



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in

Economia e Commercio

Indici di e in crisi

...

Index of and in Crisis

Relatore:

Prof. Manelli Alberto

Rapporto Finale di:

Nucci Maria Matilde

Anno Accademico 2019/2020

Indice

- Introduzione
- CAPITOLO 1 La Struttura Finanziaria
 - ➔ 1.1 Caratteri e natura
 - ➔ 1.2 Analisi per Margini
 - ➔ 1.3 Analisi per Indici
- CAPITOLO 2 Riscontri Giornalistici
 - ➔ 1.2 ~ 25 Gennaio – 2 Aprile

INTRODUZIONE

Tra le varie discipline che propongono direttive per la gestione dell'impresa, la finanza assume un ruolo maggiormente "dinamico".

Tale lavoro, presenterà pertanto rimandi a linee didattiche strettamente istituzionali ed argomentazioni attuali ed innovative.

Partendo dalla struttura finanziaria ed analizzandone alcuni indici reddituali e alcuni margini finanziari, si offrirà poi un commento sulla variazione degli stessi in una situazione di crisi.

Sarà fornito un confronto fra tre grandi Aziende, nel limite dei dati raccolti e delle supposizioni sugli stessi.

La tesi terminerà con una serie di notizie circa la crisi del periodo che si sta vivendo a livello mondiale e verrà accompagnata da correlazioni economico-finanziarie.

CAPITOLO 1

LA STRUTTURA FINANZIARIA

1.1 CARATTERI E NATURA

L'attività aziendale richiede investimenti per avviare il ciclo di produzione, a cui seguiranno flussi finanziari attivi e passivi. Il fabbisogno finanziario è l'insieme delle risorse necessarie per acquisire i fattori della produzione.

Le fonti di finanziamento accessibili dall'impresa sono:

- Autofinanziamento: di origine interna, generazione di utili reinvestiti nell'impresa e capitale generato da costi non monetari
- Capitale proprio: capitale sociale e riserve, è il capitale di pieno rischio
- Capitale di debito: può essere a breve (18 mesi) o medio- lungo termine

Ogni azienda, in base a caratteri e settore di appartenenza, avrà una struttura finanziaria differente e personalizzata.

DLI	PB
DLD	
RIM	PML
IMN	
	PN

Fig.: La Struttura Finanziaria

Per l'analisi finanziaria, il bilancio con tutti i suoi prospetti è il principale strumento. L'analisi di bilancio si può attuare per: margini, indici e flussi di fondi. Per tale analisi servono prospetti omogenei e compatibili.

1.2 ANALISI PER MARGINI

Tra i Principali margini abbiamo:

CCN → capitale circolante netto

$$CCN = CCL - PB = DLI + DLD + RIM - PB$$

$$CCN = (PN + PM) - IMN$$

Per assicurare equilibrio delle poste patrimoniali deve essere caratterizzato da

$CCN > 0$ = lotto minimo di scorte di magazzino.

MS → margine di struttura

$$MS = PN - IMN$$

Tale margine ci indica se l'azienda è capace di coprire le immobilizzazioni nette con il proprio patrimonio netto, cioè senza incorrere all'indebitamento. In questo caso si parla di livello di capitalizzazione. Un valore negativo significa la necessità di debiti a media e lunga scadenza, con l'insorgenza di interessi passivi che gravano sulla gestione economica.

In una situazione di crisi, ad esempio, soffermandosi su eventuali titoli posseduti, e partecipazioni in imprese controllate, collegate e controllanti, si dovrà porre l'attenzione su quale sia l'incidenza della perdita.

MT → margine di tesoreria

$$MT = DLI + DLD - PB$$

$$MT = CCN - RIM$$

Il margine di tesoreria ci indica se l'azienda riesce a fronteggiare i pagamenti. Un buon indice è un $MT=0$.

Al contrario un margine sensibilmente positivo, indicherebbe una situazione di inefficienza in quanto non si è data importanza agli investimenti, bensì si è investito in liquidità. Da notare come in una situazione di crisi, un investimento in liquidità potrebbe incidere notevolmente ancor di più sul risultato; come anche se ci trovassimo con un valore negativo sintomatico di una situazione di squilibrio monetario, causato probabilmente da una eccessiva quantità di scorte.

Non meno significativa la variazione del margine, nel momento in cui, in una situazione di crisi si dovessero verificare una possibile dilatazione dei pagamenti e un probabile rallentamento degli incassi dei crediti.

Si dovrà analizzare poi, la perdita strettamente legata alle rimanenze di magazzino, che con un rallentamento delle vendite sicuramente aumentano e considerare quei prodotti finiti o merci che si deteriorano o si consumano. E in ultimo quanto il tutto influenzerà il margine stesso.

PFN → posizione finanziaria netta

$$PFN = DF - AF$$

L'ultimo margine, la posizione finanziaria netta, è ottenuto dalla differenza tra il totale dei debiti finanziari, cioè negoziati con gli intermediari finanziari, creditizi e contrassegnati da scadenza a breve e a medio-lungo termine, e le attività finanziarie come depositi bancari, titoli, cassa e crediti finanziari.

Ci fornisce informazioni sulla situazione debitoria dell'impresa e della sua solvibilità; quali debiti finanziari non possono essere coperti immediatamente tramite la liquidazione di attività finanziarie.

Se prima era possibile intervenire con coperture immediate, adesso, in una situazione di crisi, in cui potrebbe cambiare la copertura del credito, c'è da domandarsi se ci sia lo stesso rientro delle attività.

1.3 ANALISI PER INDICI

Imprenditori e manager devono avere una “cassetta degli attrezzi” che consenta loro di assumere decisioni. Fra questi, di fondamentale importanza è il bilancio d'esercizio e, nello specifico, l'analisi del bilancio per indici.

L'analisi del bilancio d'esercizio è un processo che, attraverso una nuova classificazione delle voci di bilancio, agevola la formazione di un giudizio sull'equilibrio dell'azienda.

Per avere capacità segnaletica, i confronti, devono essere:

- All'interno dello stesso paniere di indici

- In archi di tempo differenti
- Nello spazio (confronto con altre aziende)

Durata e Turnover

Esprimono l'efficacia e l'efficienza degli obiettivi raggiunti dall'impresa.

Tempo medio di incasso = $\frac{\text{Crediti}}{\text{Fatturato} / 365}$ se il valore è troppo elevato

significa che non abbiamo forza contrattuale rispetto al nostro cliente.

Risulta semplice pensare che, in una situazione di crisi, il valore potrebbe aumentare significativamente ed avere maggior peso qualora si andasse a sovrapporre ad una scarsa forza contrattuale.

Tempo medio di giacenza dei crediti = $\frac{\text{Fornitori}}{\text{Acquisti} / 365}$ se è elevato, significa

che sappiamo come negoziare a nostro favore, per avere capacità di finanziare il fabbisogno della gestione corrente. In una situazione di crisi si cercherà di dilazionare il pagamento verso i nostri fornitori, pertanto sarà auspicabile un aumento di tale indice.

Tempo medio di giacenza delle scorte = $\frac{\text{Rimanenze}}{\text{Acquisti} / 365}$ se il valore è elevato,

significa che il ciclo produttivo e/o di distribuzione stanno rallentando.

Può anche essere scomposto nelle tre componenti: $\frac{\text{Materie}}{\text{Acquisti} / 365}$;

$\frac{\text{Semilavorati}}{\text{CV} / 365}$; $\frac{\text{Prodotti}}{\text{CV} / 365}$. Certo che, anche tale indice subirà un forte

pressione data da un momento di instabilità. Tenderà pertanto ad

aumentare. Riguardo alle singole voci, per le materie prime si potrebbe avere una perdita inferiore se confrontato con semilavorati e prodotti finiti.

Per comprendere meglio la struttura finanziaria invece, si considerano gli indici di turnover, che esprimono il contributo, in termini di valore monetario, di ciascuna componente analizzata alla formazione del fatturato.

Il giudizio positivo per l'azienda ci sarà nel momento in cui la stessa realizza un maggior livello di fatturato, rispetto alle imprese concorrenti a parità di capitale investito o impiegando meno capitale delle altre:

$$\text{Indice di rotazione del capitale investito} = \frac{\text{Fatturato}}{K}$$

$$\text{Indice di rotazione dei crediti} = \frac{\text{Fatturato}}{\text{crediti}}$$

$$\text{Indice di rotazione del magazzino} = \frac{\text{Fatturato}}{\text{Rimanenza}}$$

$$\text{Indice di rotazione delle immobilizzazioni} = \frac{\text{Fatturato}}{\text{immobilizzazioni}}$$

Redditività

Risulta di fondamentale importanza valutare anche la capacità dell'azienda di raggiungere i propri obiettivi economici. Ciò può avvenire tramite l'analisi degli indici di redditività.

Gli indici di redditività sono volti a misurare la capacità delle diverse aree di gestione di generare ricchezza economica delle diverse parti del capitale investito. Mettono a confronto un risultato economico con il capitale impiegato per ottenerlo. La valutazione utilizza gli indici di redditività, definiti dal confronto tra grandezze economiche. In linea generale mostra la direzione intrapresa dall'azienda o in riferimento ai competitors. Per cominciare va effettuata anche la classificazione del conto economico. Fra i più importanti indici di redditività:

- ✚ Il ROE (Return of Equity) $Roe = \frac{RN}{PN}$ esprime la capacità dell'azienda di raggiungere risultati tali per cui si garantisca una giusta remunerazione ai soci, cioè misura in termini percentuali il rendimento globale dell'impresa per i portatori di capitali di rischio.

- ✚ Il ROI (Return On Investments) $Roi = \frac{RO}{K}$ rappresenta la redditività del capitale investito, sia a titolo di capitale di rischio che di credito. È dato dal rapporto fra risultato operativo e capitale investito netto operativo. In particolare il capitale investito netto operativo è dato dalla somma del capitale circolante commerciale e delle immobilizzazioni operative nette. Il capitale circolante netto commerciale è dato dalla somma dei crediti commerciali e delle scorte di magazzino al netto dei debiti commerciali. Le immobilizzazioni operative nette sono date dalla somma degli investimenti al netto dei corrispettivi fondi ammortamento.

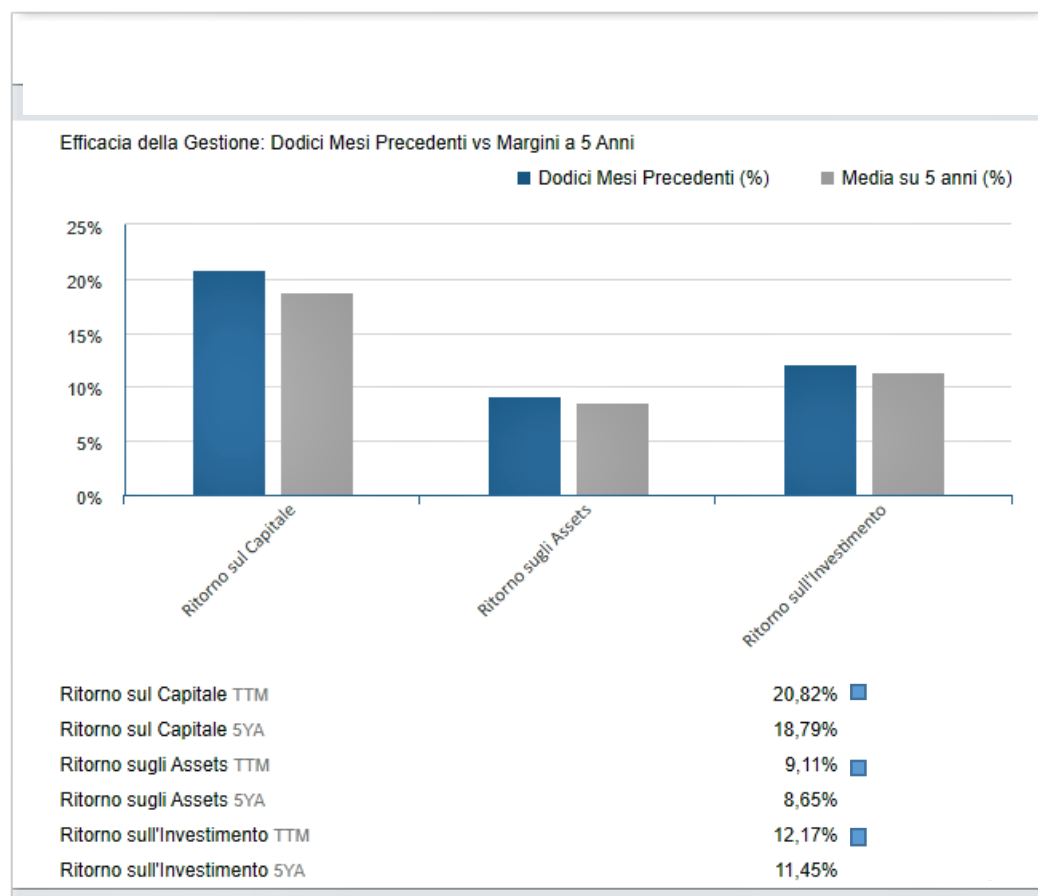
- ✚ Il ROS (Return On Sales) $Ros = \frac{RO}{Fatturato}$ misura la redditività delle vendite.

✚ IL ROD (Return On Debts) $Rod = \frac{OF}{D}$ misura quale è il livello di onerosità del capitale proprio a prestito.

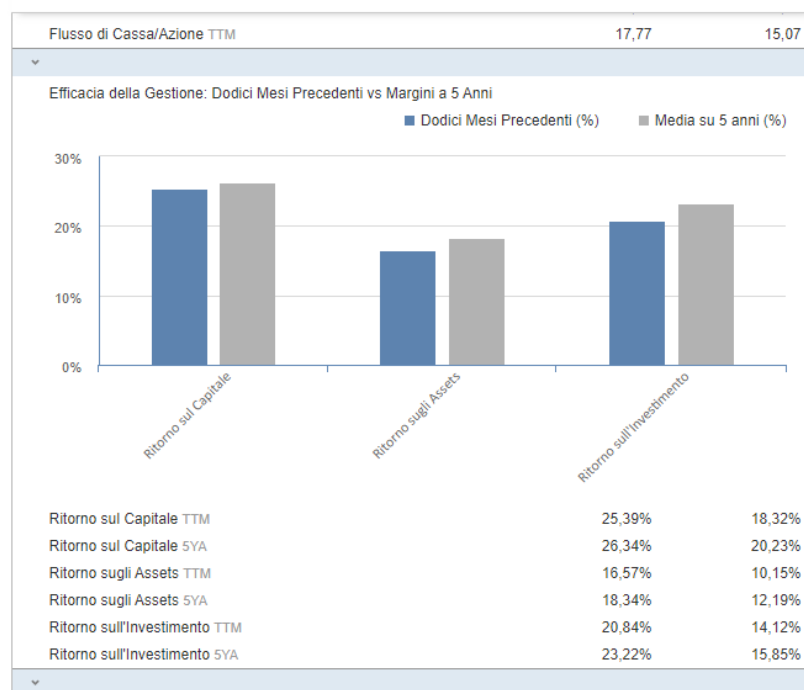
✚ Il ROA (Return On Assets) $ROA = \frac{RO}{Attivo}$ indica la capacità dell'impresa di ottenere un flusso di reddito dallo svolgimento della propria attività.

A seguire tre aziende che concorrono nel mondo del Lusso. Si ricordi che la maggior parte degli acquisti nel settore è fatta da turisti cinesi in vacanza in Italia.

Louis Vuitton 355,70 -2,30 (-0,64%)



Hermes International 685,60 -14,40 (-2,06%)



Analizzando ad esempio gli indici ROE, ROA, ROI di Louis Vuitton e di Hermes, si può notare come, nel corso dell'anno precedente e dei 4 antecedenti, ciascuna tipologia di redditività indagata abbia mantenuto un livello costante, senza registrare variazioni significative. Si nota però chiaramente, che mentre Louis Vuitton abbia, seppur di poco, migliorato tutti e tre gli indici, Hermes ha registrato un lieve calo.

Ma nel 2020, dati i minori acquisti cinesi, considerato il blocco mondiale, dati gli investimenti che non vedranno il rientro previsto, ci si può domandare come cambieranno gli indici di redditività e come varieranno le stime con i 4 anni precedenti.

Il blocco delle attività, potrebbe inoltre modificare, il trend del ROA che fino ad oggi si è mantenuto quasi costante.





Valutando, invece, la situazione di Tiffany, di cui disponiamo informazioni suddivise in trimestri di circa 14 anni, possiamo notare come in corrispondenza delle crisi più significative e recenti, 2008 – 2012 – 2018, si sono registrate variazioni importanti.

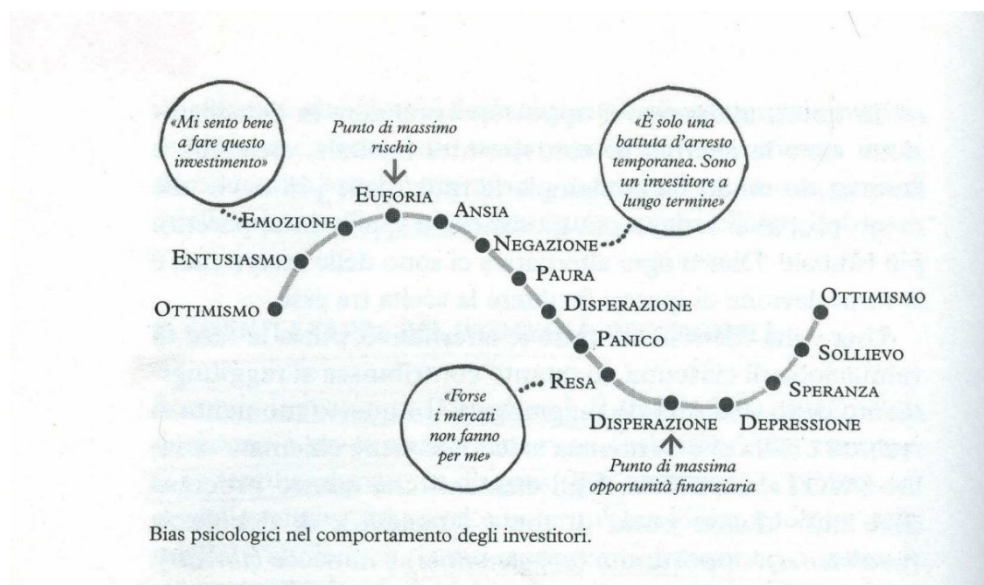
Il ROI negli anni di crisi e quelli successivi, ha registrato cali con una media di 10 punti %; il ROA ha subito un calo di circa il 5%; in ultimo il ROE ha registrato una diminuzione dell'8%.

Si può notare subito, che la crisi del 2018 ha avuto un impatto notevolmente inferiore; le due crisi precedenti, 2008 e 2012, che avevano visto rispettivamente un aumento esponenziale del credito e una diminuzione della crescita del commercio, hanno registrato numeri evidentemente più pesanti.

Tutte e tre queste aziende lavorano sin dagli inizi del 1800 circa e si occupano di abbigliamento, oggettistica per la casa, profumi e accessori. Pertanto definita l'affinità nel settore, si possono analizzare anche nell'insieme.

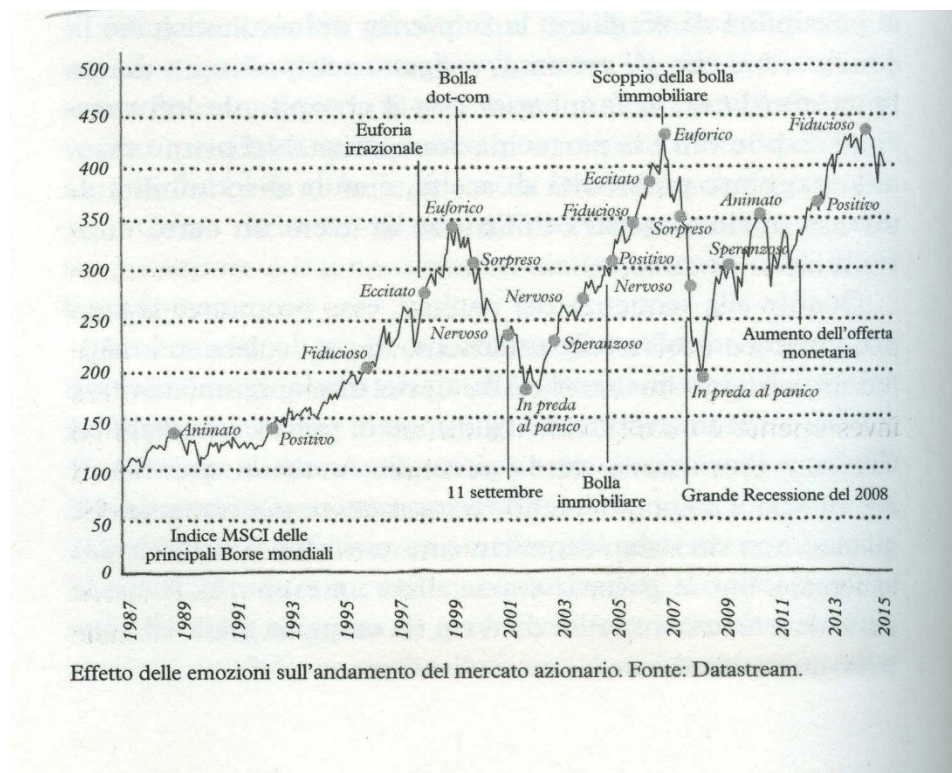
Come tutte le crisi, compresa quella attuale, non sono altro che un insieme di ignoranza e mala informazione. Le crisi si manifestano con una serie di eventi imprevedibili di cui non si dispongono, logicamente, sufficienti informazioni.

In un periodo di crisi, in cui si cerca l'alternativa migliore tra le peggiori aspettative, bisogna prestare attenzione al Bias psicologico comportamentale degli individui.



<<Gli esseri umani sono emotivi e i meccanismi psicologici che scattano in determinate situazioni spesso innescano processi passionali e impulsivi difficili da evitare. È invece possibile evitare di prendere decisioni irrazionali condizionate dalle emozioni se si segue con la massima disciplina un piano d'azione delineato in precedenza e in cui si identificano le possibili situazioni future>>.

“I mercati finanziari sono razionali?”



L'incertezza è tipicamente una situazione in cui gli individui non conoscono cosa accadrà in futuro: ciononostante, l'analisi economica assume che gli individui siano comunque in grado di associare delle probabilità al verificarsi di eventi possibili. L'aspettativa ha un ruolo fondamentale, perché anche l'interpretazione

soggettiva della situazione ha una ricaduta sulle azioni economiche intraprese dai singoli, in questo periodo infatti molte persone che hanno attività commerciali o di ristorazione sono indecise se aprire o meno per la stagione in corso.

CAPITOLO 2

RISCONTRI GIORNALISTICI

1.2 ~ 25 GENNAIO – 2 APRILE

“L’impatto del Covid-19 si è abbattuto sul sistema produttivo italiano e internazionale in maniera improvvisa, con una forza distruttiva e in maniera diffusa. L’effetto dell’emergenza coronavirus ha affondato la produzione in marzo (-16,6) e nel primo trimestre (-5,4). E le prospettive sono in netto peggioramento.”

“La produzione, al netto del diverso numero di giornate lavorative, arretra in marzo del 9,0% rispetto allo stesso mese del 2019”

“L’arretramento stimato nel primo trimestre 2020 (-5,4% sul quarto 2019) sarebbe il più forte dal primo trimestre del 2009, quando l’attività era scesa dell’11,1% congiunturale, nel pieno della grande crisi finanziaria internazionale indotta dallo scoppio della bolla dei mutui subprime in Usa.”

“[...] doppio shock negativo: dal lato della domanda, con il rinvio delle decisioni di spesa dei consumatori, la chiusura di numerose attività commerciali e l’azzeramento dei flussi turistici; dal lato dell’offerta, con il blocco di numerose attività produttive, [...] per consentire la sanificazione dei luoghi di lavoro delle imprese funzionanti. [...] lo scenario peggiore possibile [...] recessione che sarà profonda e la cui durata dipenderà dai tempi d’uscita dall’emergenza.”

“[...] chiusura del 57% delle attività industriali a partire dal 23 marzo; il restante 43% di imprese ha continuato a lavorare a un ritmo molto ridotto, con poche eccezioni a causa della più bassa domanda, delle difficoltà della logistica e del parziale blocco delle attività”

“[...] cancellazioni di ordini e blocco ulteriore delle filiere internazionali.”

“[...] la domanda domestica in alcuni settori sarà ancora molto debole ed il contributo di quella estera peggiorerà in linea con l’allargamento del contagio nel resto del mondo.”

“I settori esposti ai consumi, specialmente quelli fuori casa, ne risentiranno maggiormente, mentre il rafforzamento dell’avversione al rischio e più severe condizioni finanziarie potrebbero amplificare l’impatto dell’epidemia, eventualmente estendendosi agli investimenti”

“Nessuno ha dubbi sul fatto che la Cina, [...] sia la vittima numero uno dell’epidemia [...] oltre 50 milioni di persone in quarantena e migliaia di fabbriche chiuse le previsioni dei think tank sempre più cupe. Secondo Oxford Economics [...] il virus costerà alla seconda economia mondiale due punti percentuali di Pil, facendo deragliare la crescita complessiva 2020 al 5,4%. [...] il coronavirus, costringendo alla chiusura di migliaia di fabbriche cinesi, sta distruggendo intere catene del valore ormai ampiamente globalizzate.”

“[...] tutto l’import-export mondiale è a rischio.”

“<<Il Dragone rappresenta circa un terzo della crescita globale, [...]>> ha sottolineato Andy Rothman, economista di Matthews Asia. E le decisioni dell'economia cinese sono quadruplicate rispetto a 18 anni fa.”

“[...] Jerome Powell [...] <<Il virus genera incertezze sulla crescita e sulle prospettive dell'economia mondiale>> [...] <<E' una questione molto seria e molto probabilmente provocherà problemi all'economia cinese e a livello globale. La Fed sta già monitorando da vicino l'aumento e l'impatto dell'epidemia.”

“Oggi, con l'economia cinese quadruplicata, il coronavirus potrebbe avere un impatto negativo sul Pil mondiale anche superiore all'1,8%, tarpando le ali a una crescita globale stimata per il 2020 al 2,9%. Sempre che non si riesca a trovare una cura in fretta”.

“Per Kristalina Georgieva, direttrice del Fondo Monetario internazionale, è ancora presto per valutare l'impatto sull'economia cinese e globale della diffusione del nuovo coronavirus emerso a Wuhan: l'Fmi lo considera uno dei non pochi rischi downside a uno scenario di crescita globale confermato al 3,3% per quest'anno. Ma l'impatto sull'economia cinese e sui mercati finanziari anche internazionali sta rapidamente esplodendo, in parallelo all'estensione delle restrizioni al trasporto pubblico e alle persone”

“[...] con la sua crescita zero [...] La sindrome cinese ci colpirà i modo più profondo [...] per le sue ricadute economiche [...] abbiamo un sistema economico che poggia sulle esportazioni e i cinesi sono i maggiori consumatori mondiali. I

due settori del made in Italy che probabilmente soffriranno di più sono turismo e lusso [...] l'apoteosi dei viaggiatori dell'ex Celeste Impero dopo un 2019 record con 5,3 milioni di presenze [...]. Bernabò Bocca, presidente di Federalberghi, parla di una perdita netta di mezzo milione di turisti cinesi. Il conto sarà molto salato anche per il lusso: gli acquisti del settore esentasse nel 2019 hanno come protagonisti proprio i cinesi (28%), per una spesa totale di 462 milioni di euro, oltre 300€ al giorno, circa 1500€ a viaggio.”

“Il turismo vale il 10% del Pil italiano, il lusso oltre il 50% della nostra bilancia commerciale. E poi c'è la catena internazionale del valore [...]”

“[...] Un esempio è quello di Lvmh, il gigante guidato da Bernard Arnault, con capitalizzazione di 210,4 miliardi di euro e marchi del calibro di Dior, Bulgari, Fendi, Tiffany e ovviamente Vuitton, che ha subito l'impatto della notizia da subito, a inizio gennaio, per passare a un deciso calo dal 20 del mese. Con il susseguirsi delle notizie sull'espandersi del virus, il prezzo ha perso oltre il 5% per chiudere il 24 gennaio a 416,3€. Meglio non è andata ad altri marchi come Kering a Parigi, Ferragamo a Milano e Capri, Holding a New York, mentre hanno reagito in modo più composto Prada a Hong Kong e in Germania e Tiffany a New York”

“[...] Swatch decide di annullare il salone dell'orologeria a Zurigo, città in cui i suoi marchi di lusso avrebbero dovuto presentare le nuove collezioni a marzo. La

decisione si Swatch conferma la preoccupazione del settore e in particolare in Italia.”

“[...] Un fatto questo che potrebbe assestare un duro colpo per l’Italia che rappresenta la meta periferica dei visitatori cinesi e primeggia in Europa superando Francia, Germania e Spagna. [...] comitive [...] 4 milioni di persone [...] 400 milioni di euro l’anno.”

“[...] l’anniversario dei 50 anni delle relazioni diplomatiche italo-cinesi. [...] Nel frattempo sono già stati raddoppiati i voli tra Italia e Cina che sono passati da 56 frequenze settimanali a 108, ma gli slot aperti arrivano fino a 164, il numero più alto tra i Paesi europei.”

<< Combinazione di ignoranza e comportamenti irrazionali hanno gravi conseguenze sull’economia>> si veda come oltre alla paura convivono in questo periodo comportamenti errati, ad esempio molti dei giovani che non rispettano le distanze di sicurezza; questo nel piccolo potrebbe causare ulteriori danni se si dovesse riverificare la chiusura totale delle attività.

Come in ogni crisi i risultati che si vanno a creare sono: calo della produzione in quanto si cerca di utilizzare dapprima le scorte in magazzino, i tagli ai salari, l’aumento della disoccupazione, la contrazione della domanda, i fallimenti e l’aumento della povertà. Questa crisi con il suo impatto improvviso ha avuto conseguenze pesantissime.

<< Se i cicli di espansione producono fiducia, quando l'economia è invece in crisi il pessimismo sprofonda gli investitori nella depressione e spazza via in un istante le loro illusioni di ricchezza>>.

<< La prima reazione ad una crisi è solitamente di incredulità; le persone si sforzano di negare la realtà. Poi, di fronte alle conseguenze, abbiamo l'impatto, con preoccupazione e ansia, cui subentra in seguito una sensazione di sconforto, di solito accompagnata da un senso di perdita di controllo, stanchezza, ansia, paura e stress [...]. Gli stati d'animo vengono così pervasi dal virus dell'incertezza e il vaccino della fiducia sembra di là da venire>>.

<< [...] l'economia fa tesoro dei progressi della psicologia, [...]. La razionalità dei mercati si regge del resto su quattro pilastri fondamentali: formazione, informazione, trasparenza e regolamentazione>>.

L'incertezza del periodo COVID-19 sicuramente è data anche dalla velocità con cui si prendono certe decisioni, poiché le aspettative mutano tanto velocemente come variano rapidamente le informazioni elaborate.

Molte delle attività sono in dubbio se riaprire o meno, date le disposizioni a cui si devono attenere e anche prendendo questa decisione si incorre in un rischio. Ci si deve assumere il rischio di perdita, ma sarà da valutare quale sia la perdita minore.

In finanza, nel momento in cui si analizzano i pro e i contro delle varie opzioni si attua un "ANALISI SWOT".

<< L'acronimo indica: punti di forza (strengths), di debolezza (weaknesses), opportunità (opportunities) e minacce (threats)>>.

“Ἄλλ’ ἔοικεν οὐχ οὕτως ἀπροσδόκητον ὡς ἀφύλακτον εἶναι τὸ πεπρωμένον.”

“Ma il destino sembra che si possa più facilmente prevedere, che evitare” [Vita di cesare- Morte di cesare; Plutarco]

BIBLIOGRAFIA

- Finanza di impresa, a cura di Alberto Manelli e Roberta Pace
- Letteratura Greca: Dall'età ellenistica all'età cristiana, a cura di Giulio Guidorizzi,
Einaudi Scuola
- <<I mercati finanziari sono razionali?>>, Le sfide dell'economia, RBA.

SITOGRAFIA

- <https://it.investing.com/equities/l.v.m.h.-ratios>
- <https://it.investing.com/equities/hermes-international-ratios>
- <https://www.macrotrends.net/stocks/stock-comparison?s=roa&axis=single&comp=TIF>
- <https://www.macrotrends.net/stocks/stock-comparison?s=roe&axis=single&comp=TIF>
- <https://www.macrotrends.net/stocks/stock-comparison?s=roi&axis=single&comp=TIF>
- <https://www.ilsole24ore.com/>

RINGRAZIAMENTI

Il primo ringraziamento va innanzitutto al Professore per la disponibilità e la pazienza prestata.

Grazie a me stessa, per essere tenace e credere nei sogni anche se alcuni non si realizzeranno, perché io ci proverò.

Grazie a chi mi è stato accanto in questo periodo di studio, per chiarirmi qualche idea.

Grazie a chi, con il suo lavoro, ha allietato pomeriggi intensi di studio con chiacchiere e risate.

Grazie a chi fa parte con me del mondo U.N.I.T.A.L.S.I., in cui si “vive” la vita davvero.

Grazie a chi c'è sempre e da sempre.

Grazie a chi si è ricordato di essermi amico, vicino e confidente.

Grazie a chi ha fatto la sua parte in tempi passati e adesso c'è in maniera diversa.

Grazie a Gigi, che ha sopportato pomeriggi interi di ripasso e mi ha sempre, comunque, continuato a supportare.

Grazie!

Nucci Maria Matilde