 e il 1981, con alcuni esercizi sociali mancanti; infatti, a causa del dissesto idrogeologico che colpì la città di Alessandria nel 1994<sup>79</sup>, molti documenti non sono ad oggi più accessibili. Inoltre, dopo gli anni '80 l'azienda cambiò numerose volte proprietà, finendo in un turbinio di ricomposizioni societarie, rendendo difficile l'analisi con il rischio di ottenere risultati fuorvianti, ed in vero proprio per i motivi testé descritti non si terrà conto di questo periodo di transizione, che si conclude con il fallimento dell'impresa e che quindi strategicamente è integrabile come immutata prosecuzione del periodo di declino. Le altre due principali fonti di dati sono: il libro intitolato *Borsalino: La vera storia del cappello più famoso del mondo* (Ballerino, 2018) e l'articolo accademico intitolato *Parabole aziendali e innovazione comunicativa. La storia del cappellificio Borsalino* (Bianchi, 2014), i quali sono stati utilizzati per l'analisi di contesto e per corretta la definizione del sistema-impresa, in questo caso congiuntamente ai documenti dell'archivio storico *Borsalino*, come articoli di giornale dell'epoca, inserti pubblicitari e i documenti contabili citati pocanzi (Archivio Storico della Borsalino, 2007).

L'ultima premessa che è doveroso fare prima di intraprendere l'analisi e l'applicazione del framework è la seguente: i dati contabili raccolti sono di epoche temporalmente molto distanti tra loro, per fare un esempio gli schemi di bilancio utilizzati nel 1940, sono molto meno analitici rispetto a quelli del 1980, anch'essi molto distanti dagli attuali schemi di bilancio. Di conseguenza nell'applicazione della metodologia di analisi si è cercato di adattare il più possibile i dati materialmente ottenibili al framework di analisi, sebbene con qualche inevitabile

---

<sup>79</sup> Nel 1994 le province di Alessandria, Asti, Torino e Cuneo, furono colpite da un violento dissesto idrogeologico, che ha avuto la sua epifania con una disastrosa alluvione, a seguito dell'esonazione dei fiumi Po e Tanaro, congiuntamente ai loro molteplici affluenti.

limitazione. A questo punto ci si potrebbe chiedere perché la metodologia di analisi non sia stata definita specificatamente per l'analisi del caso studio preso in oggetto, ed in vero si sarebbe potuto adattare il framework al caso studio specifico, invece che fare l'opposto, ma questo sembrava agli occhi di chi scrive una limitazione ancor maggiore, dacché la metodologia non sarebbe più stata generalizzabile e applicabile ad una pluralità di aziende, riducendo di molto il valore aggiunto della presente dissertazione, che consiste nel fornire un framework utilizzabile anche per ricerche future e di conseguenza si è scelto di procedere in questo modo: creare un framework il più completo e rigoroso possibile, con la consapevolezza che perlomeno in caso di analisi storiche, ovvero di imprese la cui evoluzione si articola su un orizzonte temporale molto vasto, sia necessario adattare il framework con qualche piccola limitazione, ma garantendo una corretta analisi in tutti gli altri casi.

## **10.1 Analisi storica e contestuale**

Per quanto riguarda l'analisi storica si rimanda alla descrizione approfondita fornita nel capitolo 8 della presente dissertazione e qui riassunta ponendo gli accenti sulle tematiche rilevanti ai fini dell'analisi aziendale e dell'applicazione del framework. Di seguito vengono articolati i principali momenti rilevanti per l'impresa evidenziando i rapporti di causa effetto tra il conteso economico-sociale e l'evoluzione industriale dell'impresa:

- Data di fondazione dell'impresa nel 1857: Giuseppe Borsalino fonda ad Alessandria il famoso cappellificio, in quel periodo Alessandria era un centro economico molto importante per il tessuto economico italiano, che è opportuno ricordare all'epoca era attraversato da moti risorgimentali culminati poi nell'unificazione dell'Italia nel 1861, inoltre il periodo è quello della prima rivoluzione industriale, con una classe borghese in continua espansione, e di conseguenza il settore dei cappelli di lusso era in forte crescita. Giuseppe Borsalino poi aveva lavorato alla Maison Berteil di Parigi, apprendendo tutte le tecniche avanzate di lavorazione dei cappelli; inoltre durante quel periodo, ebbe un'epifania sull'evoluzione futura del settore: Parigi era all'epoca più sviluppata e rappresentava un precursore sulle tendenze, specialmente nel settore tessile e dell'alta moda, Borsalino intuì così le potenzialità del settore dei cappelli.
- Premi e riconoscimenti: i) nel 1867 l'impresa ottenne la menzione onorevole all'Esposizione universale di Parigi, ii) la medaglia di prima classe all'esposizione dell'Industria di Torino nel 1868 e iii) la medaglia d'oro all'Esposizione Universale del Guatemala nel 1897; questi premi e



riconoscimenti congiuntamente all'eccezionale qualità dei copricapi realizzati con materiali di primissima qualità come il pelo di coniglio, garantirono una costante crescita e la consacrazione a icona di stile e del lusso a livello internazionale.

- Nel 1900 ci fu il primo passaggio generazionale, la gestione passò a Teresio Borsalino, figlio di Giuseppe, questo evento fu contrassegnato da una diatriba familiare, sfociata nella fondazione di un'impresa concorrente da parte del cugino di Teresio, Giovanni Battista Borsalino, che sentendosi escluso sempre più dall'azienda di famiglia decise di avviare una dura lotta concorrenziale, basata tra le altre cose su numerose iniziative pubblicitarie. Questa rivalità finì nel 1937, quando la storica impresa Borsalino, oggetto di questa analisi, acquisì la concorrente G.B. Borsalino fu Lazzaro & C, tuttavia è innegabile che da questa lotta l'impresa ne uscì disorientata, e perse di vista i mutamenti economico sociali, in questo lungo periodo l'impresa ha attraversato gravi crisi economiche e geopolitiche, come la Prima Guerra Mondiale.
- Nel 1942 ci furono alcuni ricambi generazionali culminati con il passaggio dell'intera gestione societaria a Teresio Usuelli, il quale ereditò l'impresa in un periodo molto particolare, ovvero durante la Seconda Guerra Mondiale, ed in vero lo stabilimento di Alessandria fu colpito dai bombardamenti. Teresio riuscì a ricostruire lo stabilimento ma perse di vista i mutamenti sociali e di conseguenza nella moda, avvenuti nel dopo guerra: un po' per motivi pratici i cappelli erano scomodi nelle auto, sempre più diffuse, e non servivano più e poi nella nuova generazione si era instillata una voglia di libertà culminata poi nei moti studenteschi del 1968, e simboleggiata dai capelli al vento, aborrendo quindi l'uso del copricapo.
- Il terzo passaggio generazionale è avvenuto negli anni '80: il nuovo direttore Vittorio Vaccarino fu incaricato di ristrutturare l'impresa, ma non ci riuscì, compiendo scelte che, con il senno di poi, si sono rivelate deleterie, come chiudere lo stabilimento storico di Corso Cento Cannoni, facendo perdere lo status di icona intramontabile all'impresa, ed investire nella produzione di accessori per sfruttare la forza del Brand Borsalino, ma senza una vera strategia.
- Negli anni '90 iniziò un turbinio di ricomposizioni societarie e passaggi di proprietà della storica impresa che continuò fino all'inizio del nuovo secolo, quando nel 2006 per la prima volta il fondo Haeres Equita, decise di intervenire,

anche se in vero questo intervento non riuscì da solo a risollevarle le sorti dell'impresa che dichiarò fallimento nel 2017.

- Nel 2018 sempre Haeres Equita, rilevò, questa volta, integralmente la società, evitando così la liquidazione e dando vita ad una nuova era della Borsalino e congiuntamente generando un nuovo ciclo di vita dell'impresa.

L'analisi storica e contestuale della Borsalino e Fratello S.p.A. evidenzia i rapporti di causa-effetto, utili ad una migliore comprensione del ciclo di vita dell'impresa, che verrà definito nelle fasi successive. L'inquadramento storico è infatti fondamentale per capire il contesto e definire meglio il sistema-impresa nella sua globalità.

## **10.2 Definizione del sistema-impresa**

In questa fase verrà definito il sistema-impresa della Borsalino e Fratello S.p.A. (di seguito denominata Borsalino) sulla base dei dati storici raccolti, come documenti contabili e manifesti pubblicitari (Archivio Storico della Borsalino, 2007) e dell'analisi storica descritta da Ballerino (2018), occorre infatti precisare che trattandosi di un'analisi con un orizzonte temporale molto ampio, alcune informazioni non sono state esplicitate direttamente dall'impresa, ma sono state dedotte da chi scrive, sulla base però delle suddette fonti storiche accreditate.

Fatta questa premessa possiamo definire la vision e la mission dell'impresa, per comprendere gli obiettivi dell'impresa (vision) e la loro implementazione (mission). La vision dell'azienda era quella di creare un brand forte e riconoscibile in tutto il mondo, sinonimo di stile, eleganza e raffinatezza. Per raggiungere questo obiettivo, la mission dell'azienda si focalizzava sulla produzione di cappelli di altissima qualità.

Il prossimo passo è l'identificazione dei principali stakeholder, ovvero i precipui attori interni ed esterni che hanno o possono avere avuto un'influenza sulla Borsalino, e sono rispettivamente:

- Azionisti e Management: sono i oggetti con il massimo potere e la massima influenza sull'impresa, in quanto prendono le decisioni strategiche, è importante ricordare che la proprietà (azionisti) e il management sono stati a lungo soggetti a sovrapposizione, come tipicamente avviene nelle imprese familiari.
- Dipendenti: hanno un interesse e potere limitato, ma nel caso della Borsalino hanno rappresentato un ruolo di estrema rilevanza, dobbiamo ricordare che la

produzione per quanto automatizzata, è sempre rimasta artigianale, e anzi questo è stato da sempre un motivo di vanto e sinonimo di eccellenza del lusso.

- Fornitori di materiali: i fornitori di materiali per la Borsalino sono stati di fondamentale importanza e hanno avuto un potere contrattuale maggiore rispetto alla media, in quanto i materiali utilizzati erano frutto di produzioni molto specializzate, come il feltro di coniglio australiano.
- Clienti: i clienti possono essere suddivisi in consumatori (rappresentati da clienti individuali, facenti parte dell'élite socioeconomica) e rivenditori (ovvero boutique di alta moda).
- Concorrenti: possiamo individuare due gruppi distinti di concorrenti: i) i produttori artigianali di cappelli di lusso, come l'inglese Lock & Co Hatters e la statunitense Stetson, oppure tutte le aziende manifatturiere rientranti nel settore dell'alta moda, che nel corso degli anni hanno ridotto fortemente la loro specializzazione, iniziando a produrre molti prodotti diversi, e che proprio per questo sono riusciti a sopravvivere e a rinnovarsi adeguandosi ai cambiamenti nella moda e nei gusti dei consumatori, ne sono degli esempi la francese Hermès e l'italiana Gucci.
- Comunità locali: per la Borsalino la comunità locale ha rappresentato da sempre una sfera di influenza molto importante; infatti, l'azienda ha da sempre contribuito allo sviluppo della comunità in cui l'impresa operava, ed in particolare sono numerose le opere benefiche a favore della città di Alessandria, come: il finanziamento della costruzione della rete fognaria e dell'acquedotto della città, il sostegno di istituti di assistenza sociale, per l'impegno nel settore sanitario, in particolare nella lotta contro la tubercolosi, ed infine finanziò la costruzione di un sanatorio per le classi meno abbienti.
- Media e influencer: la pubblicità e gli influencer (all'epoca rappresentati dalle figure degli Ambassador e dei Testimonial) sono stati fondamentali per la crescita dell'impresa e per la consacrazione del Brand a icona del lusso e della moda.

Dopo aver descritto i principali stakeholder si può procedere all'applicazione del modello delle 5 forze di Porter, in modo da esplicitare la competitività e le dinamiche dell'impresa e del settore in cui opera.

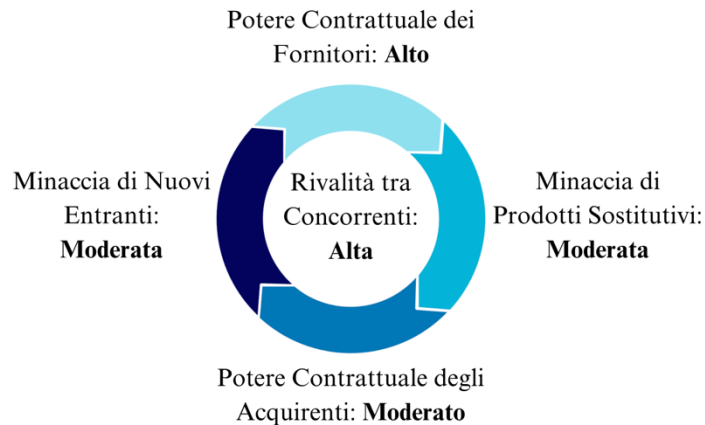
1. Minaccia di nuovi entranti: risulta essere moderata, il settore dell'alta moda è difficile da penetrare, in quanto i costi di entrata sono alti e poi la necessità di una solida reputazione rende difficoltosa l'entrata nel breve periodo.
2. Potere contrattuale dei fornitori: per la Borsalino è Alto, in quanto i materiali utilizzati sono di altissima qualità e provengono da fornitori specializzati, come il feltro realizzato in pelo di coniglio e poi i macchinari, come la follatrice Coq<sup>80</sup>, hanno reso l'azienda vulnerabile alle fluttuazioni economiche globali, tanto che con la svalutazione della sterlina<sup>81</sup> nel 1931 l'impresa subì delle perdite.
3. Potere contrattuale dei clienti: anche in questo caso il potere contrattuale non è basso in quanto i clienti di fascia alta, membri della borghesia e dell'élite possono avere aspettative molto alte sulla qualità e sul design, inoltre possono generare una certa influenza sul trend della Moda. Tuttavia, sono disposti a pagare prezzi molto alti e questo abbassa il loro potere contrattuale, che quindi può essere definito moderato.
4. Minaccia di prodotti sostitutivi: risulta essere moderata, dacché i cappelli potrebbero essere sostituiti da altri accessori di lusso, che rappresentano quindi lo stesso status symbol, come occhiali orologi e borse, ma che comunque hanno una funzione diversa; perciò, chi compra un cappello per la sua c.d. forma-funzione continuerà a comprarlo.
5. Rivalità tra concorrenti: è molto alta, poiché il mercato degli accessori di lusso è altamente competitivo, e di conseguenza anche la nicchia di mercato rappresentata dai cappelli di lusso. Sono molteplici i concorrenti che si sfidano attraverso azioni di marketing, anche operative come la pubblicità e i product placement<sup>82</sup>.

---

<sup>80</sup> La follatrice è un macchinario meccanico utilizzato per lavorare il feltro, rendendolo compatto, morbido e impermeabile effettuando la c.d. follatura.

<sup>81</sup> Nel 1931 il Governo britannico decise di abbandonare la convertibilità in oro della sterlina e questo ne causò una violenta svalutazione.

<sup>82</sup> Il product placement è una forma di pubblicità indiretta che consiste nel posizionare il prodotto da promuovere all'interno di film, programma televisivi e ogni altra forma di comunicazione video.



*Figura 10.1: Rappresentazione grafica del Modello delle 5 forze di Porter applicato alla Borsalino e Fratello S.p.A. Fonte: Elaborazione Propria*

Per quanto riguarda la definizione dell'organigramma aziendale, trattandosi di un'analisi storica, si dovrebbe procedere analizzando l'evoluzione di quest'ultimo, ma risulterebbe molto difficile per la mancanza di dati. Possiamo però identificare le figure chiave che si sono susseguite: Giuseppe Borsalino e suo fratello Lazzaro (i fondatori), Teresio Borsalino e suo cugino Giovanni Battista Borsalino (primo passaggio generazionale), Teresio Uselli (secondo passaggio generazionale), Vittorio Vaccarino (terzo ed ultimo passaggio generazionale) ed in fine Philippe Camperio (alla guida della rinascita del brand Borsalino).

Possiamo inoltre identificare i conflitti che si sono susseguiti, come per esempio quello tra Teresio Borsalino e suo cugino Giovanni Battista, che portò alla fondazione di una società concorrente, creando disorientamento. Mentre invece seguendo il modello teorico (Principale-Agente) possiamo evidenziare come la dispersione della proprietà durante l'evoluzione aziendale ha ridotto sempre più gli incentivi; infatti, se inizialmente la proprietà e il management erano fortemente sovrapposti, con il passare del tempo questa condizione è mutata.

A questo punto occorre identificare il settore di appartenenza e identificare il suo ciclo di vita: la Borsalino ha da sempre operato nel settore del lusso e dell'alta Moda, operando in una particolare nicchia di mercato, identificabile nell'industria o settore degli accessori di lusso.

In vero il settore dell'azienda è poi identificabile come un ulteriore sotto-segmento ancora, ovvero quello dei cappelli di lusso, di cui di seguito si offrirà la rappresentazione grafica del ciclo di vita (figura 10.2).

Per rappresentare il ciclo di vita del settore, dacché molti dati sulle vendite dei cappelli non sono presenti, né in archivi storici, né in ricerche di mercato e studi di settore, si è deciso di basarsi su fonti bibliografiche come libri che descrivono l'andamento storico della Moda e

dell'abbigliamento (Hughes, 2020) congiuntamente ad analisi di mercato odierne (Modor Intelligence, 2023), andando ad identificare il trend stimato, che di conseguenza non rappresenta le vendite in termini di unità, ma l'andamento stimato del settore.

## Ciclo di Vita del Settore dei Cappelli di Lusso

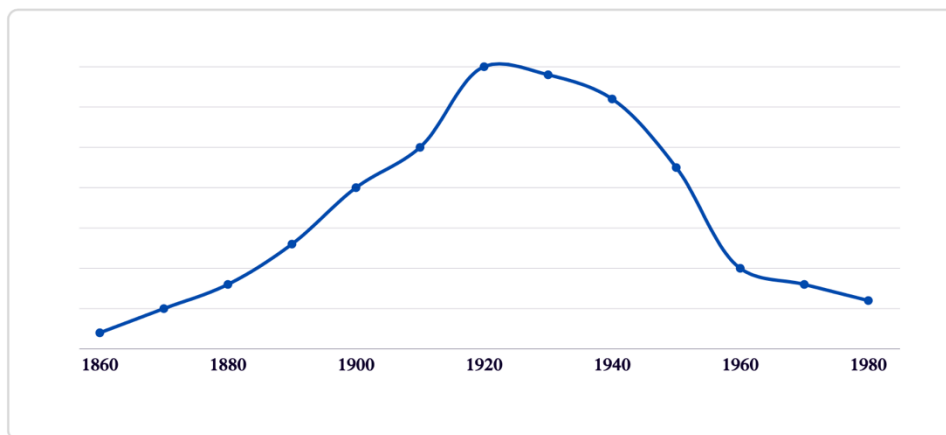


Figura 10.3: Rappresentazione Grafica del Ciclo di Vita del Settore dei Cappelli di Lusso. Fonte: elaborazione propria.

### 10.3 Definizione del Ciclo di Vita dell'Impresa

Per definire il ciclo di vita della Borsalino e Fratello S.p.A. sono stati utilizzati i dati contabili dell'archivio storico interno alla biblioteca civica del comune di Alessandria (Archivio Storico della Borsalino, 2007), utilizzando come dimensione l'utile netto invece dei ricavi, a causa della difficoltà di recuperare i dati per alcuni esercizi sociali. I dati ottenuti sono poi stati convertiti da Lire ad Euro ed espressi a valore costante su base 2015, rappresentando così il potere d'acquisto equivalente, e tenendo perciò conto dell'inflazione. Per fare ciò è stato utilizzato il convertitore messo a disposizione dal Sole24Ore (Tremolada, 2016). Il grafico risultante (figura 10.4) rappresenta quindi il Ciclo di Vita dell'Impresa Borsalino, rappresentato mediante le variazioni dell'utile netto rispetto all'anno precedente, ed in particolare le variazioni positive sono rappresentate di colore blu, mentre le variazioni negative di colore arancione.

## Ciclo di Vita della Borsalino e Fratello S.p.A.

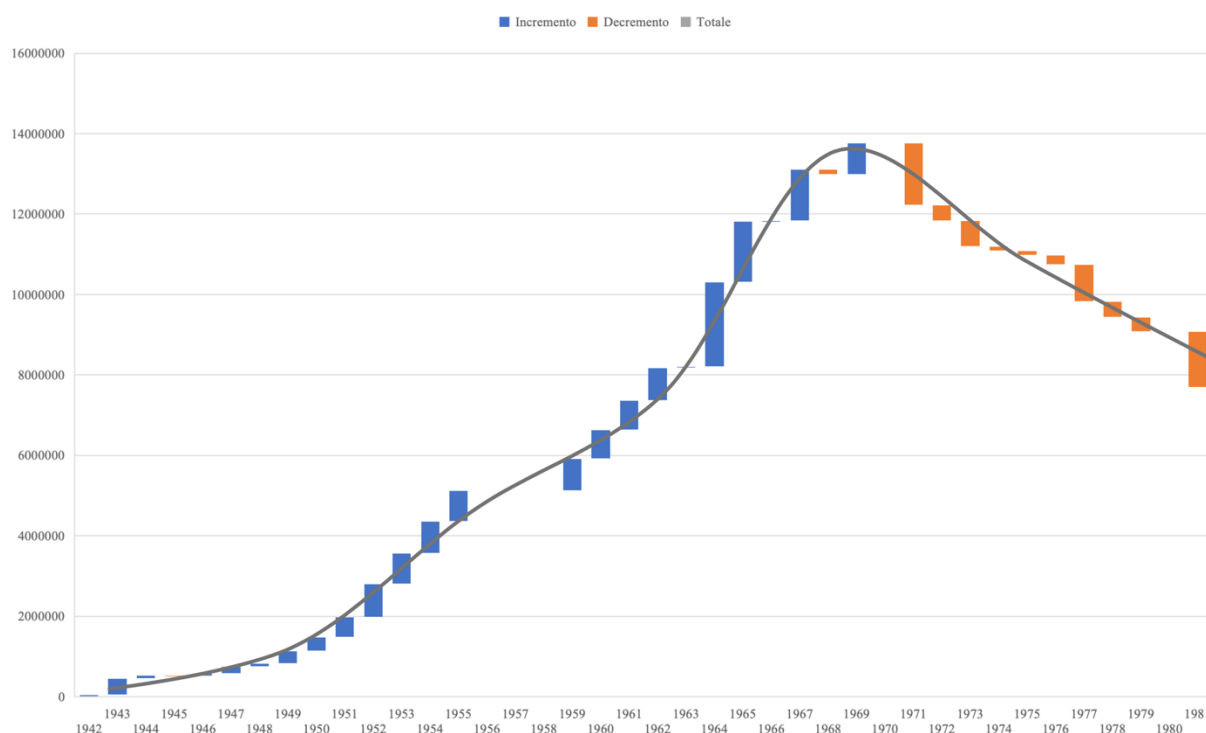


Figura 10.4: Rappresentazione grafica Ciclo di Vita della Borsalino e Fratello S.p.A. Fonte: Elaborazione Propria.

Dal grafico possiamo notare come l'impresa ha continuato a crescere fino a metà degli anni '60, per poi stabilizzarsi e rimanere nella fase di maturità per alcuni anni, in particolare dal 1964 al 1969, anno in cui è iniziato il declino. È importante sottolineare che, sebbene il grafico possa fuorviare e indurre a pensare che l'introduzione dell'impresa sia avvenuta nel 1942, ciò non corrisponde alla realtà, in quanto la Borsalino è stata fondata nel 1857. Questa percezione è dovuto al fatto che, in quegli anni, l'impresa ha subito fortemente le conseguenze economiche e sociali della Seconda Guerra Mondiale, riducendo fortemente lo sviluppo dell'impresa e generando una sorta di rinascita immediatamente successiva.

## 10.4 Analisi per Esercizio Sociale

Grazie al grafico del Ciclo di Vita dell'Impresa definito nella fase precedente è stato possibile identificare 3 Esercizi Sociali fondamentali, di cui di seguito si fornirà un'approfondita analisi. In particolare, si prenderà in esame il bilancio di esercizio del 1953 (fase di crescita), del 1962 (fase di crescita/maturità), del 1973 (fase di declino).

### 10.4.1 Analisi delle Strategie Aziendali

Verranno identificate per ogni anno preso in analisi le strategie competitive, offrendo una misura del vantaggio competitivo che ne rappresenti anche la sua evoluzione. Per fare questo useremo il modello della catena del valore e due degli indicatori consigliati nel framework proposto (vedi *supra* cap.9), ed in particolare il ROI (Return on Investment) e il valore della voce *brevetti* nello schema di bilancio riclassificato per misurare l'innovazione aziendale. Per quanto riguarda la Catena del Valore, essa non ha subito cambiamenti significativi nel corso del periodo oggetto di analisi, in quanto sono state aperte altre società in aree geografiche anche molto distanti, come l'apertura della Borsalino Inc. negli Stati Uniti, ma senza modificare la struttura delle attività, in sostanza non ci sono state iniziative di verticalizzazione né a valle (integrando i distributori) né a monte (integrando i fornitori); in vero è stata avviata una società atta alla produzione di Feltro, ma questo processo comunque avveniva già all'interno della struttura e della società principale. Possiamo perciò identificare a descrivere l'evoluzione delle seguenti attività Primarie e di Supporto:

- Attività Primarie:
  - Logistica in entrata: Borsalino ha sempre ricercato materie prime di alta qualità, affidandosi a partner specializzati e affidabili per la fornitura di pelo di coniglio/lepre e tessuti grezzi in lana da lavorare per ottenere il feltro con cui produrre i cappelli. Questo da un lato garantisce ai prodotti un'eccellente qualità, ma dall'altro fa aumentare il potere contrattuale dei fornitori.
  - Progettazione e Produzione: la produzione è sempre rimasta artigianale, seppur coadiuvata da macchinari meccanici, in particolare per la lavorazione dei tessuti con cui produrre il feltro. Proprio questo passaggio è sempre stato eseguito internamente seppure per un periodo esternalizzato ad una società controllata. Questo ha garantito un costante controllo qualità in tutte le fasi della lavorazione.



- Logistica in uscita: riguarda la distribuzione dei cappelli finiti ai vari punti vendita e distributori internazionali, con un focus sull'ottimizzazione dei canali di distribuzione, sia da un punto di vista organizzativo, che di gestione del brand, come la scelta di privilegiare boutique monomarca o multibrand, o ancora i flagship store rispetto ai temporary shop.
- Marketing e Commercializzazione: il marketing per tutto il periodo preso in analisi ha cercato un posizionamento premium per il brand, dapprima attraverso l'uso di pubblicità e manifesti pubblicitari realizzati da Artisti e designer e successivamente attraverso l'uso del Product Placement in film Hollywoodiani, che ha consacrato il brand ad icona del lusso e trasformato il cappello Fedora Borsalino in un vero e proprio Status Symbol. Questo da un lato è stato positivo ed ha permesso di raggiungere una clientela d'élite e alto spendente, ma dall'altro ha allontanato i giovani contribuendo anche se in minima parte al declino dell'impresa.
- Servizi al Cliente: l'impresa ha per tutto il periodo garantito un eccellente servizio clienti, offrendo supporto per la manutenzione dei copricapi e consigli per la cura self-made del prodotto, contribuendo così anche lo status di prodotto di lusso.
- Attività di Supporto:
  - Infrastruttura direzionale: la strategia aziendale non ha subito notevoli cambiamenti, nonostante i ricambi generazionali che si sono susseguiti in questo orizzonte temporale. In vero negli anni '80 ci fu la decisione di provare ad innovare ampliando la linea di prodotti offerti, ma per il resto della gestione la strategia è rimasta invariata e basata sulla focalizzazione.
  - Gestione delle Risorse Umane: per l'intero periodo la gestione delle risorse umane è stata per Borsalino un punto di forza, attraverso la valorizzazione dell'artigianato e offrendo notevoli benefit per attrarre i migliori talenti dell'epoca, tanto da poter essere definita un'impresa

pioniera in questo ambito, in quanto alcune iniziative intraprese rientrerebbero nei c.d. Global Goals<sup>83</sup>.

- Sviluppo Tecnologico: lo sviluppo tecnologico c'è stato inizialmente con l'introduzione dell'impresa stessa e il design del primo cappello Fedora, mentre in seguito si evidenziano solo alcune innovazioni di innovazione di processo, attraverso l'introduzione di macchinari automatizzati per coadiuvare la produzione artigianale.
- Approvvigionamenti: sono basati su contratti di fornitura per materiali di alta qualità. I fornitori sono molteplici ed è sempre presente una preferenza di collaborazione con fornitori locali, così da controllare meglio la gestione degli approvvigionamenti e creare valore aggiunto per la comunità.

Da questa analisi emerge come il vantaggio competitivo per la Borsalino nasce principalmente dai seguenti fattori: i) la strategia di focalizzazione in una nicchia di mercato, rappresentata dai cappelli di lusso, ii) l'uso di materiali di primissima qualità lavorati artigianalmente ed in fine iii) su un design diventato iconico che ha permesso la differenziazione del Brand rispetto ai competitor.

Per tutto il periodo i cambiamenti strategici sono stati minimali e hanno causato un'erosione del vantaggio competitivo, come dimostrato dall'andamento decrescente del ROI: 4,80% (anno 1953), 4,69% (anno 1962) e -0,31% (anno 1973). Inoltre, anche la voce delle immobilizzazioni immateriali ed in particolare la sottovoce Brevetti è rimasta invariata per i tre anni oggetto dell'analisi, e pari a 1.000.000 di lire. In vero in tabella 10.1 possiamo vedere che la voce diminuisce, ma questo è dovuto alla conversione in euro e alla svalutazione a seguito dell'inflazione, occorre poi precisare che la voce Brevetti nei documenti contabili dell'epoca conteneva anche parte dell'Avviamento.

#### **10.4.2 Analisi PESTEL dell'Ambiente Esterno**

Il prossimo passo è applicare l'analisi PESTEL (tabella 10.1), con la quale è possibile esplicitare i mutamenti avvenuti nell'ambiente esterno e il modo in cui hanno influenzato l'evoluzione dell'impresa. Nel 1953, per esempio, l'ambiente economico era caratterizzato da una forte crescita, favorita dagli aiuti del piano Marshall, inoltre le normative erano poco

---

<sup>83</sup> I Global Goals, noti anche come Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs), sono 17 obiettivi definiti dalle Nazioni Unite nel 2015 nell'ambito della c.d. Agenda 2030.

stingenti e facilitavano lo sviluppo economico e tecnologico-industriale, sebbene occorra citare il clima di tensione della c.d. Guerra fredda che ebbe certamente un'influenza rilevante. Nel 1962, invece, si assiste ad un notevole cambiamento nella moda giovanile, ispirata da un'idea di libertà e che ha avuto il suo apice in Italia con i moti studenteschi del 1968; aumentano poi le richieste di diritti e tutele sindacali, e il cappello inizia ad essere percepito come un simbolo del passato che deve quindi essere superato. Inoltre se da un lato l'economia italiana vive il c.d. Boom Economico, dall'altro lato i costi iniziano ad aumentare così come la competizione. In fine il 1973, ovvero l'anno della famosa crisi petrolifera, segna definitivamente il cambiamento nei gusti dei consumatori: i cappelli vengono ora visti come un accessorio superfluo e superato, e in un contesto di crisi economica le vendite diminuiscono rapidamente. Da un punto di vista tecnologico, si osserva una fase di stagnazione, con l'arrivo delle innovazioni tecnologiche solo nel decennio successivo

Tabella 10.1: Analisi PESTEL per i tre esercizi oggetto dell'analisi. Fonte: Elaborazione Propria.

	POLITICO	ECONOMICO	SOCIALE	TECNOLOGICO	ENVIRONMENTAL	LEGALE
<b>1953</b>	- Ricostruzione post-bellica - Aiuti dal Piano Marshall - Guerra Fredda	- Ripresa economica - Crescita industriale - Aumento dei salari	- Popolarità dei cappelli - Interesse per abiti eleganti - I cappelli sono uno status	- Produzione principalmente artigianale - Prime innovazioni Industriali	- Tematiche ambientali non rilevanti	- Normative sul lavoro in miglioramento
<b>1962</b>	- Stabilità politica - Ruolo crescente dei sindacati	- Boom economico - Aumento dei consumi - Crescita del c.d. "Made in Italy"	- Cambiamenti nella moda giovanile - Maggior diversificazione dei prodotti	- Innovazioni nell'industria tessile - Automazione in aumento	- Emergono le prime preoccupazioni ambientali	- Tutele sindacali migliorate
<b>1973</b>	- Tensioni sociali e politiche - Anni di piombo	- Crisi petrolifera - Aumento dell'inflazione - Riduzione dei consumi	- Calo nell'uso dei cappelli - Popolarità del casual outfit - Rifiuto della moda tradizionale	- Rallentamento nell'adozione di nuove tecnologie	- Inizio normative contro l'inquinamento	- Nuove normative ambientali e sulla sicurezza sul lavoro

### 10.4.3 Sintesi strategica con l'Analisi SWOT

Dopo aver completato l'analisi PESTEL, si procede con l'identificazione dei punti di forza dell'impresa e delle sue debolezze (ambiente interno), confrontatoli con le opportunità e le minacce (ambiente esterno), attraverso una valutazione di sintesi con l'Analisi SWOT (tabella 10.2). A seguito dell'analisi possiamo immediatamente notare come i punti di forza e di debolezza siano rimasti pressoché invariati negli anni: i metodi di produzione sono rimasti artigianali e non vi è stata alcuna evoluzione tecnologica significativa. Di conseguenza i principali punti di forza dell'impresa continuano per tutto il periodo a risiedere nella qualità dei prodotti, nella reputazione del brand e nella crescente valorizzazione del Made in Italy. Tuttavia, sembra che l'impresa non abbia prestato sufficiente attenzione né alle opportunità né alle minacce dell'ambiente esterno. Infatti, i cambiamenti nella moda giovanile, che avevano iniziato a manifestarsi già nel 1962, non sono stati recepiti e sfruttati adeguatamente.

Tabella 10.2: Analisi SWOT per i tre esercizi oggetto dell'analisi. Fonte: Elaborazione Propria.

	<b>Punti di Forza (Strengths)</b>	<b>Punti di Debolezza (Weaknesses)</b>	<b>Opportunità (Opportunities)</b>	<b>Minacce (Threats)</b>
<b>1953</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reputazione alta per gli standard di qualità e tradizione</li> <li>- Famoso marchio italiano</li> <li>- Produzione artigianale riconosciuta a livello globale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dipendenza da metodi artigianali</li> <li>- Limitata innovazione tecnologica nella produzione</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Crescita dei consumi post-bellica</li> <li>- Interesse per i prodotti di lusso</li> <li>- Mercato in espansione</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Concorrenza internazionale</li> <li>- Incertezze politiche e guerra fredda</li> </ul>
<b>1962</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Forte immagine del Made in Italy</li> <li>- Design apprezzato per qualità e stile</li> <li>- Crescita in Italia e all'estero</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Difficoltà ad adattarsi ai nuovi gusti dei giovani</li> <li>- Possibile dipendenza dal mercato maschile</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Espansione internazionale</li> <li>- Boom economico</li> <li>- Interesse per i prodotti di qualità italiana</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cambiamento nella moda giovanile</li> <li>- Concorrenza crescente, sia in Italia che all'estero</li> </ul>
<b>1973</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Marchio storico e di forte identità</li> <li>- Alta qualità e artigianato</li> <li>- Clientela fidelizzata tra adulti e professionisti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dipendenza da metodi di produzione tradizionali</li> <li>- Minore appeal per la gioventù</li> <li>- Costi di produzione elevati</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mercati esteri non colpiti dalla crisi</li> <li>- Maggiore consapevolezza del valore del Made in Italy</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Crisi economica globale</li> <li>- Calo della domanda di beni di lusso</li> <li>- Aumento di concorrenza casual e della moda informale</li> </ul>
	<b>Ambiente Interno</b>		<b>Ambiente Esterno</b>	

#### 10.4.4 Analisi Finanziaria

Il prossimo passo è effettuare l'analisi finanziaria e come descritto nel Framework (vedi *supra* cap. 9) si riclassificherà lo Stato Patrimoniale secondo il Metodo Finanziario e il Conto Economico con il metodo del Valore Aggiunto, per ogni esercizio e poi si calcoleranno i principali indici di bilancio.

Come anticipato i documenti contabili dell'epoca sono molto diversi da quelli attuali, e questo ha creato alcune incongruenze che devono essere segnalate, i ricavi per tutti i tre esercizi vengono indicati al netto del costo delle materie prime, nei documenti recuperati dall'archivio storico (Archivio Storico della Borsalino, 2007), vengono indicati con la voce Utile Lordo (Ricavi al netto del costo delle materie prime), il costo del lavoro invece in alcuni casi era integrato in un'unica voce denominata spese generali, al cui interno erano incluse anche le imposte. In ogni caso l'analisi è proseguita e di seguito si rappresenta lo Stato Patrimoniale riclassificato per i tre esercizi sociali oggetti di analisi (Tabelle 10.2 e 10.3), così come il Conto Economico (Tabella 10.4). I valori espressi in Lire nei documenti contabili dell'epoca sono stati convertiti, anche in questo caso, in euro tenendo conto del potere d'acquisto equivalente all'anno 2015, tramite il tool reso disponibile dal Sole24Ore (Tremolada, 2016).

<b>Borsalino e Fratello S.p.A.</b>					
<b>Stato Patrimoniale (Attivo) Riclassificato</b>					
<b>Raggruppamento</b>		<b>Contenuto</b>	<b>1973</b>	<b>1962</b>	<b>1953</b>
<b>F- Capitale Fisso</b>	Immobilizzazioni Immateriali	Immobilizzazioni immateriali Brevetti	7.586,80 €	12.562,35 €	16.444,30 €
	<b>TOTALE</b>		7.586,80 €	12.562,35 €	16.444,30 €
	Immobilizzazioni materiali	Immobili Civili	589.699,48 €	976.433,72 €	1.278.169,17 €
		Fabbricati Industriali	5.179.924,23 €	8.450.064,23 €	10.044.904,68 €
		Macchinari	14.963.831,87 €	17.943.720,50 €	17.779.287,48 €
		-Fondo amm.ti (compreso di svalutazione monetaria)	- 17.399.038,39 €	- 23.313.408,75 €	- 21.903.804,32€
		Mobilio	0,01 €	0,01 €	0,02 €
<b>TOTALE</b>			3.334.417,20 €	4.056.809,71 €	7.198.557,03 €

	Immobilizzazioni finanziarie	Immobilizzazioni finanziarie			
		Partecipazioni Azionarie	2.037.037,77 €	1.257.239,91 €	499.051,54 €
		Depositi a cauzione	10.621,52 €	10.301,13 €	20.062,04 €
		C/ Provvisori a regolare		306.609,26 €	109.341,16 €
		Titoli industriali	2.230.859,14 €	3.007.246,13 €	
	<b>TOTALE</b>		4.278.518,43 €	4.581.396,43 €	628.454,74 €
<b>TOTALE</b>			7.620.522,43 €	8.650.768,49 €	7.843.456,07 €
<b>C - Capitale circolante</b>	D - Disponibilità non liquide	Rimanenze	10.818.441,86 €	20.245.053,06 €	25.516.857,73 €
		Titoli di stato e obbligazioni	26.553,81 €	30.608,10 €	151.743,04 €
		-Fondo amm.ti (rivalutazione monetaria merci)			- 8.197.329,54 €
		<b>TOTALE</b>	10.844.995,67 €	20.275.661,16 €	17.471.271,23 €
	L - Liquidità differite	Crediti	9.634.587,14 €	13.228.131,99 €	6.605.595,42 €
		Ina c/versamenti	28.851,16 €	885.243,20 €	62.534,51 €
	<b>TOTALE</b>	9.663.438,30 €	14.113.375,19 €	6.668.129,93 €	
	I - Liquidità immediate	Disponibilità liquide			
		Cassa	12.624,94 €	20.914,87 €	180.211,68 €
	<b>TOTALE</b>		12.624,94 €	20.914,87 €	180.211,68 €
<b>TOTALE</b>		20.521.058,91 €	34.409.951,22 €	24.319.612,84 €	
<b>TOTALE</b>		28.141.581,34 €	43.060.719,71 €	32.163.068,91 €	

Tabella 10.3: Stato Patrimoniale (Attivo) Riclassificato con il Metodo Finanziario. Fonte: Elaborazione Propria.

# Borsalino e Fratello S.p.A.

## Stato Patrimoniale (Passivo) Riclassificato

Raggruppamento	Contenuto	1973	1962	1953
<b>N - Patrimonio Netto</b>	Patrimonio Netto			
	Capitale Sociale	12.897.565,94 €	21.355.993,74 €	6.577.719,02 €
	Riserva Ordinaria	2.579.513,19 €	4.271.198,75 €	443.996,04 €
	Riserva Straordinaria	1.593.228,73 €	854.239,75 €	378.218,84 €
	Fondo Rischi e altre riserve	701.834,84 €	1.490.630,60 €	11.220.557,86 €
	Utile Netto(perdita)	75.636,27 €	769.317,78 €	767.982,85 €
	<b>TOTALE</b>	<b>17.696.506,43 €</b>	<b>28.741.380,62 €</b>	<b>19.388.474,60 €</b>
<b>P - Passività consolidate</b>	Fondo Indennità Licenziamento	5.855.252,34 €	5.003.706,16 €	4.003.682,60 €
	Prestito Obbligazionario	614.531,08 €	5.170.662,96 €	2.394.289,73 €
	<b>TOTALE</b>	<b>6.469.783,42 €</b>	<b>10.174.369,12 €</b>	<b>6.397.972,33 €</b>
<b>p - Passività correnti</b>	Debiti entro 12 mesi	3.100.688,49 €	2.409.921,11 €	5.721.380,25 €
	Ratei e Risconti passivi	835.130,32 €	1.418.138,48 €	525.838,53 €
	Depositi a Cauzione	10.621,52 €	10.301,12 €	20.062,04 €
	Creditori per c/provvisori a regolare			109.341,16 €
	Fidejussioni		306.609,26 €	
	Indennità licenziamento	28.851,16 €		
	<b>TOTALE</b>	<b>3.975.291,49 €</b>	<b>4.144.969,97 €</b>	<b>6.376.621,98 €</b>
<b>TOTALE</b>	<b>28.141.581,34 €</b>	<b>43.060.719,71 €</b>	<b>32.163.068,91 €</b>	

Tabella 10.4: Stato Patrimoniale (Passivo) Riclassificato con il Metodo Finanziario. Fonte: Elaborazione Propria.

# Borsalino e Fratello S.p.A.

## Conto Economico Riclassificato

	1973		1962		1953	
	VAL Ass.	%	VAL Ass.	%	VAL Ass.	%
<b>Valore della produzione</b>						
Ricavi di vendita al netto del costo delle materie prime	1.073.558,43 €	22,01%	4.878.185,49 €	100,00%	6.645.525,76 €	100,00%
Variazione rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, finiti e semilavorati						
Altri ricavi e proventi						
<b>Valore della produzione effettuata</b>	1.073.558,43 €	22,01%	4.878.185,49 €	100,00%	6.645.525,76 €	100,00%
<b>COSTI ESTERNI</b>		0,00%		0,00%		
Materie Prime						
Spese generali	183.149,62 €	3,75%	1.874.749,80 €	38,43%	3.607.346,20 €	54,28%
Variazione rimanenze materie prime						
Costi per servizi						
Costo per godimento beni di terzi						
Altri oneri tipici esterni						
<b>- TOTALE COSTI ESTERNI</b>	183.149,62 €	3,75%	1.874.749,80 €	38,43%	3.607.346,20 €	54,28%
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	890.408,81 €	18,25%	3.003.435,69 €	61,57%	3.038.179,56 €	45,72%
- Costo del lavoro	977.945,75 €				475.355,08 €	7,15%
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO</b>	- 87.536,94 €	-1,79%	3.003.435,69 €	61,57%	2.562.824,48 €	38,56%
- Ammortamenti e Svalutazioni			669.598,34 €		1.492.780,44 €	22,46%
- Accantonamenti			314.058,73 €			
<b>REDDITO OPERATIVO</b>	- 87.536,94 €	-1,79%	2.019.778,62 €	41,40%	1.070.044,04 €	16,10%
<b>+ RISULTATO GESTIONE</b>						



<b>ACCESSORIA (O ATIPICA)</b>						
<b>GESTIONE FINANZIARIA</b>						
Proventi finanziari	16.810,67 €	0,34%	357.630,03 €	7,33%	48.006,87 €	0,72%
Oneri finanziari	- 35.179,98 €	-0,72%	- 368.704,03 €	-7,56%	- 400.202,42 €	-6,02%
<b>+ RISULTATO GESTIONE FINANZIARIA</b>	- 18.369,31 €	-0,38%	- 11.074,00 €	-0,23%	- 352.195,55 €	-5,30%
<b>RISULTATO GESTIONE CORRENTE</b>	- 105.906,25 €	-2,17%	2.008.704,62 €	41,18%	717.848,49 €	10,80%
<b>GESTIONE STRAORDINARIA</b>						
Plusvalenze da alienazione						
Sopravvenienze attive	30.269,98 €	0,62%	38.867,41 €	0,80%	50.134,35 €	0,75%
Sopravvenienze passive			- 116.878,70 €			
Minusvalenze da alienazione						
<b>+ RISULTATO GESTIONE STRAORDINARIA</b>	30.269,98 €	0,62%	- 78.011,29 €	-1,60%	50.134,35 €	0,75%
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	- 75.636,27 €	-1,55%	1.930.693,33 €	39,58%	767.982,84 €	11,56%
- Imposte sul reddito			1.161.375,53 €			
<b>RISULTATO NETTO D'ESERCIZIO</b>	- 75.636,27 €	-1,55%	<b>769.317,80 €</b>	15,77%	<b>767.982,84 €</b>	11,56%

Tabella 10.5: Conto Economico Riclassificato con il Metodo del Valore Aggiunto. Fonte: Elaborazione Propria.

Successivamente sono stati calcolati gli indicatori di struttura Patrimoniale/Finanziaria (tabella 10.6), gli indicatori di Situazione Finanziaria (tabella 10.7) ed in fine gli indicatori di redditività (tabella 10.8), occorre precisare che si è scelto di non calcolare due indicatori: il ROS (Return on Sale) e il Tasso di Rotazione del Capitale Investito, in quanto necessitano del valore dei ricavi per procedere al calcolo corretto, e suddetto valore non era presente singolarmente nei documenti presenti in archivio (Archivio Storico della Borsalino, 2007) ed inseriti in Appendice E, bensì si trovava già al netto del costo delle materie prime sotto la denominazione *Utile Lordo* dal quale poi venivano sottratti gli altri costi sotto la voce spese generali.

<b>Indicatori di struttura patrimoniale/finanziaria</b>	<b>Formula</b>	<b>Anno 1973</b>	<b>Anno 1962</b>	<b>Anno 1953</b>
<b>Composizione degli impieghi</b>				
Rigidità degli investimenti	F/K	27,08%	20,09%	24,39%
Elasticità degli investimenti	C/K	72,92%	79,91%	75,61%
Liquidità degli investimenti	(L+I)/K	34,38%	32,82%	21,29%
<b>Composizione delle fonti</b>				
Rigidità delle fonti	(N+P)/K	85,87%	90,37%	80,17%
Elasticità delle fonti	p/K	14,13%	9,63%	19,83%
Grado di indebitamento	(P+p)/K	37,12%	37,12%	39,72%
Indipendenza finanziaria	N/K	62,88%	66,75%	60,28%
Solidità del patrimonio netto	N/n	1,37	1,35	2,95

Tabella 20.6: Indicatori di Struttura Patrimoniale/Finanziaria. Fonti: Elaborazione Propria.

<b>Indicatori di situazione finanziaria</b>	<b>Formula</b>	<b>Anno 1973</b>	<b>Anno 1962</b>	<b>Anno 1953</b>
Margine di Struttura	N-F	10.075.984,00 €	20.090.612,13 €	11.545.018,53 €
Capitale Circolante Netto(CCN)	C-p	16.545.767,43 €	30.264.981,24 €	17.942.990,86 €
Margine di Tesoreria	(L+I)-p	5.700.771,76 €	9.989.320,08 €	471.719,63 €
Autocopertura del capitale fisso	N/F	2,32	3,32	2,47
Indice di disponibilità	C/p	5,16	8,30	3,81
Indice di liquidità	(L+I)/p	2,43	3,41	1,07
Rotazione del Capitale Investito	V/K	N/D	N/D	N/D

Tabella 10.7: Indicatori di situazione Finanziaria. Fonte: Elaborazione Propria.

<b>Indicatori di Redditività</b>	<b>Formula</b>	<b>Anno 1973</b>	<b>Anno 1962</b>	<b>Anno 1953</b>
ROI (Return on Investment)	Ro/Ko	-0,31%	4,69%	3,33%
ROS (Return on Sales)	Ro/V	N/D	N/D	N/D
Rotazione del capitale investito	V/K	N/D	N/D	N/D
ROE (Return on Equity)	Rn/N	-0,43%	2,68%	3,96%
Grado di indebitamento	K/N	1,59	1,50	1,66
Incidenza gestioni extra caratteristiche	Rn/Ro	86%	38%	72%
Onerosità media dei debiti (i)	of/(P+p)	0,34%	2,57%	3,13%
Aliquota fiscale media	Imposta sul reddito/Reddito prima delle imposte	N/D	60,15%	N/D
Differenziale (ROI-i)	ROI-i	-0,65%	2,12%	1,67%

Tabella 10.8: Indicatori di redditività. Fonte: Elaborazione Propria.

È opportuno notare che, per l'anno 1962, il differenziale (ROI-i) è positivo e pari a 2,12%. Tuttavia il ROE è inferiore al ROI, questa condizione atipica è dovuta sia alle approssimazioni fatte durante la rielaborazione dei documenti raccolti, sia al fatto che l'azienda nel 1962 utilizzava una quota di capitale proprio significativamente maggiore rispetto al capitale di terzi, come rappresentato dal grado di indipendenza finanziaria pari al 66,75%.

## 10.5 Valutazione della Condizione Aziendale

A seguito dell'approfondita analisi effettuata precedentemente, emerge chiaramente come nel 1973 la situazione della Borsalino e Fratello S.p.A. mostri segni di significativa difficoltà sia sul piano finanziario ed economico che su quello strategico e manageriale, rispecchiando una fase di declino.

Gli indicatori finanziari evidenziano una struttura delle fonti con una rigidità crescente, la quale limita la capacità di adattamento dell'impresa e la sua flessibilità nel rispondere ai cambiamenti di mercato, aumentando così la dipendenza dell'impresa da fonti di finanziamento esterne, ed in vero l'indipendenza finanziaria è calata rispetto agli esercizi precedenti, passando dal 66,75% al 62,88%, segnalando un crescente disequilibrio tra fonti interne ed esterne.

Questo disequilibrio si riflette poi anche sulla gestione della liquidità: l'indice di disponibilità è diminuito rispetto agli esercizi precedenti, seppur mantenendosi su livelli accettabili, ed in particolare assume nel 1973 il valore di 5,16, inoltre anche il capitale circolante netto si è quasi dimezzato tra il 1962 e il 1973, raggiungendo il valore di 16.545.767,43 €.

Inoltre, dal punto di vista della redditività, i dati confermano la gravità della situazione, con un indicatore ROI che scende da un già modesto 4,69% (1962) ad un valore negativo, pari a -0,31% nel 1973. Di conseguenza anche il differenziale tra ROI e onerosità media dei debiti decresce e raggiunge nel 1973 un valore negativo di -0,65% a fronte di una diminuzione della onerosità media dei debiti che ha quindi avuto un impatto positivo sul suddetto indice.

Questo indicatore evidenzia come l'impresa non sia più in grado di coprire i costi del debito con i profitti operativi, rendendo di fatto non sostenibile la continuità aziendale nel lungo periodo.

Anche da un punto di vista strategico la situazione non è migliore: nel 1973 il declino della popolarità del cappello è ormai assodato, i cambiamenti sociali e culturali dell'epoca hanno contribuito all'affermarsi di una moda più casual, riducendo la domanda di cappelli. Tuttavia, l'impresa sembra non aver interpretato i mutamenti avvenuti nell'ambiente esterno, in quanto le strategie sono rimaste invariate, e basate su prestigio del brand e sull'artigianalità del prodotto. Questo approccio ha però aggravato la situazione, poiché non solo ha impedito una riduzione dei costi, ma ha anche esposto la Borsalino ai rincari generati dalla crisi petrolifera, rendendo da un lato i suoi prodotti sempre più costosi e inaccessibili e dall'altro riducendo i margini di profitto, come evidenziato dall'analisi di redditività.

I risultati finanziari negativi del 1973 sono poi stati accentuati da una totale assenza di diversificazione, innovazione e dall'estrema focalizzazione su un prodotto in declino.

In sintesi, la Borsalino si trova nel 1973 in una situazione di stallo strategico e di vulnerabilità economico-finanziaria. I rischi di una crisi sono molteplici e possono essere identificati: *i*) nella gestione del passaggio generazionale, *ii*) nell'inefficienza produttiva e nel conseguente aumento dei costi, *iii*) nella mancanza di innovazione e nella totale focalizzazione su una sola linea di prodotto, *iv*) nel già evidente squilibrio finanziario che si trasformerà presto in uno squilibrio patrimoniale ed in fine anche se in minima parte da una *v*) situazione sociopolitica non rosea, aggravata dalla crisi petrolifera.

In questo contesto, la stabilità avrebbe potuto essere recuperata puntando: su una maggiore efficienza produttiva, abbandonando parte dei processi artigianali, senza diminuire la qualità complessiva del prodotto, e cercando di espandersi in nuovi mercati e sottosettori dell'alta moda, come la sartoria di lusso e gli accessori, sfruttando la forza del brand già consolidato. A queste azioni sarebbe stato poi utile affiancare strumenti di performance management per guidare le scelte strategiche e gestire in modo più efficace il periodo di declino.

Nel paragrafo successivo (vedi *infra* par. 10.6) verrà quindi proposta, solo a fini accademici, una possibile applicazione di performance management atto alla prevenzione della crisi e al ripristino della stabilità aziendale, mentre nel paragrafo 10.7 si offrirà una panoramica sugli strumenti disponibili all'epoca nell'ordinamento italiano per la risoluzione della crisi d'impresa.

## 10.6 Implementazione Strumenti di Prevenzione della Crisi

Come anticipato in questo paragrafo si offrirà una possibile applicazione di performance management, applicando i framework della Piramide Smart di Lynch e Cross, del Prisma delle Performance e dello Skandia Navigator alla Borsalino e Fratello S.p.A.

### 10.6.1 Piramide SMART (Modello di Lynch e Cross)

La piramide SMART è suddivisa in 10 dimensioni raggruppate nei seguenti 4 livelli fondamentali:

1. Livello 1: Obiettivi a lungo termine
  - a. Obiettivo strategico di crescita e stabilità del marchio:
    - i. Mantenere la quota di mercato come leader nel settore dei cappelli di lusso e ampliare le prospettive di interesse su nuovi mercati.
    - ii. Concentrarsi sulla qualità per mantenere la reputazione del brand.
2. Livello 2: Dimensioni di successo di mercato
  - a. Customer Satisfaction:
    - i. Alta, grazie alla reputazione del marchio e alla clientela d'élite (finanza, borghesia, politica e celebrità).
  - b. Flessibilità e innovazione:
    - i. Innovazione bassa: la voce brevetti è rimasta invariata, indicando poca attività di ricerca e sviluppo.
    - ii. Produzione artigianale e lead time lunghi sono un tratto distintivo e sinonimo di qualità, ma comportano limitata flessibilità operativa.
  - c. Qualità del prodotto:
    - i. Tasso di difettosità molto basso, supportato da controlli qualità rigorosi e processi produttivi accurati.
3. Livello 3: Dimensioni della performance aziendale interna
  - a. Efficienza nella gestione dei costi:
    - i. Margine EBITDA negativo di -87.536,94 €, che richiede attenzione per la gestione operativa.
    - ii. Costo unitario di produzione stimato a circa 140 € per cappello.
  - b. Utilizzo delle risorse:
    - i. Numero di dipendenti: 585, che supportano un modello di produzione artigianale.

- ii. Buona soddisfazione dei dipendenti, indicativa di un ambiente positivo e di una cultura aziendale responsabile.
  - c. Capacità produttiva e flessibilità interna:
    - i. Volume di produzione: 478.367 cappelli all'anno.
    - ii. Lead time: 7 settimane per i cappelli in feltro e fino a 6 mesi per quelli in paglia, che indicano una produzione di qualità ma con limitata velocità.
- 4. Livello 4: Misurazioni operative specifiche
  - a. Controllo del processo e riduzione degli scarti:
    - i. Presunto basso tasso di difettosità, a conferma di un controllo qualità rigoroso.
  - b. Tempo di ciclo produttivo:
    - i. Produzione artigianale e passaggi manuali intensivi (oltre 50 per i cappelli in feltro) contribuiscono alla qualità, ma allungano i tempi.
  - c. Flessibilità operativa:
    - i. Bassa capacità di adattamento alla domanda, data la natura della produzione artigianale e le competenze altamente specializzate richieste.

## 10.6.2 Skandia Navigator

Il modello dello Skandia Navigator si basa su cinque elementi chiave che contribuiscono a definire il quadro completo delle performance aziendali, articolati come segue:

- Capitale Finanziario
  - Fatturato Netto: 1.073.558,43 € (al netto del costo delle materie prime).
  - Margine EBITDA: -87.536,94 € (indicativo di difficoltà economico-finanziarie).
  - Rapporto debito/capitale proprio: 37,12% (indica una leva finanziaria moderata).
- Capitale Cliente
  - Customer Satisfaction: presumibilmente Alta, grazie alla reputazione del brand Borsalino come icona del lusso.
  - Segmentazione dei clienti: clienti d'élite (finanza, borghesia, politica, celebrità) con alta propensione alla spesa.
- Capitale Umano
  - Numero di dipendenti: 585.
  - Soddisfazione del personale: positiva, in quanto riflettente l'impegno dell'azienda verso il sociale e il benessere dei dipendenti.
  - Turnover del personale: presumibilmente basso.
- Capitale di Processo
  - Produzione:
    - Tempo del ciclo produttivo (lead time): 7 settimane per cappelli in feltro e fino a 6 mesi per cappelli in paglia.
    - Tasso di difettosità: presumibilmente molto basso grazie ai numerosi controlli qualità.
- Capitale di Rinnovamento e Sviluppo
  - Investimenti in Ricerca e Sviluppo: la stabilità della voce brevetti nel bilancio ed in generale delle immobilizzazioni immateriali, ci suggerisce una mancanza di innovazione e di investimenti attivi in nuovi sviluppi, in quanto anche nuove forme e design dei prodotti andrebbero a ricadere in questa macro-voce.



### 10.6.3 Prisma delle Performance

Il Prisma delle Performance scompone la performance aziendale in cinque prospettive di analisi, a cui è associata una domanda che il management deve porsi, di seguito viene articolata la sua applicazione alla Borsalino e fratello S.p.A.:

#### 1. Stakeholder Satisfaction (Chi sono gli stakeholder e cosa desiderano?)

- Clienti: clientela d'élite, composta da politici, attori, e membri dell'alta borghesia, i quali desiderano prodotti di alta qualità, esclusività e un servizio clienti eccellente.
- Dipendenti: hanno aspettative di un ambiente di lavoro positivo e ricco di iniziative sociali atte ad una crescita sostenibile. La loro soddisfazione è generalmente alta grazie ad una cultura aziendale socialmente responsabile, specialmente per l'epoca.
- Fornitori: si aspettano relazioni di lungo termine e una certa stabilità nelle collaborazioni: lealtà e tempestività nei pagamenti sono quindi i valori chiave.
- Investitori: si aspettano stabilità finanziaria e ritorni sugli investimenti, si presumono quindi preoccupazioni riguardo alla redditività a causa del margine EBITDA negativo.

#### 2. Stakeholder Contribution (Cosa l'organizzazione richiede dai suoi stakeholder?)

- Clienti: fedeltà al brand e la disponibilità a pagare un premium price per la qualità e l'immagine dello stesso.
- Dipendenti: impegno e produttività, per massimizzare la qualità dei prodotti e l'efficienza produttiva.
- Fornitori: innovazione e qualità nei materiali, l'impresa richiede fornitori che possano garantire standard elevati di qualità e innovazione nei materiali utilizzati.
- Investitori: investimenti e supporto nella fase di transizione per migliorare la redditività, contribuendo sia con risorse finanziarie che strategiche.

#### 3. Strategies (Quali strategie sono necessarie per soddisfare queste aspettative?)

- Focalizzazione sulla qualità: sviluppare processi e pratiche che garantiscano la massima qualità del prodotto, in modo da soddisfare le aspettative dei clienti di élite.
- Investimenti in marketing e branding: per mantenere alto il posizionamento come leader nel settore dei cappelli di lusso e al contempo aprire nuove prospettive in nuovi mercati.
- Diversificazione dell'offerta: esplorare nuove linee di prodotto, come accessori di lusso o abbigliamento, per ridurre la dipendenza dal mercato tradizionale dei cappelli che come assodato è in declino.
- Formazione e sviluppo del personale: continuare a implementare programmi di formazione continua per migliorare la soddisfazione e la produttività dei dipendenti.

- Collaborazioni con fornitori di alta qualità: stabilire relazioni con nuovi fornitori per garantire l'innovazione e la qualità dei materiali, per ampliare i settori presidiati dall'impresa.

#### 4. Processes (Quali processi sono necessari per implementare tali strategie?)

- Gestione della produzione: ottimizzazione dei processi produttivi per ridurre i lead time, pur mantenendo la qualità del prodotto.
- Formazione dei dipendenti: sviluppo di un programma di formazione per diversificare le competenze dei dipendenti.
- Analisi della customer satisfaction: creazione di sondaggi e feedback per monitorare e migliorare continuamente la soddisfazione dei clienti e anticipare le richieste del mercato.

#### 5. Capabilities (Quali capacità sono necessarie per supportare questi processi?)

- Capacità umane: team qualificato di dipendenti con competenze specifiche nell'artigianato dei cappelli e dell'alta moda che sappia gestire al meglio la produzione.
- Infrastruttura tecnologica: investimenti in tecnologie per migliorare i processi produttivi e la gestione della qualità, così da migliorare l'efficienza e riportare in profitto l'impresa.
- Cultura aziendale: promuovere una cultura aziendale che incoraggi l'innovazione, l'impegno e la responsabilità sociale, in quanto l'Heritage è fondamentale ma va sempre riproposto in chiave contemporanea.
- Rete di fornitori: costruzione di una rete affidabile di fornitori in grado di supportare le esigenze di qualità, innovazione ed espansione in nuovi mercati dell'azienda.

## 10.7 Gestione della Crisi

Negli anni '80, ovvero alla fine del periodo oggetto della presente analisi, la normativa italiana in materia di gestione della crisi d'impresa e dell'insolvenza, costituita prevalentemente dalla legge fallimentare (Regio Decreto n. 267 del 1942), prevedeva una serie di strumenti volti principalmente alla liquidazione dell'impresa insolvente, e in misura minore, alla ristrutturazione; in vero alcuni di questi strumenti non sono poi così dissimili da quelli disponibili attualmente. Di seguito si offre una panoramica degli strumenti giuridici che potevano essere utilizzati dall'impresa:

- Istituto giuridico del Fallimento: la procedura di fallimento era lo strumento principale per trattare l'insolvenza, disciplinata dal Regio Decreto n. 267 del 1942 (la "Legge Fallimentare"), che rimase sostanzialmente invariata fino alle riforme più moderne (vedi *supra* cap 7). La finalità di questa procedura era la liquidazione del patrimonio dell'imprenditore insolvente e la distribuzione del ricavato ai creditori, questo comportava poi lo spossessamento dell'imprenditore e l'impossibilità di amministrare il proprio patrimonio, che veniva trasferito al curatore fallimentare.
- Concordato preventivo: regolato sempre dalla suddetta legge fallimentare, rappresentava all'epoca un tentativo di evitare il fallimento mediante un accordo tra l'impresa in difficoltà e i creditori, consentendo in alcuni casi la continuazione dell'attività aziendale, nella speranza di una futura ripresa, mentre i creditori ottenevano una parziale soddisfazione dei loro crediti. Il debitore doveva presentare una proposta di concordato ai creditori, che poteva prevedere una riduzione o una dilazione del debito, condizionata alla votazione favorevole di una maggioranza di creditori.
- Accordi stragiudiziali: anche se all'epoca non formalizzati dalla normativa come strumento ufficiale, gli accordi stragiudiziali erano frequenti e permettevano, specialmente in situazioni di declino o comunque di crisi iniziale, di rinegoziare i debiti direttamente con i creditori principali, come banche e fornitori, al fine di garantire il risanamento dell'impresa, il quale avveniva mediante una ristrutturazione volontaria del debito, senza ricorrere alle procedure concorsuali. Questi strumenti avevano però alcuni limiti, in quanto non bloccavano le azioni esecutive da parte dei creditori e la loro completa applicazione dipendeva totalmente dalla collaborazione favorevole dei creditori.

## 10.8 Conclusioni e Valutazione Complessiva

Dall'analisi condotta emergono in modo chiaro le dinamiche di crescita, maturità e declino che hanno caratterizzato l'azienda, ed in particolare è evidente il periodo di inizio declino delineato dalla fine degli anni '60 e dell'inizio degli anni '70.

Durante il periodo di crescita, indicativamente fino alla fine degli anni '50, l'impresa ha saputo sfruttare a pieno la sua eccellente reputazione, consolidandola grazie alla qualità dei suoi prodotti e sfruttando la crescente popolarità del c.d. Made in Italy, consacrandosi a icona di stile. Tuttavia, probabilmente a seguito dei molteplici passaggi generazionali è rimasta miope sui mutamenti dell'ambiente esterno: non ha saputo intercettare i cambiamenti socio-economici, che da un lato hanno rivoluzionato il mondo della moda giovanile, causando il declino inevitabile dell'uso del copricapo, e dall'altro hanno causato un aumento dei costi operativi, a seguito di: *i*) tensioni socio-politiche che hanno genato un clima di incertezza in Italia, e *ii*) di una gestione dell'inflazione e del debito pubblico tutt'altro che corretta; questa valutazione in vero poteva anche essere fatta anche all'epoca, in quanto nel Bilancio dell'impresa sono state effettuate delle rivalutazioni a livello contabile a causa della svalutazione della moneta di stato, eppure l'impresa non prese nessuna iniziativa strategica, bensì continuò con la ormai deleteria strategia di focalizzazione in una nicchia di mercato oramai in declino, basata su processi di lavoro artigianali. Ciò ha portato l'impresa già nel 1973 a soffrire di inefficienza operativa, evidenziata dalla redditività decrescente, che ha raggiunto ben presto valori negativi, con la conseguenza di avere nel lungo termine uno squilibrio finanziario-patrimoniale. Anche successivamente l'impresa non ha intrapreso nessuna strategia di prevenzione o di gestione della crisi, in quanto a posteriori sappiamo che la procedura di fallimento è stata avviata solo nel 2017, nonostante il bilancio abbia registrato una perdita di esercizio dal 1970 al 1981.

Anche se non oggetto dell'analisi possiamo ipotizzare che la situazione negli anni seguenti, ovvero dopo la prima vendita, non sia cambiata in quanto le gestioni successive hanno comunque condotto l'impresa al fallimento avvenuto dopo molti anni, come testé scritto. Dal punto di vista della catena del valore, l'assenza di una diversificazione nella produzione e di un rinnovamento dei processi interni ha da un lato mantenuto i costi elevati, senza tuttavia aggiungere valore, e dall'altro ha causato una continua diminuzione del fatturato<sup>84</sup>.

---

<sup>84</sup> Concentrare tutte le risorse aziendali su un unico obiettivo, ovvero mantenere una quota leader ma di un mercato ormai in declino, senza espandere gli obiettivi strategici, causa infatti un'indiretta contrazione del fatturato dell'impresa.

In vero la strategia adottata dalla Borsalino, ovvero quella di sfruttare l'Heritage, è comprensibile, ma questo non significa non innovare, i processi devono sempre essere aggiornati e adattati ai mutamenti dell'ambiente esterno. Questo concetto può essere riassunto con la celebre frase: "Se vogliamo che tutto rimanga come è, bisogna che tutto cambi" (Tomasi di Lampedusa, ed. 2002, p. 25) ed interpretata in modo applicativo dalla Morgan Motor Company; infatti, questo piccolo produttore di auto artigianali ha mantenuto tutto l'Heritage dell'artigianalità del Brand, ma reinventandolo in chiave moderna, e avendo una vera evoluzione tecnologica parallela, collaborando con "partner" all'avanguardia per la fornitura e la realizzazione di auto moderne, ma con il fascino del vintage, ritagliandosi così una nicchia di mercato profittevole.

## CONCLUSIONI GENERALI DELLA DISSERTAZIONE

Nel presente elaborato è stato affrontato il problema della valutazione aziendale, riproponendo in modo innovativo, il framework teorico delle Life-Cycle Theories, e offrendo quindi la loro dimensione applicativa. Il lavoro è stato declinato in tre output differenti ma fortemente integrati fra loro:

I. È stato sviluppato un modello per prevedere i prezzi di chiusura delle azioni quotate nei mercati regolamentati, basato sull'analisi del ciclo di vita dell'impresa e di conseguenza sui flussi di cassa della stessa, distinti nelle tre dimensioni fondamentali e sfruttando i pattern identificati da Dickinson (2011); il modello considera poi come variabili di controllo il tasso di inflazione, i tassi di interesse a breve e il tasso di disoccupazione. Questo approccio di previsione statistica, nuovo nella letteratura accademica, sia per l'uso della variabile del ciclo di vita dell'impresa, utilizzata come sintesi dell'andamento dei flussi di cassa, che per il modello di previsione in sé basato su algoritmi di machine learning, è stato poi implementato in Python, addestrando una rete neurale a 5 neuroni, grazie all'uso della libreria TensorFlow (LSTM) e all'utilizzo congiunto dell'algoritmo Prophet, per la definizione del macrotrend. L'algoritmo risultante, denominato DELFI, crea quindi un dataframe con la fase del ciclo di vita dell'impresa (stimata dallo stesso, come testé descritto), e con i dati delle variabili di controllo; il dataframe è poi utilizzato per addestrare i due modelli (LSTM e Prophet), i quali creano una particolare matrice di coefficienti di regressione, denominata tensore, per ogni variabile, invece che associare ad ognuna un singolo coefficiente scalare, come accade tipicamente. In questo modo il modello può successivamente scegliere per iterazione il coefficiente migliore, ovvero quello che in base all'andamento delle variabili rende la previsione migliore, così da minimizzare l'errore nelle stime dei prezzi di chiusura. L'algoritmo DELFI è stato poi implementato nel cloud gratuito offerto da Streamlit<sup>85</sup> e connesso alla repository GitHub<sup>86</sup> di chi scrive, con l'aggiunta di una interfaccia utente grafica, per renderlo accessibile anche a chi non possiede un background statistico-finanziario.

II. Il secondo output è stata la definizione di una metodologia d'analisi, basata anch'essa sulle Life-Cycle Theories, e che in vero integra in sé l'algoritmo DELFI. Il framework di analisi proposto è stato, suddiviso in fasi sequenziali, applicando concetti associati

---

<sup>85</sup> Streamlit rappresenta una piattaforma cloud online, connessa a GitHub, che permette la condivisione e l'utilizzo diretto di applicativi realizzati in Python.

<sup>86</sup> GitHub è un servizio di hosting per progetti informatici, a cui poi possono essere connesse piattaforme interattive, come Streamlit.

nella letteratura economica e per questo ritenuti affidabili, ma usandoli in modo innovativo, ovvero per ottenere output da utilizzare in modo sistemico come input per le singole fasi successive. Per esempio, il modello già associato del ciclo di vita dell'impresa è stato usato, non tanto per definire l'andamento aziendale in sé, ma per identificare le annualità fondamentali che hanno segnato l'impresa e che meritano di essere approfondite con altri strumenti, integrando in questo modo sia l'analisi qualitativa, che l'analisi quantitativa, con l'unico fine di dare una valutazione aziendale il più completa possibile. Il framework è stato poi integrato con strumenti di crisis management, sia a livello normativo che gestionale, in questo modo la metodologia di analisi è utile sia per analisi ex-post che come ausilio per una gestione proattiva e cosciente dell'impresa.

III. Il framework di analisi proposto con la presente dissertazione è stato poi applicato alla Borsalino e Fratello S.p.A., così da valutarne l'adattabilità pratica e al tempo stesso capire e analizzare le cause che portarono al declino di un'icona di stile italiana. La metodologia di analisi sviluppata in questa dissertazione si è dimostrata uno strumento molto efficace per comprendere le dinamiche aziendali e identificare in modo concreto le strategie per migliorare le performance. Nel caso della Borsalino e Fratello S.p.A. ha evidenziato l'inizio della fase di declino (fine anni '60) e le sue cause, identificabili principalmente nell'incapacità strategica di adattarsi ai mutamenti dell'ambiente esterno, ed in particolare nella difficoltà di intercettare i cambiamenti nei gusti dei consumatori. Il framework ha inoltre evidenziato come la mancanza di innovazione abbia da un lato portato l'impresa a essere leader di un settore in declino, e dall'altro abbia causato una continua perdita di efficienza operativa, evidenziata dall'aumento dei costi di produzione. L'analisi ha poi messo in luce come questa miopia nella visione aziendale sia stata causata dai numerosi passaggi generazionali, non sempre gestiti con lungimiranza, e che hanno reso l'impresa rigida. Il framework ha perciò confermato la tesi alla base di questo elaborato e del pensiero di chi scrive, sottolineando quanto l'innovazione sia cruciale per qualsiasi impresa, indipendentemente dal settore; rimarcando al tempo stesso che innovare non significa necessariamente rinunciare al valore dell'Heritage aziendale, ma anzi, una visione moderna può valorizzare e rafforzare l'identità storica di un marchio.

## RINGRAZIAMENTI

Giunti alla conclusione dell'elaborato e del percorso di studi di chi scrive, pare doveroso ringraziare chi ha reso possibile tutto ciò, con l'ambizione e la speranza che questo traguardo non rappresenti una fine definitiva della vita accademica, ma che tutt'altro segni nuovi e promettenti inizi. Desidero anzitutto ringraziare la Prof. ssa Bruno per il costante sostegno e supporto concessomi durante la stesura dell'elaborato, il Prof. Ambrosini per aver fatto nascere in me la passione per il crisis management, e il Prof. Chiesi per aver alimentato il mio interesse per la finanza. In vero le passioni di chi scrive spaziano rasentando l'apice dell'ecclettismo, non solo in termini di materie accademiche, ma in ogni altro ambito della vita. Tuttavia, si è citato il crisis management non a caso, infatti vorrei far riflettere su una considerazione forse tanto amara quanto vera: oltre alle imprese anche gli esseri umani nel corso della loro esistenza devono affrontare delle crisi, per le più svariate motivazioni, e saper gestire queste situazioni critiche probabilmente rappresenta il vantaggio competitivo principe della vita umana. Proprio per questo motivo voglio ringraziare tutta la mia famiglia, intesa nel senso più ampio possibile, e alla quale dedico il presente elaborato, per avermi dato gli strumenti necessari ad affrontare e gestire sapientemente ogni situazione. In particolare, desidero ringraziare i miei genitori per l'educazione e l'istruzione impartitami e per avermi appoggiato nella scelta del percorso di studi, insegnandomi che come diceva Hemingway, essere il migliore non significa essere meglio di qualcun'altro, ma significa semplicemente essere ogni giorno migliore del precedente. Desidero inoltre ringraziare mio fratello per aver allietato ogni mia giornata e per i suoi ottimi consigli, che da *Buon Ingegnere* non può far a meno di dispensare; ringrazio poi mia zia e mia nonna per aver sempre creduto in me, facendomi sentire valorizzato, ed in fine tutti i miei parenti, che anche se non cito direttamente, hanno reso l'ambiente familiare degno di essere vissuto. In fine voglio ringraziare i miei amici, per avermi fatto divertire in ogni contesto della mia vita, e parafrasando Shakespeare tutti gli altri attori, che ho incontrato nella più grande commedia di tutti i tempi, chiamata: *Vita*; poiché tutti loro hanno in qualche modo influenzato e trasformato gli esiti delle mie scelte e con esse il mio futuro.

Filippo Cavanna



## BIBLIOGRAFIA

- Aaker, D.A. (2001) *Strategic Market Management*, 6th edn. Hoboken, NJ: Wiley.
- Abernathy, W.J. & Utterback, J.M. (1975) A dynamic model of process and product innovation, *Omega*, 3(6), pp. 639-656.
- Achleitner, A.K., Schraml, S. & Tappeiner, F. (2010) Private equity acquisitions of family firms: The impact of private equity ownership on family firm performance, *Journal of Family Business Strategy*, 1(2), pp. 82-91.
- Adizes, I. (1989) *Corporate Life Cycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do About it*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Aghion, P. & Howitt, P. (1992) A model of growth through creative destruction.
- Aghion, P., Algan, Y., Cahuc, P. & Shleifer, A. (2009) Regulation and distrust, *The Quarterly Journal of Economics*, 124(3), pp. 1015-1049.
- Altman, E.I. (1968) Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance*, 23(4), pp. 589-609.
- Ambrosini, S. & Pacchi, S. (2020) *Diritto della crisi e dell'insolvenza*. Zanichelli.
- Amin, A., Bowler, B., Hasan, M.M., Lobo, G.J. & Tresl, J. (2023) Firm life cycle and cost of debt, *Journal of Banking and Finance*, 154, 106971.
- Andrews, P.W.S. & Macmillan, I. (1949) *Manufacturing Business*.
- Ansoff, H.I. (1965) *Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*. McGraw-Hill.
- Bain, J.S. (1959) *Industrial Organization*. New York: John Wiley & Sons.
- Bakker, A.B., Demerouti, E. & Schaufeli, W.B. (2003) Dual processes at work in a call centre: An application of the job demands–resources model, *European Journal of Work and Organizational Psychology*, 12(4), pp. 393-417.
- Ballerino, A. (2018) *Borsalino: La vera storia del cappello più famoso del mondo*. Alessandria: Edizioni Falsopiano.
- Barclay, M.J. & Smith, C.W. (1995) The capital structure puzzle: The evidence revisited, *Bank of America Journal of Applied Corporate Finance*, 17, pp. 8–17.
- Barney, J. (1991) Firm resources and sustained competitive advantage, *Journal of Management*, 17(1), pp. 99-120.
- Barney, J.B. & Wright, P.M. (1998) On becoming a strategic partner: The role of human resources in gaining competitive advantage, *Human Resource Management*, 37(1), pp. 31-46.

- Becker, B.E. & Huselid, M.A. (1998) High performance work systems and firm performance: A synthesis of research and managerial implications, *Research in Personnel and Human Resources Management*, 16, pp. 53-101.
- Bernanke, B.S. (2004) The Great Moderation, Federal Reserve Board.
- Bessen, J. (2018) Learning by doing in the digital age, *Harvard Business Review*, 96(2), pp. 50-57.
- Beverland, M. & Lockshin, L.S. (2001) Organizational life cycles in small New Zealand wineries, *Journal of Small Business Management*, 39(4), pp. 354-362.
- Bianchi, C. (2014) Parabole aziendali e innovazione comunicativa. La storia del cappellificio Borsalino, *Ocula*, XIV, 10-12977/ocula63.
- Blanchard, O. (2000) *Macroeconomics*, 2nd edn. Prentice Hall.
- Blank, S. (2013) Why the Lean Start-Up Changes Everything, *Harvard Business Review*, 91(5), pp. 63–71.
- Bocken, N.M.P., Short, S.W., Rana, P. & Evans, S. (2014) A literature and practice review to develop a set of tools for sustainable business model innovation, *Journal of Cleaner Production*, 65, pp. 42-56.
- Booms, B.H. & Bitner, M.J. (1981) Marketing strategies and organisation structures for service firms, in Donnelly, J.H. & George, W.R. (eds) *Marketing of Services*. Chicago, IL: American Marketing Association.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. & Allen, F. (2011) *Principles of corporate finance*, 10th edn. McGraw-Hill/Irwin.
- Brickley, J.A., Smith, C.W. & Zimmerman, J.L. (2009) *Managerial Economics & Organizational Architecture*, 5th edn. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. (2012) *Fundamentals of financial management*, 13th edn. Cengage Learning.
- Brusa, L. (2013) *Lezioni di economia aziendale*, 2nd edn. Giappichelli Editore.
- Brynjolfsson, E. & McAfee, A. (2014) *The second machine age: Work, progress, and prosperity in a time of brilliant technologies*. W.W. Norton & Company.
- Bulan, L. & Subramanian, N. (2011) On the Timing of Dividend Initiations, *Financial Management*, 36(4), pp. 31–65.
- Cabral, L. (2017) *Introduction to industrial organization*, 2nd edn. Massachusetts Institute of Technology.
- Cabrera-Suárez, K. (2005) Leadership transfer and the successor's development in the family firm, *The Leadership Quarterly*, 16(1), pp. 71-96.

- Caffarelli, M. (2016) *La gestione delle crisi aziendali: Aspetti giuridici e strumenti di risanamento*. Roma: Aracne Editrice.
- Calandra, A. (2020) *La disciplina della crisi e dell'insolvenza: Commentario alla legge delega e al codice della crisi*. Torino: UTET.
- Campbell, J.Y. & Shiller, R.J. (1988) *Ricerca sulla prevedibilità dei rendimenti azionari nel lungo periodo, sottolineando la coerenza con i fondamentali economici*.
- Carlton, D.W. & Perloff, J.M. (2005) *Modern Industrial Organization*, 4th edn. Boston: Pearson/Addison Wesley.
- Carriero, E. (2019) *Il concordato preventivo nella disciplina del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*. Torino: Giappichelli.
- Cascio, W.F. & Aguinis, H. (2005) *Applied psychology in human resource management*, 6th edn. Pearson.
- Castelli, G. (2020) *La gestione della crisi d'impresa: Profili giuridici e pratici*. Bologna: Il Mulino.
- Chaffey, D. & Ellis-Chadwick, F. (2019) *Digital marketing*, 7th edn. Pearson.
- Chandler, A.D. (1962) *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*. MIT Press.
- Chandler, A.D. (1977) *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Harvard University Press.
- Chesbrough, H. (2003) The new, new thing: How the internet revolutionized the business world, *Harvard Business Review*, 81(5), pp. 57-65.
- Chesbrough, H. (2010) Business model innovation: Opportunities and barriers, *Strategic Entrepreneurship Journal*, 1(1-2), pp. 102-127.
- Christensen, C.M. (1997) *The innovator's dilemma: When new technologies cause great firms to fail*. Harvard Business School Press.
- Christensen, C.M. (2003) *The innovator's solution: Creating and sustaining successful growth*. Harvard Business School Press.
- Churchill, N.C. & Lewis, V.L. (1983) The five stages of small business growth, *Harvard Business Review*, 61(3), pp. 30-50.
- Clark, K.B. & Fujimoto, T. (1991) *Product development performance: Strategy, organization, and management in the world auto industry*. Harvard Business School Press.
- Cohen, W.M. & Levinthal, D.A. (1990) Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation, *Administrative Science Quarterly*, 35(1), pp. 128-152.

- Cooper, R.G. (1990) Stage-gate systems: A new tool for managing new products, *Business Horizons*, 33(3), pp. 44-54.
- Cross, K.F. & Lynch, R.L. (1988) The SMART way to define and sustain success, *National Productivity Review*, 8(1), pp. 23-33.
- Cross, R.G. (1997) *Revenue Management: Hard-Core Tactics for Market Domination*. Broadway Books.
- Culasso, F. (2000) *Sistema-impresa e gestione per processi*. Giappichelli editore.
- Daft, R.L. (1982) Bureaucratic vs. nonbureaucratic structure and the process of innovation and change, *Research in Organizational Behavior*, 4, pp. 1-34.
- Damodaran, A. (2002) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2nd edn. New York: Wiley.
- Davenport, T.H. (1993) *Process innovation: Reengineering work through information technology*. Harvard Business Review Press.
- David, F.R. (2011) *Strategic Management: Concepts and Cases*, 13th edn. Prentice Hall.
- Davis, P.S. & Harveston, P.D. (2001) The phenomenon of substantive conflict in the family firm: A cross-generational study, *Journal of Small Business Management*, 39(1), pp. 14-30.
- Day, G.S. (1981) The Product Life Cycle: Analysis and Application Issues, *Journal of Marketing*, 45(4), pp. 60-67.
- De Luca, N. (2020) Il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: Commento alle principali novità. Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R.M. (2006) Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory, *The Journal of Finance*, 81(2), pp. 227-254.
- Diamond, D. (1991) Monitoraggio e reputazione: la scelta tra prestiti bancari e debito collocato direttamente, *Brookings Papers sull'attività economica: Microeconomia*, pp. 247-305.
- Dickinson, V. (2011) Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle, *The Accounting Review*, 86(6), pp. 1969-1994.
- Dodge, H.R. & Robbins, J.E. (1992) An empirical investigation of the organizational life cycle model for small business development and survival, *Journal of Small Business Management*, 30(1), pp. 27-37.
- Dosi, G. (1988) Sources, procedures, and microeconomic effects of innovation, *Journal of Economic Literature*, 26(3), pp. 1120-1171.
- Drucker, P.F. (1954) *The Practice of Management*. New York: Harper & Row.

- Drucker, P.F. (1985) *Innovation and Entrepreneurship: Practice and Principles*. New York: Harper & Row.
- Dyllick, T. & Hockerts, K. (2002) Beyond the business case for corporate sustainability, *Business Strategy and the Environment*, 11(2), pp. 130-141.
- Edvinsson, L. (2003) *Corporate Longitude: What you need to know to navigate the knowledge economy*. Financial Times/Prentice Hall.
- Edvinsson, L. & Malone, M.S. (1997) *Intellectual capital: Realizing your company's true value by finding its hidden brainpower*. HarperBusiness.
- Ehsani, M. & Osiyevskyy, O. (2023) Firm failure and the exploration/exploitation dilemma: The role of firm life cycle, *Long Range Planning*, 56(3), p. 102307. doi:10.1016/j.lrp.2023.102307.
- Elkington, J. (1994) Towards the sustainable corporation: Win-win-win business strategies for sustainable development, *California Management Review*, 36(2), pp. 90-100.
- Elkington, J. (1997) *Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business*. New Society Publishers.
- Fabiani, M. (2016) *Diritto fallimentare e delle procedure concorsuali*. Padova: Cedam.
- Fama, E.F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*.
- Fama, E.F. (1991) Efficient Capital Markets: II, *Journal of Finance*.
- Fama, E.F. & French, K.R. (1992) The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2001) Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, 60(1), pp. 3–43.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983) Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 301-325.
- Ferrero, G., Dezzani, F., Pisoni, P. & Puddu, L. (2006) *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*. Milano: Giuffrè Editore.
- Fischer, K. (2015) Innovation in the 21st century, *Management Today*, 12(4), pp. 14-17.
- Fornell, C. (1992) A national customer satisfaction barometer: The Swedish experience, *Journal of Marketing*, 56(1), pp. 6-21.
- Freeman, C. (1994) The economics of innovation: An introduction, *International Journal of Technology Management*, 9(2), pp. 128-138.

- Freeman, C. and Soete, L. (1997) *The economics of industrial innovation*, 3rd edn. Cambridge: MIT Press.
- Friedman, M. (1968) The role of monetary policy, *American Economic Review*, 58(1), pp. 1-17.
- Froot, K.A. and Stein, J.C. (1991) Exchange rates and foreign direct investment: An imperfect capital markets approach, *The Quarterly Journal of Economics*, 106(4), pp. 1191-1217.
- Galbraith, J. (1982) The stages of growth, *Journal of Business Strategy*, 3(4), pp. 70-79.
- Geissdoerfer, M., Vladimirova, K. and Evans, S. (2017) Sustainable business model innovation: A conceptual framework, *Journal of Cleaner Production*, 162, pp. 299-311.
- Gereffi, G., Humphrey, J. and Sturgeon, T. (2005) The governance of global value chains, *Review of International Political Economy*, 12(1), pp. 78-104.
- Gersick, K.E., Davis, J.A., McCollom Hampton, M.M. and Lansberg, I. (1997) *Generation to generation: Life cycles of the family business*. Harvard Business School Press.
- Ghemawat, P. (1991) *Commitment: The Dynamic of Strategy*. Free Press.
- Gibson, R.B., Ainslie, M.A. and Hughes, A. (2015) Understanding the challenges and opportunities of the sustainable business model, *Business Horizons*, 58(6), pp. 657-669.
- Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2001) The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), pp. 187-243.
- Grant, R.M. (2010) *Contemporary Strategy Analysis*, 7th edn. Wiley.
- Greiner, L.E. (1972) Evolution and revolution as organizations grow, *Harvard Business Review*, 50(4), pp. 37-46.
- Griffin, A. and Hauser, J.R. (1993) The voice of the customer, *Marketing Science*, 12(1), pp. 1-27.
- Grossman, S.J. and Stiglitz, J.E. (1980) Discussione sulle asimmetrie informative e perché l'informazione perfetta non si realizza sempre.
- Grullon, G., Michaely, R. and Swaminathan, B. (2002) Are dividend changes a sign of firm maturity?, *The Journal of Business*, 75(3), pp. 387-424.
- Grundy, T. (2006) Rethinking and reinventing Michael Porter's five forces model, *Strategic Change*, 15(5), pp. 213-229.
- Guatri, L. (1995) *La teoria di creazione del valore*. EGEA.
- Guiso, L. and Paiella, M. (2008) Risk aversion, wealth, and background risk, *Journal of the European Economic Association*, 6(6), pp. 1109-1150.

- Hamel, G. and Prahalad, C.K. (1994) *Competing for the future*. Harvard Business Review Press.
- Hammer, M. (1990) Reengineering work: Don't automate, obliterate, *Harvard Business Review*, 68(4), pp. 104-112.
- Hammer, M. and Champy, J. (1993) *Reengineering the corporation: A manifesto for business revolution*. HarperBusiness.
- Hanks, S.H., Watson, C.J., Jansen, E. and Chandler, G.N. (1993) Tightening the life-cycle construct: A taxonomic study of growth stage configurations in high-technology organizations, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2, pp. 5-29.
- Harcourt, G.C. (1965) A critical analysis of certain capital theory, *Oxford Economic Papers*, 17(1), pp. 35-45.
- Helms, M.M. and Nixon, J. (2010) Exploring SWOT analysis – where are we now? A review of academic research from the last decade, *Journal of Strategy and Management*, 3(3), pp. 215-251.
- Henderson, R.M. and Clark, K.B. (1990) Architectural innovation: The reconfiguration of existing product technologies and the failure of established firms, *Administrative Science Quarterly*, 35(1), pp. 9-30.
- Hill, C.W.L., Jones, G.R. and Schilling, M.A. (2017) *Strategic management: Theory & cases: An integrated approach*, 12th edn. Cengage Learning.
- Hochreiter, S. and Schmidhuber, J. (1997) Long short-term memory, *Neural Computation*, 9(8), pp. 1735-1780.
- Hughes, C. (2020) *Hats*. London, England: Bloomsbury Visual Arts.
- Jaafar, H. and Abdul Halim, H. (2016) Refining the firm life cycle classification method: A firm value perspective, *Journal of Economics, Business and Management*, 4(2), pp. 112–119. doi:10.7763/joebm.2016.v4.376.
- Jacobsson, S. and Johnson, A. (2000) The diffusion of renewable energy technology: An analytical framework and key issues, *Energy Policy*, 28(9), pp. 611-628.
- Johnson, G., Scholes, K. and Whittington, R. (2008) *Exploring corporate strategy*, 8th edn. Financial Times/Prentice Hall.
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D. and Regnér, P. (2017) *Exploring strategy: Text and cases*, 11th edn. Pearson.
- Jones, A. (2019) *Economic forecasting techniques*. London: Finance Publishers.
- Jovanovic, B. (1982) Selection and the evolution of industry, *Econometrica*, 50(3), pp. 649–670.

- Kaplan, R.S. and Norton, D.P. (1992) The balanced scorecard: Measures that drive performance, *Harvard Business Review*, 70(1), pp. 71-79.
- Kaplan, R.S. and Norton, D.P. (1996) *The balanced scorecard: Translating strategy into action*. Harvard Business School Press.
- Kaplan, R.S. and Norton, D.P. (2001) *The strategy-focused organization: How balanced scorecard companies thrive in the new business environment*. Harvard Business School Press.
- Kazanjian, R.K. (1988) Relation of dominant problems to stages of growth in technology-based new ventures, *Academy of Management Journal*, 31(2), pp. 257-279.
- Keller, K.L. (1993) Conceptualizing, measuring, and managing customer-based brand equity, *Journal of Marketing*, 57(1), pp. 1-22.
- Kets de Vries, M.F.R. (1993) The dynamics of family-controlled firms: The good and the bad news, *Organizational Dynamics*, 21(3), pp. 59-71.
- Kim, W.C. and Mauborgne, R. (2005) *Blue ocean strategy*. Harvard Business School Press.
- Kimes, S.E. (1989) Yield management: A tool for capacity-constrained service firms, *Journal of Operations Management*, 8(4), pp. 348-363.
- Kirchherr, J., Reike, D. and Hekkert, M. (2017) Conceptualizing the circular economy: An exploration of the complementarity of concepts and theories, *Journal of Cleaner Production*, 167, pp. 329-339.
- Knight, F.H. (1921) *Risk, uncertainty, and profit*. New York: Hart, Schaffner, and Mary.
- Kotler, P. (1991) *Marketing management: Analysis, planning, implementation, and control*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Kotler, P. and Armstrong, G. (2010) *Principles of marketing*. Pearson Prentice Hall.
- Kotler, P. and Keller, K.L. (2016) *Marketing management*, 15th edn. Pearson.
- Kotter, J.P. (1996) *Leading change*. Harvard Business Review Press.
- Krugman, P. (2009) *The return of depression economics and the crisis of 2008*. W.W. Norton & Company.
- L'Archivio Storico della Borsalino: inventario (2007) Alessandria: Edizioni dell'Orso.
- Lambin, J.-J. (2012) *Market-driven management: Strategic and operational marketing*, 3rd edn. Macmillan.
- Lambrecht, J. and Lievens, J. (2008) Pruning the family tree: An unexplored path to family business continuity and family harmony, *Family Business Review*, 21(4), pp. 295-313.



- Le Breton-Miller, I. and Miller, D. (2006) Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientations, and sustainable capability, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), pp. 731-746.
- Lester, D.L., Parnell, J.A. and Carraher, S. (2003) Organization life cycle: A five-stage empirical scale, *The International Journal of Organizational Analysis*, 11(4), pp. 339-354.
- Lippitt, G.L. and Schmidt, W.H. (1967) Crises in a developing organization, *Harvard Business Review*, 45(6), pp. 102-112.
- Livnat, J. and Zarowin, P. (1990) The incremental information content of cash-flow components, *Journal of Accounting and Economics*, 13(1), pp. 25–46.
- Locke, E.A. and Latham, G.P. (2002) Building a practically useful theory of goal setting and task motivation, *American Psychologist*, 57(9), pp. 705-717.
- Lombardi Stocchetti, G. (2015) *Valutazioni e analisi di bilancio*, 3rd edn. Milano: Pearson.
- Lynch, R. and Cross, K. (1991) *Measure up: The essential guide to measuring business performance*. Mandarin.
- Magatti, M. (2017) *Cambio di paradigma: uscire dalla crisi pensando il futuro*. Feltrinelli.
- Maksimovic, V. and Phillips, G. (2001) The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? *Journal of Finance*, 56(6), pp. 2019-2065.
- Malkiel, B.G. (2003) Discussione sulla teoria dei mercati efficienti e come il mercato sconta le informazioni.
- March, J.G. (1991) Exploration and exploitation in organizational learning, *Organizational Science*, 2(1), pp. 71–87.
- Marcianesi, R. (2020) La liquidazione giudiziale, in Commissione Procedure Concorsuali, *Quaderno 81*, ODEC Milano.
- Marshall, A. (1890) *Principles of economics*. London: Macmillan. (Trad. it. *Principi di economia*, Utet, Torino 1972).
- Maug, E. (2001) IPO underpricing and aftermarket liquidity, *Review of Financial Studies*, 5(3), pp. 167–200.
- Mazzucato, M. (2013) *The entrepreneurial state: Debunking public vs. private sector myths*. Anthem Press.
- McCraw, T.K. (2007) *Prophet of innovation: Joseph Schumpeter and creative destruction*. Harvard University Press.
- Miller, D. & Friesen, P.H. (1984) A longitudinal study of the corporate life cycle, *Management Science*, 30(10), pp. 1161–1183.

- Miller, D. and Friesen, P.H. (1980) Momentum and revolution in organizational adaptation, *Academy of Management Journal*, 23(4), pp. 591-614.
- Miller, D. and Friesen, P.H. (1984) A longitudinal study of the corporate life cycle, *Management Science*, 30(10), pp. 1161-1183.
- Minsky, H.P. (1992) The financial instability hypothesis, *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, No. 74.
- Mintzberg, H. (1994) *The rise and fall of strategic planning*. Free Press.
- Mitroff, I.I. (2001) *Managing crises before they happen: What every executive and manager needs to know about crisis management*. AMACOM.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958) The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*.
- Montalenti, P. (2020) *Crisi d'impresa e diritto societario: Evoluzione normativa e nuove prospettive*. Milano: Giuffrè Editore.
- Mueller, D.C. (1972) A life cycle theory of the firm, *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), pp. 199–219.
- Mulgan, G. (2006) Capturing social value: How social enterprise can help address the challenges of public policy, *The Young Foundation*.
- Myers, S. (1984) Il puzzle della struttura del capitale, *Giornale delle Finanze*, 39, pp. 575-592.
- Neely, A., Gregory, M. and Platts, K. (1995) Performance measurement system design: A literature review and research agenda, *International Journal of Operations & Production Management*, 15(4), pp. 80-116.
- Neely, A., Richards, H., Mills, J., Platts, K. and Bourne, M. (2002) Performance measurement system design: Should process based approaches be adopted? *International Journal of Production Economics*, 69(1), pp. 93-105.
- Noe, R.A., Hollenbeck, J.R., Gerhart, B. and Wright, P.M. (2010) *Human resource management: Gaining a competitive advantage*. 7th ed. McGraw-Hill.
- OECD (2005) The innovation strategy: A vision for the future. *OECD Publishing*.
- OECD (2018) Business model innovation: The key to enhancing competitiveness. *OECD Publishing*.
- Osiyevskyy, O., Shirokova, G. and Ritala, P. (2020) Exploration and exploitation in crisis environment: implications for level and variability of firm performance, *Journal of Business Research*, 114, pp. 227–239.
- Pearson, C.M. and Mitroff, I.I. (1993) From crisis prone to crisis prepared: A framework for crisis management, *Academy of Management Perspectives*, 7(1), pp. 48-59.

- Pellicelli, A.C. (2005) *Strategia d'impresa: Analisi e definizione delle strategie aziendali*. UTET.
- Perkmann, M., Tartari, V. and Sapsalis, E. (2013) Academic engagement and commercialisation: A review of the evidence on the role of universities in innovation, *Research Policy*, 42(1), pp. 51-67.
- Pickton, D.W. and Wright, S. (1998) What's SWOT in strategic analysis? *Strategic Change*, 7(2), pp. 101-109.
- Pisano, G.P. (2015) You need an innovation strategy, *Harvard Business Review*, 93(6), pp. 44-54.
- Porter, M.E. (1980) *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. Free Press.
- Porter, M.E. (1985) *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. Free Press.
- Porter, M.E. (1991) Towards a dynamic theory of strategy, *Strategic Management Journal*, 12(S2), pp. 95-117.
- Porter, M.E. and Kramer, M.R. (2011) Creating shared value, *Harvard Business Review*, 89(1-2), pp. 62-77.
- Poterba, J.M. and Summers, L.H. (1988) Studi sulla teoria del "mean reversion", che mostra come i prezzi si riassettino nel tempo.
- Quinn, R.E. and Cameron, K. (1983) Organizational life cycle and shifting criteria of effectiveness: Some preliminary evidence, *Management Science*, 29(1), pp. 33-51.
- Rajan, R.G. and Zingales, L. (1998) Financial dependence and growth, *The American Economic Review*, 88(3), pp. 559-586.
- Reichheld, F.F. (1996) *The loyalty effect: The hidden force behind growth, profits, and lasting value*. Harvard Business School Press.
- Reinartz, W. and Kumar, V. (2002) The mismanagement of customer loyalty, *Harvard Business Review*, 80(7), pp. 86-94.
- Rennings, K. (2000) Redefining innovation: Eco-innovation research and the contribution from ecological economics, *Ecological Economics*, 32(2), pp. 319-332.
- Ries, E. (2011) *The Lean Startup: How today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses*. Crown Business.
- Rivera, J.P.R. and Garcia, M.J.C. (2017) Dynamic capabilities and organizational performance: A systematic review, *Journal of Business Research*, 70, pp. 167-179.
- Rogers, E.M. (1995) *Diffusion of innovations*. 4th ed. Free Press.

- Rosenbusch, N., Brinckmann, J. and Rosh, E. (2011) Is innovation always beneficial? A meta-analysis of the relationship between innovation and performance in SMEs, *Journal of Business Venturing*, 26(4), pp. 441-457.
- Rumelt, R.P. (1991) How much does industry matter? *Strategic Management Journal*, 12(3), pp. 167-185.
- Schein, E.H. (2010) *Organizational culture and leadership*. 4th ed. Jossey-Bass.
- Schilling, M.A. (2013) *Strategic management of technological innovation*. 4th ed. McGraw-Hill.
- Schumpeter, J.A. (1934) *The theory of economic development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Schumpeter, J.A. (1942) *Capitalism, socialism and democracy*. New York: Harper & Brothers.
- Scognamiglio Pasini, C. (2013) *Economia industriale. Economia dei mercati imperfetti*. Luiss University Press.
- Sharpe, W.F. (1964) Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *The Journal of Finance*, 19(3), pp. 425-442.
- Sirena, P. (2017) *Procedure concorsuali e diritto della crisi d'impresa: Una guida pratica*. Firenze: Le Monnier Università.
- Sirmon, D.G., Hitt, M.A., Ireland, R.D. and Gilbert, B.A. (2011) Resource orchestration to create competitive advantage: Breadth, depth, and life cycle effects, *Journal of Management*, 37(5), pp. 1390-1412. doi:10.1177/0149206310385695.
- Slaper, T.F. and Hall, T.J. (2011) The triple bottom line: What is it and how does it work? *Indiana Business Research Center*.
- Smith, A. (2019) Sustainable business models: How companies are rethinking their strategies, *Journal of Business Strategy*, 40(5), pp. 50-57.
- Smith, J.B., Andras, T.L. and Rosenbloom, B. (1992) On the relationship between self-reports of satisfaction and service quality, *Journal of Consumer Satisfaction, Dissatisfaction and Complaining Behavior*, 5, pp. 91-105.
- Smith, K.G., Mitchell, T.R. and Summer, C.E. (1985) Top level management priorities in different stages of the organizational life cycle, *Academy of Management Journal*, 28(4), pp. 799-820.
- Smith, W.K. and Jones, R. (2021) Innovation in a complex world: New frameworks for management, *Strategic Management Journal*, 42(3), pp. 456-477.
- Solomon, R.C. (1971) *The passions*. Anchor Books.

- Spence, M. (1977) Entry, capacity, investment, and oligopolistic prices, *Bell Journal of Economics*, 8, pp. 534-544.
- Spence, M. (1979) Investment strategy and growth in a new market, *Bell Journal of Economics*, 10(1), pp. 1–19.
- Spence, M. (1981) The learning curve and competition, *Bell Journal of Economics*, 12(1), pp. 49–70.
- Stabell, C.B. and Fjeldstad, Ø.D. (1998) Configuring value for competitive advantage: On chains, shops, and networks, *Strategic Management Journal*, 19(5), pp. 413-437.
- Stewart, T.A. (1991) *Brainpower: How intellectual capital is becoming America's most valuable asset*. Doubleday.
- Talluri, K.T. and Van Ryzin, G.J. (2004) *The theory and practice of revenue management*. Springer.
- Teece, D.J. (1986) Profiting from technological innovation: Implications for integration, collaboration, licensing and public policy, *Research Policy*, 15(6), pp. 285–305.
- Teece, D.J. (2007) Explicating dynamic capabilities: The nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance, *Strategic Management Journal*, 28(13), pp. 1319-1350.
- Teece, D.J. (2010) Business models, business strategy and innovation, *Long Range Planning*, 43(2-3), pp. 172-194.
- Thomke, S. (2003) *Experimentation matters: Unlocking the potential of new technologies for innovation*. Harvard Business Review Press.
- Thompson, A.A., Strickland, A.J. and Gamble, J.E. (2010) *Crafting and executing strategy: The quest for competitive advantage*. 17th ed. McGraw-Hill/Irwin.
- Tidd, J. and Bessant, J. (2018) *Managing innovation: Integrating technological, market, and organizational change*. 6th ed. Wiley.
- Tomasi di Lampedusa, G. (2002) *Il Gattopardo*. Milano: Feltrinelli, p. 25.
- Trott, P. (2017) *Innovation management and new product development*. 5th ed. Pearson.
- Tushman, M.L. and Romanelli, E. (1985) Organizational evolution: A metamorphosis model of convergence and reorientation. In: Cummings, L.L. and Staw, B.M. (Eds.) *Research in organizational behavior*. Vol. 7. JAI Press, pp. 171-222.
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1992) Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), pp. 297–323.
- Utterback, J.M. (1994) *Mastering the dynamics of innovation*. Harvard Business Review Press.

Verhulst, P.-F. (1838) Notice sur la loi que la population poursuit dans son accroissement, *Correspondance mathématique et physique*.

Verma, R. and Gustafsson, A. (2020) Service innovation and customer satisfaction: A systematic review and future research agenda, *Journal of Service Research*, 23(3), pp. 261-284.

Vitali, P. (2009) *Crisi d'impresa e responsabilità degli organi sociali: Prevenzione e gestione*. Milano: IPSOA.

Von Hippel, E. (1988) *The sources of innovation*. Oxford University Press.

Wernerfelt, B. (1985) The dynamics of prices and market shares over the product life cycle, *Management Science*, 31(8), pp. 928–939.

Williamson, O.E. (1979) Transaction-cost economics: The governance of contractual relations, *The Journal of Law and Economics*, 22(2), pp. 233-261.

Zaccaria, R. (2018) *Crisi d'impresa e strumenti di ristrutturazione: Profili giuridici e operativi*. Milano: Wolters Kluwer.

Zappa, G. (1950) *Il reddito d'impresa*. Milano: Giuffrè.

Zunarelli, M. (2020) *La crisi d'impresa e il diritto concorsuale internazionale*. Bologna: Zanichelli.

## SITOGRAFIA

Mordor Intelligence (2023) *Headwear market - Statistics, Size & Competition*. Available at: <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/headwear-market> (Accessed: 25 October 2024).

Lund, S., Manyika, J., & Smit, S. (2021) *The future of work after COVID-19*. McKinsey & Company. Available at: <https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/the-future-of-work-after-covid-19> (Accessed: 25 October 2024).

Tremolada, L. (2016) *Blog: Calcola il potere d'acquisto in lire ed euro dal 1860 al 2015*. Info Data. Available at: <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2016/05/17/calcola-potere-dacquisto-lire-ed-euro-dal-1860-2015/> (Accessed: 25 October 2024).

Università Sapienza di Roma (2023) *Il Concordato Preventivo*. Available at: [https://management.web.uniroma1.it/sites/default/files/II%20concordato%20preventivo%20\(1\).pdf](https://management.web.uniroma1.it/sites/default/files/II%20concordato%20preventivo%20(1).pdf) (Accessed: 21 October 2024).

## Appendice A: Codice Python modello LSTM

Di seguito viene rappresentato il codice Python relativo al modello di analisi del mercato azionario con l'ausilio dell'algorithm LSTM, l'intero codice è stato sviluppato da chi scrive.

```
1. import numpy as np
2. import pandas as pd
3. import yfinance as yf
4. from tensorflow.keras.models import Sequential
5. from tensorflow.keras.layers import LSTM, Dense
6. from sklearn.preprocessing import MinMaxScaler
7. import matplotlib.pyplot as plt
8. from datetime import datetime, timedelta
9. import pandas_datareader.data as pdr
10. from sklearn.metrics import mean_squared_error, mean_absolute_error
11.
12. def analizza_fasi(ticker):
13.     azienda = yf.Ticker(ticker)
14.     flussi_cassa = azienda.cashflow.T
15.
16.     flussi_cassa.columns = flussi_cassa.columns.str.strip()
17.
18.     try:
19.         flussi_cassa = flussi_cassa[['Operating Cash Flow', 'Investing Cash Flow',
'Financing Cash Flow']]
20.     except KeyError as e:
21.         print(f"Errore: {e}. Verifica i nomi delle colonne disponibili.")
22.         return None
23.
24.     flussi_cassa.sort_index(ascending=False, inplace=True)
25.     last_3_years = flussi_cassa.head(3)
26.
27.     fasi = pd.DataFrame(columns=['ds', 'fase'])
28.
29.     for index, row in last_3_years.iterrows():
30.         operativo = row['Operating Cash Flow']
31.         investimento = row['Investing Cash Flow']
32.         finanziamento = row['Financing Cash Flow']
33.
34.         if operativo > 0 and investimento < 0 and finanziamento > 0:
35.             fase = 2 # Crescita
36.         elif operativo < 0 and investimento < 0 and finanziamento > 0:
37.             fase = 1 # Introduzione
38.         elif operativo > 0 and investimento < 0 and finanziamento < 0:
39.             fase = 3 # Maturità
40.         elif (operativo < 0 and investimento < 0 and finanziamento < 0) or \
41.             (operativo > 0 and investimento > 0 and finanziamento > 0) or \
42.             (operativo > 0 and investimento > 0 and finanziamento < 0):
43.             fase = 4 # Shake-out
44.         elif operativo < 0 and investimento > 0 and finanziamento < 0:
45.             fase = 5 # Declino
46.         else:
47.             fase = 0 # N/A
48.
49.         year = index.year
50.         date_range = pd.date_range(start=f"{year}-01-01", end=f"{year}-12-31", freq='D')
51.         df_temp = pd.DataFrame({'ds': date_range, 'fase': fase})
52.         fasi = pd.concat([fasi, df_temp], ignore_index=True)
53.
54.     fasi['ds'] = pd.to_datetime(fasi['ds'])
55.     fasi.sort_values(by='ds', inplace=True)
56.
57.     today = pd.to_datetime("today").normalize()
58.     all_dates = pd.date_range(start=fasi['ds'].min(), end=today, freq='D')
59.
60.     fasi = fasi.set_index('ds').reindex(all_dates, method='ffill').reset_index()
61.     fasi.columns = ['ds', 'fase']
```



```

62.
63.     # Filtra le fasi per includere solo dal 2021
64.     fasi = fasi[fasi['ds'] >= '2021-01-01']
65.
66.     return fasi
67.
68. def get_financial_data(ticker):
69.     stock_data = yf.download(ticker, start='2021-01-01', end=datetime.now().strftime('%Y-%m-%d'))
70.     return stock_data[['Close']]
71.
72. def get_economic_data():
73.     start_date = '2021-01-01' # Modifica la data di inizio
74.     end_date = datetime.now().strftime('%Y-%m-%d')
75.
76.     unemployment_rate = pdr.get_data_fred('UNRATE', start_date, end_date)
77.     inflation_rate = pdr.get_data_fred('CPIAUCSL', start_date, end_date)
78.     interest_rate = pdr.get_data_fred('FEDFUNDS', start_date, end_date)
79.
80.     economic_data = pd.concat([unemployment_rate, inflation_rate, interest_rate], axis=1)
81.     economic_data.columns = ['Unemployment', 'Inflation', 'Interest']
82.
83.     # Filtra i dati economici per includere solo dal 2021
84.     economic_data = economic_data[economic_data.index >= '2021-01-01']
85.
86.     return economic_data
87.
88. def preprocess_financial_data(price_data):
89.     scaler_price = MinMaxScaler(feature_range=(0, 1))
90.     scaled_price = scaler_price.fit_transform(price_data)
91.     return scaled_price, scaler_price
92.
93. def preprocess_economic_data(economic_data):
94.     economic_data = economic_data.interpolate(method='linear', limit_direction='forward',
axis=0)
95.     economic_data = economic_data.fillna(method='ffill')
96.     scaler_economic = MinMaxScaler(feature_range=(0, 1))
97.     scaled_economic = scaler_economic.fit_transform(economic_data)
98.     return scaled_economic, scaler_economic
99.
100. def create_lstm_dataset(price_data, economic_data, phase_data, time_step=60):
101.     X, y = [], []
102.     for i in range(len(price_data) - time_step - 1):
103.         price_segment = price_data[i:(i + time_step)]
104.         economic_segment = economic_data[i:(i + time_step)]
105.         phase_segment = phase_data[i:(i + time_step)]
106.         X.append(np.hstack((price_segment, economic_segment, phase_segment)))
107.         y.append(price_data[i + time_step, 0])
108.     return np.array(X), np.array(y)
109.
110. def build_lstm_model(input_shape):
111.     model = Sequential()
112.     model.add(LSTM(units=50, return_sequences=True, input_shape=input_shape))
113.     model.add(LSTM(units=50))
114.     model.add(Dense(1))
115.     model.compile(optimizer='adam', loss='mean_squared_error')
116.     return model
117.
118. def predict_future(model, scaled_price, scaled_economic, scaled_phase, time_step,
future_days):
119.     last_data = np.hstack((scaled_price[-time_step:], scaled_economic[-time_step:],
scaled_phase[-time_step:]))
120.     future_predictions = []
121.
122.     for _ in range(future_days):
123.         last_data_reshaped = last_data.reshape((1, time_step, last_data.shape[1]))
124.         prediction = model.predict(last_data_reshaped)
125.         future_predictions.append(prediction[0, 0])
126.
127.     new_data = np.roll(last_data, shift=-1, axis=0)

```

```

128.         new_data[-1, 0] = prediction[0, 0]
129.
130.         last_data = new_data
131.
132.     return future_predictions
133.
134.
135.
136.
137.
138.
139.
140. def get_full_financial_data(ticker):
141.     # Recupera i dati storici a partire dal 1990
142.     stock_data_full = yf.download(ticker, start='1990-01-01',
end=datetime.now().strftime('%Y-%m-%d'))
143.     return stock_data_full[['Close']]
144.
145.
146. def main():
147.     ticker = input("Inserisci il ticker dell'azienda: ")
148.
149.     # Recupera i dati storici a partire dal 1990
150.     full_price_data = get_full_financial_data(ticker)
151.
152.     price_data = get_financial_data(ticker)
153.
154.     if price_data.empty:
155.         print("Impossibile recuperare i dati per il ticker fornito.")
156.         return
157.
158.     print("Dati storici dei prezzi:")
159.     print(price_data.head()) # Stampa i primi 5 dati di prezzo
160.
161.     economic_data = get_economic_data()
162.     print("Dati economici:")
163.     print(economic_data.head()) # Stampa i primi 5 dati economici
164.
165.     # Richiama la funzione per ottenere il DataFrame delle fasi
166.     phase_data = analizza_fasi(ticker)
167.     print("Dati delle fasi:")
168.     print(phase_data.head()) # Stampa i primi 5 dati delle fasi
169.
170.     # Rinomina la colonna di 'Close' per evitare conflitti durante la concatenazione
171.     price_data.columns = ['Close']
172.
173.     # Allinea i dati tra prezzi e dati economici
174.     combined_data = price_data.join(economic_data, how='outer') # Usa 'outer' per mantenere
il massimo numero di dati
175.     print("Dati combinati dopo l'unione con dati economici:")
176.     print(combined_data.head()) # Stampa i primi 5 dati combinati
177.
178.     # Interpolazione per riempire i valori nulli
179.     combined_data.interpolate(method='linear', inplace=True)
180.     print("Dati dopo l'interpolazione dei valori nulli:")
181.     print(combined_data.head()) # Stampa i primi 5 dati dopo interpolazione
182.
183.     # Assicurati che le date siano indicizzate correttamente
184.     phase_data.set_index('ds', inplace=True)
185.
186.     # Unisci il DataFrame delle fasi con il dataset combinato
187.     combined_data = combined_data.join(phase_data, how='outer') # Usa 'outer' per mantenere
tutti i dati
188.     print("Dati combinati dopo l'unione con le fasi:")
189.     print(combined_data.head()) # Stampa i primi 5 dati combinati
190.
191.     # Rimuovi righe con valori NaN
192.     combined_data.dropna(inplace=True) # Aggiungi questa riga per eliminare i NaN
193.     print(f"Numero di righe nei dati combinati dopo la rimozione dei NaN:
{len(combined_data)}")
194.
195.     # Controlla che i dati non siano vuoti prima di procedere
196.     if combined_data.empty:
197.         print("Errore: Dopo la creazione del dataset, i dati risultano vuoti.")
198.         return

```

```

199.
200. # Estrai le fasi come numpy array e preprocessa
201. phase_array = combined_data['fase'].values.reshape(-1, 1)
202. scaler_phase = MinMaxScaler(feature_range=(0, 1))
203. scaled_phase = scaler_phase.fit_transform(phase_array)
204.
205. # Preprocessing dei dati
206. scaled_price, scaler_price = preprocess_financial_data(combined_data[['Close']])
207. scaled_economic, scaler_economic =
preprocess_economic_data(combined_data[['Unemployment', 'Inflation', 'Interest']])
208.
209. # Crea il dataset per l'allenamento LSTM
210. time_step = 60
211. X, y = create_lstm_dataset(scaled_price, scaled_economic, scaled_phase, time_step)
212.
213. # Controlla che i dataset non siano vuoti dopo la creazione del dataset
214. if X.size == 0 or y.size == 0:
215.     print("Errore: Dopo la creazione del dataset, i dati risultano vuoti.")
216.     return
217.
218. print(f"Dimensioni di X: {X.shape}") # Stampa le dimensioni di X
219. print(f"Dimensioni di y: {y.shape}") # Stampa le dimensioni di y
220.
221. X = X.reshape((X.shape[0], X.shape[1], X.shape[2]))
222.
223. model = build_lstm_model((X.shape[1], X.shape[2]))
224. model.fit(X, y, epochs=10, batch_size=32, verbose=1)
225.
226. future_end_date = datetime(2030, 1, 1)
227. future_days = (future_end_date - combined_data.index[-1]).days
228. future_predictions = predict_future(model, scaled_price, scaled_economic, scaled_phase,
time_step, future_days)
229.
230. future_dates = [combined_data.index[-1] + timedelta(days=i) for i in range(1,
future_days + 1)]
231. future_predictions =
scaler_price.inverse_transform(np.array(future_predictions).reshape(-1, 1))
232.
233. plt.figure(figsize=(14, 7))
234.
235. # Grafico dei dati storici dal 1990
236. plt.plot(full_price_data.index, full_price_data['Close'], color='blue',
label='Historical Prices (1990-Present)')
237.
238. # Grafico dei dati combinati (ultimi 3 anni)
239. plt.plot(combined_data.index, combined_data['Close'], color='blue', label='True Data
(Last 3 Years)')
240.
241. # Aggiungi un asse secondario per le previsioni LSTM
242. ax2 = plt.gca().twinx() # Crea un asse secondario
243.
244. # Grafico delle previsioni LSTM
245. ax2.plot(future_dates, future_predictions, color='red', label='LSTM Predictions')
246. ax2.set_ylabel('Predicted Price', color='red')
247. ax2.tick_params(axis='y', labelcolor='red')
248.
249. plt.xlabel('Date')
250. plt.ylabel('Close Price')
251. plt.title(f'Stock Price Prediction for {ticker} with LSTM')
252.
253. y_true = scaler_price.inverse_transform(y.reshape(-1, 1))
254. mse = mean_squared_error(y_true, future_predictions[:len(y_true)])
255. mae = mean_absolute_error(y_true, future_predictions[:len(y_true)])
256.
257. print(f"Mean Squared Error (MSE): {mse:.2f}")
258. print(f"Mean Absolute Error (MAE): {mae:.2f}")
259.
260. plt.plot([], [], ' ', label=f'Mean Squared Error (MSE): {mse:.2f}')
261. plt.plot([], [], ' ', label=f'Mean Absolute Error (MAE): {mae:.2f}')
262. plt.legend(loc='upper left')

```

```
263. plt.grid(True)
264. plt.ylim(bottom=0)
265. plt.show()
266.
267. plt.figure(figsize=(14, 7))
268. plt.plot(combined_data.index, scaled_economic[:, 0], label='Scaled Unemployment Rate')
269. plt.plot(combined_data.index, scaled_economic[:, 1], label='Scaled Inflation Rate')
270. plt.plot(combined_data.index, scaled_economic[:, 2], label='Scaled Interest Rate')
271. plt.xlabel('Date')
272. plt.ylabel('Scaled Values')
273. plt.title('Scaled Economic Indicators Over Time')
274. plt.legend()
275. plt.show()
276.
277. if __name__ == "__main__":
278.     main()
279.
```

## Appendice B: Codice Python modello Prophet

Di seguito viene rappresentato il codice Python relativo al modello di analisi del mercato azionario con l'ausilio dell'algoritmo Prophet, l'intero codice è stato sviluppato da chi scrive.

```
import numpy as np
2.
3. # Monkey patch per compatibilità con vecchi riferimenti a np.float_
4. np.float_ = np.float64
5.
6. import yfinance as yf
7. import pandas as pd
8. from prophet import Prophet
9. import matplotlib.pyplot as plt
10. from pandas_datareader import data as pdr
11. from datetime import datetime
12. def get_financial_data(ticker):
13.     """Scarica i dati storici per un ticker specificato."""
14.     try:
15.         stock_data = yf.download(ticker, start='1990-01-01',
end=datetime.now().strftime('%Y-%m-%d'))
16.         if stock_data.empty:
17.             raise ValueError("Dati storici non disponibili per il ticker fornito.")
18.         stock_data.reset_index(inplace=True)
19.         return stock_data
20.     except Exception as e:
21.         print(f"Errore durante il recupero dei dati: {e}")
22.         return pd.DataFrame()
23.
24. def preprocess_data(data):
25.     """Preprocessa i dati finanziari per Prophet."""
26.     if data.empty:
27.         raise ValueError("Nessun dato storico disponibile per il preprocessing.")
28.     data['Date'] = pd.to_datetime(data['Date'])
29.     data = data[['Date', 'Close']]
30.     data.columns = ['ds', 'y']
31.     return data
32.
33. def get_economic_data():
34.     """Scarica dati economici reali."""
35.     start_date = '1990-01-01'
36.     end_date = datetime.now().strftime('%Y-%m-%d')
37.
38.     # Scarica dati economici da FRED tramite pandas_datareader
39.     unemployment_rate = pdr.get_data_fred('UNRATE', start=start_date, end=end_date)
40.     inflation_rate = pdr.get_data_fred('CPIAUCSL', start=start_date, end=end_date)
41.     interest_rate = pdr.get_data_fred('FEDFUNDS', start=start_date, end=end_date)
42.
43.     # Prepara il DataFrame unendo i dati economici su base temporale
44.     economic_data = pd.DataFrame({
45.         'ds': unemployment_rate.index,
46.         'unemployment_rate': unemployment_rate['UNRATE'],
47.         'inflation_rate': inflation_rate['CPIAUCSL'].pct_change() * 100, # Tasso di
crescita annuale della CPI
48.         'interest_rate': interest_rate['FEDFUNDS']
49.     })
50.
51.     # Riempie i NaN
52.     economic_data = economic_data.fillna(method='bfill').fillna(method='ffill')
53.
54.     return economic_data
55.
56. def analizza_fasi(ticker):
57.     """Analizza le fasi del ciclo di vita dell'azienda in base ai flussi di cassa."""
58.     azienda = yf.Ticker(ticker)
59.     flussi_cassa = azienda.cashflow
```

```

60.     flussi_cassa = flussi_cassa.T # Trasponi per avere le date come righe
61.
62.     flussi_cassa.columns = flussi_cassa.columns.str.strip()
63.
64.     try:
65.         flussi_cassa = flussi_cassa[['Operating Cash Flow', 'Investing Cash Flow',
'Financing Cash Flow']]
66.     except KeyError as e:
67.         print(f"Errore: {e}. Verifica i nomi delle colonne disponibili.")
68.         return None
69.
70.     flussi_cassa.sort_index(ascending=False, inplace=True)
71.     last_3_years = flussi_cassa.head(3)
72.
73.     fasi = pd.DataFrame(columns=['ds', 'fase'])
74.
75.     for index, row in last_3_years.iterrows():
76.         operativo = row['Operating Cash Flow']
77.         investimento = row['Investing Cash Flow']
78.         finanziamento = row['Financing Cash Flow']
79.
80.         if operativo > 0 and investimento < 0 and finanziamento > 0:
81.             fase = 2 # Crescita
82.         elif operativo < 0 and investimento < 0 and finanziamento > 0:
83.             fase = 1 # Introduzione
84.         elif operativo > 0 and investimento < 0 and finanziamento < 0:
85.             fase = 3 # Maturità
86.         elif (operativo < 0 and investimento < 0 and finanziamento < 0) or \
87.             (operativo > 0 and investimento > 0 and finanziamento > 0) or \
88.             (operativo > 0 and investimento > 0 and finanziamento < 0):
89.             fase = 4 # Shake-out
90.         elif operativo < 0 and investimento > 0 and finanziamento < 0:
91.             fase = 5 # Declino
92.         else:
93.             fase = 0 # N/A
94.
95.         year = index.year
96.         date_range = pd.date_range(start=f"{year}-01-01", end=f"{year}-12-31", freq='D')
97.
98.         df_temp = pd.DataFrame({'ds': date_range, 'fase': fase})
99.
100.        fasi = pd.concat([fasi, df_temp], ignore_index=True)
101.
102.        fasi['ds'] = pd.to_datetime(fasi['ds'])
103.        fasi.sort_values(by='ds', inplace=True)
104.
105.        today = pd.to_datetime("today").normalize()
106.        all_dates = pd.date_range(start=fasi['ds'].min(), end=today, freq='D')
107.
108.        fasi = fasi.set_index('ds').reindex(all_dates, method='ffill').reset_index()
109.        fasi.columns = ['ds', 'fase']
110.
111.        return fasi
112.
113.    def fit_prophet_model(data, exogenous_data, lifecycle_data):
114.        """Addestra il modello Prophet con variabili esogene inclusa la fase del ciclo di
vita."""
115.        model = Prophet(yearly_seasonality=True, daily_seasonality=False)
116.
117.        for col in exogenous_data.columns:
118.            if col != 'ds':
119.                model.add_regressor(col)
120.
121.        # Aggiungi la fase del ciclo di vita come regressore
122.        exogenous_data = pd.merge(exogenous_data, lifecycle_data, on='ds', how='left')
123.        exogenous_data = exogenous_data.fillna(method='ffill')
124.
125.        full_data = pd.merge(data, exogenous_data, on='ds')
126.        model.fit(full_data)
127.        return model

```

```

128.
129. def predict_future_prophet(model, data, exogenous_data, lifecycle_data, end_year=2040):
130.     """Prevede i dati futuri usando il modello Prophet."""
131.     future = model.make_future_dataframe( periods=(pd.date_range(start=data['ds'].max() +
pd.Timedelta(days=1), end=f'{end_year}-12-31').size))
132.
133.     future = pd.merge(future, exogenous_data, on='ds', how='left')
134.     future = pd.merge(future, lifecycle_data, on='ds', how='left')
135.     future = future.fillna(method='bfill').fillna(method='ffill')
136.
137.     forecast = model.predict(future)
138.     return forecast
139.
140. def plot_lifecycle(data, forecast):
141.     """Visualizza i risultati delle previsioni."""
142.     plt.figure(figsize=(14, 7))
143.     plt.plot(data['ds'], data['y'], color='blue', label='Historical Data')
144.     plt.plot(forecast['ds'], forecast['yhat'], color='red', linestyle='--',
label='Forecast')
145.     plt.xlabel('Date')
146.     plt.ylabel('Close Price')
147.     plt.title('Stock Price Prediction with Prophet model')
148.     plt.legend()
149.     plt.grid(True)
150.     plt.show()
151.
152. def main():
153.     ticker = input("Inserisci il ticker dell'azienda: ")
154.     data = get_financial_data(ticker)
155.
156.     if data.empty:
157.         print("Impossibile procedere senza dati storici.")
158.         return
159.
160.     price_data = preprocess_data(data)
161.
162.     # Scarica e preprocessa i dati economici reali
163.     economic_data = get_economic_data()
164.
165.     # Analizza le fasi del ciclo di vita dell'azienda
166.     lifecycle_data = analizza_fasi(ticker)
167.     if lifecycle_data is None:
168.         print("Impossibile procedere senza i dati delle fasi del ciclo di vita.")
169.         return
170.
171.     # Addestra il modello con variabili esogene e ciclo di vita
172.     model = fit_prophet_model(price_data, economic_data, lifecycle_data)
173.
174.     # Prevedi i dati futuri
175.     forecast = predict_future_prophet(model, price_data, economic_data, lifecycle_data)
176.
177.     # Visualizza il ciclo di vita
178.     plot_lifecycle(price_data, forecast)
179.
180. if __name__ == "__main__":
181.     main()
182.

```

## Appendice C: Risultati previsioni mercato azionario con i modelli proposti nella presente dissertazione

Di seguito sono riportati i dati grezzi risultanti dal test effettuato su 50 imprese estratte casualmente dall'insieme di società quotate al Nasdaq sui primi 15 giorni di ottobre 2024.

<b>Analisi di 50 imprese, previsioni effettuate in data 27/09/2024</b>				
<b>Ticker</b>	<b>Data</b>	<b>Predicted with Prophet</b>	<b>Predicted with LSTM</b>	<b>Prezzo di Chiusura</b>
INTC	2024-10-01	44,518624	21,271904	\$ 22,69
INTC	2024-10-02	40,364746	21,461657	\$ 22,39
INTC	2024-10-03	36,439074	21,564566	\$ 22,26
INTC	2024-10-04	32,784215	21,606665	\$ 22,59
INTC	2024-10-07	23,784313	21,537405	\$ 22,38
INTC	2024-10-08	21,521727	21,483625	\$ 23,32
INTC	2024-10-09	19,653214	21,424408	\$ 23,46
INTC	2024-10-10	18,184511	21,362923	\$ 23,22
INTC	2024-10-11	17,115247	21,301239	\$ 23,56
INTC	2024-10-14	16,215283	21,125807	\$ 23,44
INTC	2024-10-15	16,629531	21,072243	\$ 22,66
MSFT	2024-10-01	391,416060	432,085240	\$ 420,69
MSFT	2024-10-02	386,214930	433,008670	\$ 417,13
MSFT	2024-10-03	380,669412	433,890230	\$ 416,54
MSFT	2024-10-04	374,815818	434,709560	\$ 416,06
MSFT	2024-10-07	355,922439	436,614140	\$ 409,54
MSFT	2024-10-08	349,405280	437,061860	\$ 414,71
MSFT	2024-10-09	342,916752	437,429530	\$ 417,46
MSFT	2024-10-10	336,554033	437,728800	\$ 415,84
MSFT	2024-10-11	330,422150	437,971220	\$ 416,32
MSFT	2024-10-14	314,542002	438,462650	\$ 419,14
MSFT	2024-10-15	310,475061	438,576630	\$ 418,74
CSCO	2024-10-01	55,527356	51,181767	\$ 52,74
CSCO	2024-10-02	52,769762	51,325740	\$ 52,62
CSCO	2024-10-03	50,122086	51,394306	\$ 52,43
CSCO	2024-10-04	47,617631	51,419130	\$ 52,75
CSCO	2024-10-07	41,258263	51,377125	\$ 52,51
CSCO	2024-10-08	39,605280	51,346428	\$ 52,73
CSCO	2024-10-09	38,217272	51,312405	\$ 53,56
CSCO	2024-10-10	37,106773	51,276410	\$ 53,54
CSCO	2024-10-11	36,281684	51,239292	\$ 54,25
CSCO	2024-10-14	35,525889	51,125885	\$ 54,27
CSCO	2024-10-15	35,825384	51,088150	\$ 54,08



KHC	2024-10-01	16,253095	34,579407	\$	35,17
KHC	2024-10-02	16,350867	34,503326	\$	34,37
KHC	2024-10-03	15,500947	34,433910	\$	34,17
KHC	2024-10-04	13,610661	34,369460	\$	34,59
KHC	2024-10-07	1,247973	34,197890	\$	34,59
KHC	2024-10-08	-5,069834	34,146640	\$	34,66
KHC	2024-10-09	-12,370005	34,098083	\$	34,67
KHC	2024-10-10	-20,522167	34,052155	\$	34,83
KHC	2024-10-11	-29,357052	34,008830	\$	35,22
KHC	2024-10-14	-57,750930	33,894302	\$	35,36
KHC	2024-10-15	-66,972463	33,861210	\$	35,72
VRTX	2024-10-01	398,371727	479,954860	\$	469,76
VRTX	2024-10-02	394,291794	479,421900	\$	462,14
VRTX	2024-10-03	391,149186	479,258970	\$	453,55
VRTX	2024-10-04	388,981651	479,372160	\$	455,31
VRTX	2024-10-07	388,234305	480,726500	\$	448,60
VRTX	2024-10-08	389,722707	481,361100	\$	458,94
VRTX	2024-10-09	391,923370	482,035430	\$	467,97
VRTX	2024-10-10	394,710189	482,730160	\$	476,15
VRTX	2024-10-11	397,941785	483,432100	\$	481,71
VRTX	2024-10-14	408,770325	485,501280	\$	484,82
VRTX	2024-10-15	412,243331	486,165070	\$	484,30
MNST	2024-10-01	56,672011	52,931732	\$	51,59
MNST	2024-10-02	57,873776	53,074104	\$	50,94
MNST	2024-10-03	59,064465	53,233030	\$	50,31
MNST	2024-10-04	60,214238	53,401493	\$	50,95
MNST	2024-10-07	63,139265	53,922900	\$	49,24
MNST	2024-10-08	63,858789	54,094154	\$	49,49
MNST	2024-10-09	64,418838	54,261950	\$	49,77
MNST	2024-10-10	64,806799	54,425670	\$	50,77
MNST	2024-10-11	65,014966	54,584860	\$	51,31
MNST	2024-10-14	64,561632	55,033234	\$	51,68
MNST	2024-10-15	64,077645	55,172653	\$	52,62
CTAS	2024-10-01	149,900479	204,613750	\$	203,86
CTAS	2024-10-02	146,582308	204,880400	\$	205,30
CTAS	2024-10-03	143,280382	205,105130	\$	204,55
CTAS	2024-10-04	140,036307	205,308960	\$	204,91
CTAS	2024-10-07	131,050821	205,855270	\$	204,47
CTAS	2024-10-08	128,429039	206,018000	\$	207,02
CTAS	2024-10-09	126,050297	206,170460	\$	209,14
CTAS	2024-10-10	123,944038	206,312650	\$	206,13
CTAS	2024-10-11	122,136290	206,444730	\$	208,05

CTAS	2024-10-14	118,706535	206,786070	\$	211,50
CTAS	2024-10-15	118,274045	206,883590	\$	210,70
ADSK	2024-10-01	268,716330	265,968020	\$	267,47
ADSK	2024-10-02	270,556449	266,192020	\$	270,17
ADSK	2024-10-03	272,592066	266,115170	\$	268,59
ADSK	2024-10-04	274,786051	265,818660	\$	271,16
ADSK	2024-10-07	281,925384	264,126200	\$	267,23
ADSK	2024-10-08	284,357399	263,396480	\$	275,08
ADSK	2024-10-09	286,749379	262,614960	\$	276,88
ADSK	2024-10-10	289,062941	261,793430	\$	277,71
ADSK	2024-10-11	291,261049	260,941620	\$	281,67
ADSK	2024-10-14	296,817098	258,279500	\$	285,31
ADSK	2024-10-15	298,217131	257,376770	\$	286,48
GILD	2024-10-01	72,104486	81,952995	\$	83,94
GILD	2024-10-02	66,444542	81,672874	\$	84,74
GILD	2024-10-03	61,030706	81,299126	\$	84,17
GILD	2024-10-04	55,921384	80,856650	\$	84,59
GILD	2024-10-07	42,875719	79,273080	\$	84,43
GILD	2024-10-08	39,395714	78,692480	\$	85,21
GILD	2024-10-09	36,382556	78,096590	\$	86,14
GILD	2024-10-10	33,844012	77,490400	\$	84,67
GILD	2024-10-11	31,781022	76,878410	\$	84,95
GILD	2024-10-14	28,372081	75,047935	\$	85,05
GILD	2024-10-15	28,117603	74,452255	\$	85,82
GOOGL	2024-10-01	145,510360	162,196730	\$	166,99
GOOGL	2024-10-02	141,186176	162,664110	\$	165,86
GOOGL	2024-10-03	135,988030	163,097290	\$	165,86
GOOGL	2024-10-04	130,013384	163,508940	\$	167,06
GOOGL	2024-10-07	108,727366	164,665660	\$	162,98
GOOGL	2024-10-08	101,029383	165,032270	\$	164,38
GOOGL	2024-10-09	93,319013	165,390610	\$	161,86
GOOGL	2024-10-10	85,778845	165,740830	\$	162,08
GOOGL	2024-10-11	78,591427	166,082920	\$	163,24
GOOGL	2024-10-14	60,876637	167,059710	\$	164,96
GOOGL	2024-10-15	56,769788	167,368760	\$	165,46
ADBE	2024-10-01	582,814450	517,908100	\$	502,80
ADBE	2024-10-02	599,162017	515,500370	\$	505,81
ADBE	2024-10-03	615,068344	513,559630	\$	503,80
ADBE	2024-10-04	630,215545	511,976440	\$	507,22
ADBE	2024-10-07	668,334590	508,631130	\$	487,30
ADBE	2024-10-08	677,859295	507,824400	\$	496,24
ADBE	2024-10-09	685,530711	507,120820	\$	494,08

<b>ADBE</b>	2024-10-10	691,262689	506,500100	\$	503,57
<b>ADBE</b>	2024-10-11	695,018429	505,946320	\$	495,42
<b>ADBE</b>	2024-10-14	694,778547	504,570300	\$	509,65
<b>ADBE</b>	2024-10-15	691,199581	504,177220	\$	508,03
<b>QCOM</b>	2024-10-01	151,969416	168,868970	\$	165,78
<b>QCOM</b>	2024-10-02	153,632017	169,289670	\$	168,32
<b>QCOM</b>	2024-10-03	154,722757	169,620770	\$	168,92
<b>QCOM</b>	2024-10-04	155,194895	169,885960	\$	168,90
<b>QCOM</b>	2024-10-07	152,706538	170,443220	\$	166,94
<b>QCOM</b>	2024-10-08	150,610451	170,581850	\$	166,34
<b>QCOM</b>	2024-10-09	147,949457	170,706360	\$	170,22
<b>QCOM</b>	2024-10-10	144,794192	170,820160	\$	168,52
<b>QCOM</b>	2024-10-11	141,233195	170,925580	\$	169,98
<b>QCOM</b>	2024-10-14	129,221691	171,205100	\$	178,04
<b>QCOM</b>	2024-10-15	125,196307	171,288960	\$	174,09
<b>WBD</b>	2024-10-01	10,885957	8,086632	\$	8,16
<b>WBD</b>	2024-10-02	9,847951	8,119041	\$	7,97
<b>WBD</b>	2024-10-03	8,953526	8,148745	\$	7,74
<b>WBD</b>	2024-10-04	8,199166	8,175446	\$	7,78
<b>WBD</b>	2024-10-07	6,680358	8,230506	\$	7,72
<b>WBD</b>	2024-10-08	6,374618	8,240263	\$	7,72
<b>WBD</b>	2024-10-09	6,140450	8,246225	\$	7,73
<b>WBD</b>	2024-10-10	5,959568	8,248857	\$	7,54
<b>WBD</b>	2024-10-11	5,814268	8,248644	\$	7,52
<b>WBD</b>	2024-10-14	5,441800	8,235430	\$	7,54
<b>WBD</b>	2024-10-15	5,303128	8,228104	\$	7,60
<b>AMAT</b>	2024-10-01	161,778803	181,395770	\$	197,20
<b>AMAT</b>	2024-10-02	158,420785	181,822340	\$	201,15
<b>AMAT</b>	2024-10-03	154,115082	181,659270	\$	199,59
<b>AMAT</b>	2024-10-04	148,912768	181,082140	\$	201,97
<b>AMAT</b>	2024-10-07	128,822947	178,031100	\$	200,13
<b>AMAT</b>	2024-10-08	121,049425	176,807820	\$	200,88
<b>AMAT</b>	2024-10-09	112,997159	175,548430	\$	205,06
<b>AMAT</b>	2024-10-10	104,845977	174,274580	\$	203,96
<b>AMAT</b>	2024-10-11	96,786315	173,000530	\$	205,06
<b>AMAT</b>	2024-10-14	75,125412	169,252750	\$	213,89
<b>AMAT</b>	2024-10-15	69,388739	168,040280	\$	191,02
<b>CDNS</b>	2024-10-01	267,180771	275,407780	\$	263,32
<b>CDNS</b>	2024-10-02	269,971788	276,177340	\$	267,01
<b>CDNS</b>	2024-10-03	271,867137	276,882230	\$	265,79
<b>CDNS</b>	2024-10-04	272,766741	277,546630	\$	268,65
<b>CDNS</b>	2024-10-07	268,927953	279,392970	\$	262,86

CDNS	2024-10-08	265,446240	279,969820	\$	270,15
CDNS	2024-10-09	260,939629	280,529020	\$	279,56
CDNS	2024-10-10	255,506733	281,071000	\$	280,64
CDNS	2024-10-11	249,279729	281,596440	\$	282,39
CDNS	2024-10-14	227,597653	283,079650	\$	282,14
CDNS	2024-10-15	220,075778	283,545350	\$	269,47
MCHP	2024-10-01	86,913808	77,360300	\$	77,49
MCHP	2024-10-02	87,436547	77,489655	\$	78,22
MCHP	2024-10-03	87,786657	77,544640	\$	77,33
MCHP	2024-10-04	87,931583	77,554850	\$	77,68
MCHP	2024-10-07	86,915853	77,476620	\$	76,45
MCHP	2024-10-08	86,062900	77,441500	\$	77,31
MCHP	2024-10-09	84,960692	77,408350	\$	78,19
MCHP	2024-10-10	83,628543	77,378860	\$	77,34
MCHP	2024-10-11	82,095251	77,354060	\$	77,98
MCHP	2024-10-14	76,704671	77,312160	\$	78,99
MCHP	2024-10-15	74,818318	77,309670	\$	75,23
ISRG	2024-10-01	367,967913	485,331300	\$	484,76
ISRG	2024-10-02	364,463091	485,200350	\$	486,62
ISRG	2024-10-03	360,450488	485,087000	\$	479,63
ISRG	2024-10-04	355,970944	484,978580	\$	481,95
ISRG	2024-10-07	340,310327	484,646270	\$	471,23
ISRG	2024-10-08	334,597622	484,524350	\$	480,79
ISRG	2024-10-09	328,787902	484,394680	\$	490,38
ISRG	2024-10-10	322,983612	484,257100	\$	483,84
ISRG	2024-10-11	317,293805	484,111660	\$	484,78
ISRG	2024-10-14	302,061252	483,630860	\$	487,61
ISRG	2024-10-15	297,983721	483,456940	\$	478,47
PAYX	2024-10-01	127,830806	132,045550	\$	140,79
PAYX	2024-10-02	122,268983	131,692140	\$	140,76
PAYX	2024-10-03	116,389099	131,291260	\$	139,36
PAYX	2024-10-04	110,265830	130,862150	\$	138,65
PAYX	2024-10-07	91,320568	129,534530	\$	137,44
PAYX	2024-10-08	85,144089	129,108660	\$	138,16
PAYX	2024-10-09	79,213385	128,701050	\$	139,84
PAYX	2024-10-10	73,636619	128,315580	\$	139,29
PAYX	2024-10-11	68,520217	127,955150	\$	138,89
PAYX	2024-10-14	56,920420	127,042610	\$	142,35
PAYX	2024-10-15	54,590332	126,798070	\$	142,30
AAPL	2024-10-01	201,909081	223,558780	\$	226,21
AAPL	2024-10-02	204,654896	223,926540	\$	226,78
AAPL	2024-10-03	207,160247	224,093500	\$	225,67

<b>AAPL</b>	2024-10-04	209,364978	224,138150	\$	226,80
<b>AAPL</b>	2024-10-07	213,678299	223,931660	\$	221,69
<b>AAPL</b>	2024-10-08	214,229975	223,812650	\$	225,77
<b>AAPL</b>	2024-10-09	214,307299	223,682590	\$	229,54
<b>AAPL</b>	2024-10-10	213,910702	223,544900	\$	229,04
<b>AAPL</b>	2024-10-11	213,054320	223,401440	\$	227,55
<b>AAPL</b>	2024-10-14	208,073820	222,944270	\$	231,30
<b>AAPL</b>	2024-10-15	205,790683	222,784160	\$	233,85
<b>FAST</b>	2024-10-01	66,857600	72,006805	\$	71,09
<b>FAST</b>	2024-10-02	69,388135	72,210600	\$	71,38
<b>FAST</b>	2024-10-03	71,794837	72,408580	\$	70,71
<b>FAST</b>	2024-10-04	74,022151	72,599470	\$	70,18
<b>FAST</b>	2024-10-07	79,152267	73,126320	\$	70,00
<b>FAST</b>	2024-10-08	80,222913	73,286910	\$	70,17
<b>FAST</b>	2024-10-09	80,934880	73,440520	\$	70,61
<b>FAST</b>	2024-10-10	81,279649	73,587530	\$	69,99
<b>FAST</b>	2024-10-11	81,259170	73,728325	\$	76,82
<b>FAST</b>	2024-10-14	79,180279	74,116714	\$	76,69
<b>FAST</b>	2024-10-15	77,920685	74,235730	\$	76,91
<b>PCAR</b>	2024-10-01	86,667539	95,323746	\$	98,05
<b>PCAR</b>	2024-10-02	88,383417	95,517290	\$	97,92
<b>PCAR</b>	2024-10-03	90,203142	95,613235	\$	101,25
<b>PCAR</b>	2024-10-04	92,073236	95,626790	\$	103,41
<b>PCAR</b>	2024-10-07	97,437956	95,327614	\$	102,98
<b>PCAR</b>	2024-10-08	98,969547	95,155470	\$	102,80
<b>PCAR</b>	2024-10-09	100,295114	94,961710	\$	103,77
<b>PCAR</b>	2024-10-10	101,376998	94,752080	\$	103,62
<b>PCAR</b>	2024-10-11	102,185257	94,531000	\$	106,80
<b>PCAR</b>	2024-10-14	102,802430	93,827040	\$	108,22
<b>PCAR</b>	2024-10-15	102,398108	93,584940	\$	106,41
<b>AMZN</b>	2024-10-01	174,430973	191,363940	\$	185,13
<b>AMZN</b>	2024-10-02	176,845977	191,950620	\$	184,76
<b>AMZN</b>	2024-10-03	179,375939	192,411250	\$	181,96
<b>AMZN</b>	2024-10-04	181,976321	192,776950	\$	186,51
<b>AMZN</b>	2024-10-07	189,743572	193,516310	\$	180,80
<b>AMZN</b>	2024-10-08	192,172069	193,687230	\$	182,72
<b>AMZN</b>	2024-10-09	194,450006	193,833070	\$	185,17
<b>AMZN</b>	2024-10-10	196,539380	193,958070	\$	186,65
<b>AMZN</b>	2024-10-11	198,405776	194,065190	\$	188,82
<b>AMZN</b>	2024-10-14	202,384914	194,297380	\$	187,54
<b>AMZN</b>	2024-10-15	203,099425	194,349170	\$	187,69
<b>ROST</b>	2024-10-01	132,925744	153,293490	\$	148,19

<b>ROST</b>	2024-10-02	129,968769	153,333240	\$	147,73
<b>ROST</b>	2024-10-03	127,220883	153,370540	\$	146,78
<b>ROST</b>	2024-10-04	124,730082	153,421540	\$	145,58
<b>ROST</b>	2024-10-07	119,180146	153,672840	\$	140,12
<b>ROST</b>	2024-10-08	118,058448	153,782960	\$	141,82
<b>ROST</b>	2024-10-09	117,322976	153,901550	\$	142,39
<b>ROST</b>	2024-10-10	116,973341	154,026170	\$	141,03
<b>ROST</b>	2024-10-11	117,000026	154,154660	\$	143,36
<b>ROST</b>	2024-10-14	119,113163	154,548160	\$	143,32
<b>ROST</b>	2024-10-15	120,381360	154,678310	\$	146,25
<b>COST</b>	2024-10-01	679,409126	900,800400	\$	877,38
<b>COST</b>	2024-10-02	667,077680	901,197600	\$	878,53
<b>COST</b>	2024-10-03	653,875640	901,474600	\$	875,67
<b>COST</b>	2024-10-04	640,042597	901,631300	\$	883,11
<b>COST</b>	2024-10-07	597,410639	901,597500	\$	873,59
<b>COST</b>	2024-10-08	583,751739	901,485500	\$	890,42
<b>COST</b>	2024-10-09	570,834213	901,346440	\$	909,10
<b>COST</b>	2024-10-10	558,924593	901,188400	\$	893,63
<b>COST</b>	2024-10-11	548,272235	901,016700	\$	889,03
<b>COST</b>	2024-10-14	525,976018	900,446040	\$	889,76
<b>COST</b>	2024-10-15	522,310023	900,240660	\$	894,61
<b>LRCX</b>	2024-10-01	771,433218	773,182400	\$	797,38
<b>LRCX</b>	2024-10-02	773,128172	777,347700	\$	814,09
<b>LRCX</b>	2024-10-03	770,426173	780,624700	\$	811,1
<b>LRCX</b>	2024-10-04	763,298526	783,273740	\$	815,4
<b>LRCX</b>	2024-10-07	716,979951	788,599600	\$	806,1
<b>LRCX</b>	2024-10-08	694,389202	789,660770	\$	810,1
<b>LRCX</b>	2024-10-09	669,090673	790,405500	\$	828,6
<b>LRCX</b>	2024-10-10	641,754343	790,854550	\$	820,6
<b>LRCX</b>	2024-10-11	613,128518	791,031700	\$	828,9
<b>LRCX</b>	2024-10-14	527,766541	790,193300	\$	857,0
<b>LRCX</b>	2024-10-15	502,340091	789,550660	\$	763,6
<b>INTU</b>	2024-10-01	603,231620	640,855900	\$	606,28
<b>INTU</b>	2024-10-02	600,751998	640,923300	\$	607,28
<b>INTU</b>	2024-10-03	595,800546	641,090100	\$	603,81
<b>INTU</b>	2024-10-04	588,435368	641,208860	\$	610,67
<b>INTU</b>	2024-10-07	553,447657	640,954960	\$	602,43
<b>INTU</b>	2024-10-08	538,333147	640,681900	\$	613,37
<b>INTU</b>	2024-10-09	522,054714	640,344540	\$	621,61
<b>INTU</b>	2024-10-10	505,017812	639,962600	\$	619,30
<b>INTU</b>	2024-10-11	487,660633	639,553200	\$	616,68
<b>INTU</b>	2024-10-14	438,314223	638,294100	\$	617,16
<b>INTU</b>	2024-10-15	424,330193	637,895200	\$	617,89

CTSH	2024-10-01	69,637496	75,933930	\$	76,09
CTSH	2024-10-02	68,407084	75,924090	\$	76,76
CTSH	2024-10-03	67,226781	75,913216	\$	76,53
CTSH	2024-10-04	66,111004	75,900215	\$	77,14
CTSH	2024-10-07	63,263045	75,852950	\$	76,00
CTSH	2024-10-08	62,506420	75,836136	\$	76,13
CTSH	2024-10-09	61,853754	75,819470	\$	76,80
CTSH	2024-10-10	61,306545	75,803246	\$	74,50
CTSH	2024-10-11	60,864507	75,787690	\$	75,94
CTSH	2024-10-14	60,145289	75,746260	\$	76,77
CTSH	2024-10-15	60,094774	75,734390	\$	77,38
KLAC	2024-10-01	571,130726	780,502600	\$	753,69
KLAC	2024-10-02	559,569375	785,206400	\$	777,36
KLAC	2024-10-03	545,849834	789,816700	\$	774,56
KLAC	2024-10-04	530,165020	794,225950	\$	787,39
KLAC	2024-10-07	474,041440	805,913270	\$	781,67
KLAC	2024-10-08	453,450352	809,318050	\$	783,90
KLAC	2024-10-09	432,582034	812,512630	\$	804,63
KLAC	2024-10-10	411,875788	815,520800	\$	797,98
KLAC	2024-10-11	391,785679	818,364200	\$	803,73
KLAC	2024-10-14	339,767500	826,073000	\$	829,65
KLAC	2024-10-15	326,630592	828,409600	\$	707,72
AMGN	2024-10-01	285,848487	332,924400	\$	320,32
AMGN	2024-10-02	276,814954	332,188500	\$	319,73
AMGN	2024-10-03	269,381909	331,880550	\$	317,48
AMGN	2024-10-04	263,640853	331,883060	\$	319,66
AMGN	2024-10-07	256,766395	332,879300	\$	317,45
AMGN	2024-10-08	257,756127	333,369540	\$	317,68
AMGN	2024-10-09	260,194049	333,890700	\$	322,41
AMGN	2024-10-10	263,908285	334,426820	\$	321,01
AMGN	2024-10-11	268,696917	334,966800	\$	328,35
AMGN	2024-10-14	287,178992	336,539000	\$	324,62
AMGN	2024-10-15	293,881995	337,031370	\$	325,09
EA	2024-10-01	142,547047	141,404720	\$	142,25
EA	2024-10-02	137,836083	141,364760	\$	143,20
EA	2024-10-03	133,867799	141,315780	\$	140,69
EA	2024-10-04	130,667805	141,269760	\$	142,70
EA	2024-10-07	125,666461	141,216980	\$	142,90
EA	2024-10-08	125,444857	141,243150	\$	143,33
EA	2024-10-09	125,864879	141,295300	\$	143,74
EA	2024-10-10	126,858884	141,374330	\$	141,97
EA	2024-10-11	128,349387	141,480240	\$	143,24

EA	2024-10-14	134,925197	141,951890	\$	144,17
EA	2024-10-15	137,510322	142,156400	\$	146,42
BIIB	2024-10-01	255,663423	198,728420	\$	190,80
BIIB	2024-10-02	244,079837	198,469130	\$	188,74
BIIB	2024-10-03	234,086068	198,498380	\$	184,78
BIIB	2024-10-04	225,751292	198,710800	\$	185,68
BIIB	2024-10-07	210,761409	199,897400	\$	183,34
BIIB	2024-10-08	208,928075	200,380690	\$	182,30
BIIB	2024-10-09	208,503620	200,882400	\$	185,76
BIIB	2024-10-10	209,342708	201,393840	\$	188,59
BIIB	2024-10-11	211,279698	201,908810	\$	188,38
BIIB	2024-10-14	221,841327	203,433070	\$	191,56
BIIB	2024-10-15	226,314987	203,924760	\$	191,55
NVDA	2024-10-01	57,054921	117,808030	\$	117,00
NVDA	2024-10-02	54,333369	118,229880	\$	118,85
NVDA	2024-10-03	51,224427	118,559730	\$	122,85
NVDA	2024-10-04	47,794986	118,816870	\$	124,92
NVDA	2024-10-07	36,352171	119,290610	\$	127,72
NVDA	2024-10-08	32,430026	119,383530	\$	132,89
NVDA	2024-10-09	28,596366	119,456170	\$	132,65
NVDA	2024-10-10	24,935133	119,513420	\$	134,81
NVDA	2024-10-11	21,526762	119,559090	\$	134,80
NVDA	2024-10-14	13,536713	119,650590	\$	138,07
NVDA	2024-10-15	11,818970	119,671060	\$	131,60
SBUX	2024-10-01	103,392146	96,155710	\$	97,43
SBUX	2024-10-02	105,140161	96,140270	\$	96,50
SBUX	2024-10-03	106,905836	96,122420	\$	95,56
SBUX	2024-10-04	108,634269	96,100570	\$	96,58
SBUX	2024-10-07	113,095755	96,010826	\$	96,09
SBUX	2024-10-08	114,201213	95,974335	\$	96,21
SBUX	2024-10-09	115,062923	95,935684	\$	95,88
SBUX	2024-10-10	115,661362	95,895500	\$	93,88
SBUX	2024-10-11	115,985865	95,854420	\$	95,55
SBUX	2024-10-14	115,342833	95,730545	\$	94,76
SBUX	2024-10-15	114,640939	95,690170	\$	95,04
CMCSA	2024-10-01	46,297531	39,763740	\$	41,70
CMCSA	2024-10-02	44,134746	39,834232	\$	41,30
CMCSA	2024-10-03	42,142125	39,873528	\$	40,81
CMCSA	2024-10-04	40,339685	39,891373	\$	41,19
CMCSA	2024-10-07	36,214090	39,874947	\$	40,56
CMCSA	2024-10-08	35,292763	39,857304	\$	40,95
CMCSA	2024-10-09	34,601682	39,836624	\$	41,40



CMCSA	2024-10-10	34,137082	39,813880	\$	41,10
CMCSA	2024-10-11	33,891640	39,789715	\$	41,26
CMCSA	2024-10-14	34,349518	39,712370	\$	41,97
CMCSA	2024-10-15	34,846423	39,685677	\$	42,11
MRVL	2024-10-01	64,796950	71,269160	\$	70,31
MRVL	2024-10-02	65,960933	71,178660	\$	72,04
MRVL	2024-10-03	66,809007	71,051056	\$	72,24
MRVL	2024-10-04	67,321254	70,896810	\$	73,41
MRVL	2024-10-07	66,789369	70,361820	\$	73,72
MRVL	2024-10-08	65,954430	70,178665	\$	73,11
MRVL	2024-10-09	64,830885	69,999040	\$	72,84
MRVL	2024-10-10	63,456284	69,825000	\$	72,54
MRVL	2024-10-11	61,875892	69,657950	\$	74,01
MRVL	2024-10-14	56,442026	69,205970	\$	77,68
MRVL	2024-10-15	54,599974	69,072754	\$	79,41
ADI	2024-10-01	197,977996	227,848850	\$	223,67
ADI	2024-10-02	192,201058	228,420700	\$	227,73
ADI	2024-10-03	186,013311	228,852540	\$	226,56
ADI	2024-10-04	179,418461	229,189470	\$	228,23
ADI	2024-10-07	157,485119	229,881040	\$	226,51
ADI	2024-10-08	149,651019	230,050500	\$	229,40
ADI	2024-10-09	141,701502	230,201170	\$	233,24
ADI	2024-10-10	133,752890	230,336360	\$	230,70
ADI	2024-10-11	125,938545	230,458330	\$	232,86
ADI	2024-10-14	104,833407	230,757720	\$	236,43
ADI	2024-10-15	99,129574	230,838260	\$	225,87
XEL	2024-10-01	70,127371	64,370230	\$	65,32
XEL	2024-10-02	70,008157	64,338190	\$	65,15
XEL	2024-10-03	70,042872	64,306580	\$	64,40
XEL	2024-10-04	70,231770	64,274410	\$	63,73
XEL	2024-10-07	71,671615	64,168860	\$	63,01
XEL	2024-10-08	72,407467	64,129960	\$	62,93
XEL	2024-10-09	73,245302	64,089190	\$	62,58
XEL	2024-10-10	74,165020	64,046710	\$	62,16
XEL	2024-10-11	75,143986	64,002670	\$	62,31
XEL	2024-10-14	78,181333	63,863842	\$	63,02
XEL	2024-10-15	79,136277	63,816170	\$	63,43
CSX	2024-10-01	37,434435	34,062977	\$	34,52
CSX	2024-10-02	38,157870	34,041138	\$	34,17
CSX	2024-10-03	38,890483	34,017006	\$	34,12
CSX	2024-10-04	39,618831	33,990650	\$	34,49
CSX	2024-10-07	41,646381	33,901253	\$	33,65

<b>CSX</b>	2024-10-08	42,228812	33,869090	\$	33,87
<b>CSX</b>	2024-10-09	42,746611	33,836205	\$	34,26
<b>CSX</b>	2024-10-10	43,191072	33,802810	\$	34,53
<b>CSX</b>	2024-10-11	43,555136	33,769073	\$	34,96
<b>CSX</b>	2024-10-14	44,121726	33,667294	\$	35,29
<b>CSX</b>	2024-10-15	44,130513	33,633610	\$	35,50
<b>EXC</b>	2024-10-01	38,063687	39,494743	\$	40,77
<b>EXC</b>	2024-10-02	38,795736	39,507000	\$	40,95
<b>EXC</b>	2024-10-03	39,681827	39,493770	\$	40,78
<b>EXC</b>	2024-10-04	40,725469	39,463455	\$	40,21
<b>EXC</b>	2024-10-07	44,773555	39,323630	\$	39,54
<b>EXC</b>	2024-10-08	46,395586	39,271220	\$	39,61
<b>EXC</b>	2024-10-09	48,124824	39,218834	\$	39,60
<b>EXC</b>	2024-10-10	49,936138	39,167385	\$	39,27
<b>EXC</b>	2024-10-11	51,799502	39,117462	\$	39,74
<b>EXC</b>	2024-10-14	57,336625	38,979660	\$	39,93
<b>EXC</b>	2024-10-15	59,025436	38,938072	\$	40,56
<b>MU</b>	2024-10-01	85,993629	91,747550	\$	100,31
<b>MU</b>	2024-10-02	85,044518	92,934265	\$	99,85
<b>MU</b>	2024-10-03	84,136122	93,621216	\$	101,82
<b>MU</b>	2024-10-04	83,288630	93,983086	\$	102,25
<b>MU</b>	2024-10-07	81,281546	94,097320	\$	102,91
<b>MU</b>	2024-10-08	80,834117	93,982300	\$	102,54
<b>MU</b>	2024-10-09	80,511242	93,833180	\$	101,70
<b>MU</b>	2024-10-10	80,316116	93,662010	\$	105,69
<b>MU</b>	2024-10-11	80,248486	93,476410	\$	106,92
<b>MU</b>	2024-10-14	80,758640	92,874405	\$	108,34
<b>MU</b>	2024-10-15	81,134135	92,666435	\$	104,32
<b>MAR</b>	2024-10-01	208,228821	242,655180	\$	246,08
<b>MAR</b>	2024-10-02	207,937488	243,864470	\$	248,82
<b>MAR</b>	2024-10-03	207,115574	244,734860	\$	249,48
<b>MAR</b>	2024-10-04	205,757284	245,360890	\$	254,61
<b>MAR</b>	2024-10-07	198,633113	246,378860	\$	255,16
<b>MAR</b>	2024-10-08	195,374113	246,552370	\$	256,58
<b>MAR</b>	2024-10-09	191,775159	246,677920	\$	261,88
<b>MAR</b>	2024-10-10	187,917005	246,767520	\$	260,54
<b>MAR</b>	2024-10-11	183,891172	246,829600	\$	262,63
<b>MAR</b>	2024-10-14	171,839981	246,905750	\$	261,56
<b>MAR</b>	2024-10-15	168,197747	246,906590	\$	260,58
<b>AEP</b>	2024-10-01	95,277724	101,363540	\$	102,22
<b>AEP</b>	2024-10-02	92,375312	100,987630	\$	101,81
<b>AEP</b>	2024-10-03	89,581958	100,677900	\$	101,37

<b>AEP</b>	2024-10-04	86,953845	100,405670	\$	100,28
<b>AEP</b>	2024-10-07	80,562706	99,693886	\$	98,06
<b>AEP</b>	2024-10-08	79,068141	99,477196	\$	98,20
<b>AEP</b>	2024-10-09	77,941967	99,269160	\$	97,72
<b>AEP</b>	2024-10-10	77,201437	99,070015	\$	97,22
<b>AEP</b>	2024-10-11	76,854224	98,880135	\$	98,25
<b>AEP</b>	2024-10-14	78,100561	98,368935	\$	98,79
<b>AEP</b>	2024-10-15	79,205829	98,218414	\$	99,66
<b>TXN</b>	2024-10-01	192,024567	205,073750	\$	201,60
<b>TXN</b>	2024-10-02	186,115650	205,883710	\$	203,43
<b>TXN</b>	2024-10-03	180,315508	206,395260	\$	201,67
<b>TXN</b>	2024-10-04	174,690081	206,707630	\$	202,71
<b>TXN</b>	2024-10-07	159,494059	206,939270	\$	201,27
<b>TXN</b>	2024-10-08	155,184702	206,870470	\$	202,21
<b>TXN</b>	2024-10-09	151,341052	206,755200	\$	204,97
<b>TXN</b>	2024-10-10	148,007903	206,604030	\$	202,47
<b>TXN</b>	2024-10-11	145,223737	206,425430	\$	205,11
<b>TXN</b>	2024-10-14	140,440660	205,792050	\$	208,66
<b>TXN</b>	2024-10-15	140,087345	205,565810	\$	199,84
<b>HON</b>	2024-10-01	217,593337	202,685500	\$	206,07
<b>HON</b>	2024-10-02	215,927899	202,832170	\$	203,88
<b>HON</b>	2024-10-03	214,474108	202,807190	\$	202,88
<b>HON</b>	2024-10-04	213,239282	202,661160	\$	203,78
<b>HON</b>	2024-10-07	210,868601	201,817520	\$	203,33
<b>HON</b>	2024-10-08	210,513567	201,465440	\$	207,00
<b>HON</b>	2024-10-09	210,364221	201,096510	\$	213,70
<b>HON</b>	2024-10-10	210,409568	200,717010	\$	213,60
<b>HON</b>	2024-10-11	210,636330	200,331500	\$	215,99
<b>HON</b>	2024-10-14	212,241690	199,168640	\$	217,60
<b>HON</b>	2024-10-15	213,021519	198,786030	\$	217,27
<b>AMD</b>	2024-10-01	140,446332	165,683870	\$	159,75
<b>AMD</b>	2024-10-02	143,113713	167,494720	\$	159,78
<b>AMD</b>	2024-10-03	144,929911	169,296840	\$	162,85
<b>AMD</b>	2024-10-04	145,782225	171,070890	\$	170,90
<b>AMD</b>	2024-10-07	141,912868	176,149610	\$	170,97
<b>AMD</b>	2024-10-08	138,448698	177,750260	\$	172,80
<b>AMD</b>	2024-10-09	133,977256	179,302700	\$	171,02
<b>AMD</b>	2024-10-10	128,603714	180,806880	\$	164,18
<b>AMD</b>	2024-10-11	122,468781	182,263100	\$	167,89
<b>AMD</b>	2024-10-14	101,354631	186,350220	\$	165,27
<b>AMD</b>	2024-10-15	94,147009	187,621520	\$	156,64
<b>BKR</b>	2024-10-01	24,781638	36,008500	\$	36,75

<b>BKR</b>	2024-10-02	23,752606	36,194298	\$	37,22
<b>BKR</b>	2024-10-03	22,813383	36,364872	\$	37,55
<b>BKR</b>	2024-10-04	21,986630	36,523830	\$	37,93
<b>BKR</b>	2024-10-07	20,328738	36,948210	\$	37,96
<b>BKR</b>	2024-10-08	20,071319	37,074677	\$	37,46
<b>BKR</b>	2024-10-09	19,958149	37,194010	\$	37,59
<b>BKR</b>	2024-10-10	19,979540	37,306180	\$	37,61
<b>BKR</b>	2024-10-11	20,121490	37,411118	\$	37,70
<b>BKR</b>	2024-10-14	21,082987	37,681970	\$	37,64
<b>BKR</b>	2024-10-15	21,510195	37,757580	\$	36,32
<b>PEP</b>	2024-10-01	184,216116	172,538710	\$	171,38
<b>PEP</b>	2024-10-02	184,561423	172,016620	\$	169,55
<b>PEP</b>	2024-10-03	185,028705	171,611000	\$	168,53
<b>PEP</b>	2024-10-04	185,590313	171,286450	\$	167,97
<b>PEP</b>	2024-10-07	187,536225	170,597530	\$	167,21
<b>PEP</b>	2024-10-08	188,168605	170,424650	\$	170,42
<b>PEP</b>	2024-10-09	188,744236	170,269320	\$	172,54
<b>PEP</b>	2024-10-10	189,237922	170,127910	\$	172,99
<b>PEP</b>	2024-10-11	189,628379	169,997830	\$	174,81
<b>PEP</b>	2024-10-14	190,040279	169,659740	\$	176,10
<b>PEP</b>	2024-10-15	189,905037	169,561080	\$	175,90
<b>ADP</b>	2024-10-01	257,199340	275,458130	\$	280,08
<b>ADP</b>	2024-10-02	251,454084	274,799700	\$	283,55
<b>ADP</b>	2024-10-03	245,067612	274,099550	\$	284,62
<b>ADP</b>	2024-10-04	238,151351	273,395870	\$	285,16
<b>ADP</b>	2024-10-07	215,583202	271,388400	\$	282,12
<b>ADP</b>	2024-10-08	207,966536	270,767030	\$	285,42
<b>ADP</b>	2024-10-09	200,575971	270,170750	\$	287,77
<b>ADP</b>	2024-10-10	193,577042	269,599150	\$	286,91
<b>ADP</b>	2024-10-11	187,130598	269,051640	\$	288,36
<b>ADP</b>	2024-10-14	172,559533	267,549680	\$	291,00
<b>ADP</b>	2024-10-15	169,698530	267,095150	\$	290,04
<b>KDP</b>	2024-10-01	9,482659	37,707750	\$	37,19
<b>KDP</b>	2024-10-02	8,853032	37,723995	\$	37,02
<b>KDP</b>	2024-10-03	8,284465	37,738373	\$	36,64
<b>KDP</b>	2024-10-04	7,781427	37,750637	\$	36,39
<b>KDP</b>	2024-10-07	6,696508	37,774600	\$	36,15
<b>KDP</b>	2024-10-08	6,482023	37,778812	\$	36,20
<b>KDP</b>	2024-10-09	6,341781	37,781467	\$	36,22
<b>KDP</b>	2024-10-10	6,274956	37,782750	\$	36,51
<b>KDP</b>	2024-10-11	6,279999	37,782833	\$	36,38
<b>KDP</b>	2024-10-14	6,701818	37,777348	\$	36,65

<b>KDP</b>	2024-10-15	6,967468	37,774002	\$	36,92
<b>PFE</b>	2024-10-01	36,530439	28,315674	\$	28,67
<b>PFE</b>	2024-10-02	34,131847	28,253458	\$	28,61
<b>PFE</b>	2024-10-03	31,818477	28,165930	\$	28,34
<b>PFE</b>	2024-10-04	29,625092	28,059313	\$	28,58
<b>PFE</b>	2024-10-07	24,072176	27,678213	\$	29,20
<b>PFE</b>	2024-10-08	22,648273	27,543333	\$	29,18
<b>PFE</b>	2024-10-09	21,469531	27,408460	\$	30,19
<b>PFE</b>	2024-10-10	20,547686	27,274910	\$	29,34
<b>PFE</b>	2024-10-11	19,889303	27,143545	\$	29,16
<b>PFE</b>	2024-10-14	19,481986	26,767164	\$	29,08
<b>PFE</b>	2024-10-15	19,839132	26,648323	\$	29,44

## Appendice D: Software DELFI

L'applicativo DELFI, sviluppato da chi scrive nell'ambito del progetto di ricerca della presente dissertazione è accessibile al seguente link: <https://cavanna-ai.streamlit.app>. Di seguito si offre un'immagine esplicativa del software.



# Firm Life Cycle and Stock Return: a predictive analysis

**⚠️ Versione Beta:** Questo strumento è in fase sperimentale. Le previsioni potrebbero essere imprecise e non devono essere considerate come consigli finanziari.

Inserisci il ticker dell'azienda:

AAPL

- Mostra i dati
- Mostra Trend di Lungo Periodo

Analizza

## **Appendice E: Schemi di Bilancio Borsalino e Fratello S.p.A. (1953-1962-1973)**

Gli schemi di bilancio della Borsalino e Fratello S.p.A., relativi agli esercizi 1953, 1962 e 1973, comprendenti Bilancio e Conto Profitti e Perdite (assimilabili agli attuali Stato Patrimoniale e Conto Economico), sono stati scansionati previa autorizzazione da parte della Biblioteca Civica del Comune di Alessandria e fanno parte dell'archivio storico della Borsalino e Fratello S.p.A. (Archivio Storico della Borsalino, 2007). Gli schemi sono disponibili su richiesta, contattando l'autore della presente dissertazione al seguente indirizzo e-mail: [tesi.cavanna@gmail.com](mailto:tesi.cavanna@gmail.com)