

Prefazione

Per la Finanza Aziendale, o *Corporate Finance*, indipendentemente dal campo specifico di attività, un'azienda – sia essa produttrice di beni o servizi; operi nel settore primario, secondario, terziario, bancario o assicurativo; sia di proprietà privata o pubblica – procede *sostanzialmente* come un *ente gestore di risorse finanziarie*: ogni impresa economica è avviata dopo una decisione di *allocazione di capitale* adottata dai suoi finanziatori; la vitalità, il successo o l'insuccesso della vicenda saranno suggellati dai *risultati finanziari* che ne deriveranno fino al *recupero del capitale* impiegato. Anche se in misura diversa, qualunque iniziativa imprenditoriale, dopo aver ricevuto *mezzi finanziari* da parte di chi *vi* ha investito, *procede* rigenerando il capitale attraverso continue *operazioni finanziarie*: di *investimento* e di *finanziamento*. Dalla *fecondità* dei capitali dipende la possibilità che l'impresa *perduri* o *termini*; dipende la *creazione* o la *distruzione* di *valore*.

Tale *incipit*, piuttosto diretto, aiuterà il lettore a cogliere subito il tipico approccio che caratterizza la disciplina, e quindi l'angolazione che si presenterà a chi si sta avvicinando alla Finanza Aziendale per interesse personale o per ragioni professionali.

Perché è così importante questa *chiave di lettura* e qual è il vantaggio legato a tale approccio rispetto ad altri? Cosa rimane della rilevanza economica e sociale delle imprese?

La *concezione finanziaria dell'impresa* che connota la *Finanza Aziendale* merita certamente di essere ben illustrata: sia per cogliere l'ampio respiro della disciplina, sia per comprendere le ragioni del diffuso spontaneo proselitismo e del penetrante interesse per la finanza. Lo spostamento del *focus* da questioni attinenti l'aspetto *reale* del funzionamento di un'impresa – questioni legate al sistema di relazioni e al coordinamento produttivo delle risorse, in vista di una efficienza di tipo *reddituale* – ed il cambio di passo richiesto dalla concezione finanziaria – per la quale conta il *valore finanziario* dei flussi di cassa prospettici che potranno discendere da tali attività e che saranno *riservati* agli investitori – non è sempre agevole.

Tuttavia è opportuno se, in aggiunta alle più note relazioni economiche che collegano ogni impresa sul piano strategico e su quello operativo ai più diretti competitori e ai più prossimi interlocutori commerciali, si desidera considerare le interconnessioni finanziarie che, attraverso mercati e operatori finanziari, propagano rapidamente gli effetti di ogni mutamento di equilibrio e di scenario nel mondo traducendolo in aggiornamento delle *prospettive* e delle *pretese di rendimento dei capitali investiti*;

influenzando il valore finanziario di ogni impresa e di intere economie, pur *non* apparendo, il singolo evento, di diretta attinenza.

Per agevolare il salto logico, dall'*economia* alla *finanza aziendale*, si propone un percorso guidato attraverso temi e questioni fondamentali utili per acquisire conoscenze da trasformare in competenze professionali.

Il percorso è flessibile e può essere effettuato in modo agile e snello; può essere anche arricchito attraverso approfondimenti ed esemplificazioni contenuti in appositi box. Nel sito www.financefor.it sono ospitate diverse applicazioni informatiche (*App*) accessibili ai lettori che desiderino¹ verificare il grado di confidenza acquisito con il funzionamento di alcuni dei modelli illustrati.

Nel corso della trattazione, sul piano metodologico, si mira ad inquadrare adeguatamente ogni tema affrontato, si considerano eventuali aspetti problematici, si forniscono modelli teorici che indicano soluzioni razionali, si indicano, quando opportuno, gli orientamenti professionali noti e più comuni. Le presentazioni che precedono *parti* e *capitoli*, unitamente a questa, definiscono l'architettura del lavoro e consentono un collegamento agevole tra gli argomenti affrontati.

È stata privilegiata la trattazione di alcune delle molte questioni che attengono alla Finanza Aziendale; si è cercato di comporre in una prospettiva d'insieme le principali linee di pensiero e di ricerca che la arricchiscono, raccordando i contributi che la *finanza assiomatica* (basata su presupposti di *razionalità* economica degli operatori ed efficienza del mercato), la *finanza comportamentale* e la *finanza condizionata* continuano a fornire alla *Teoria* ed alla *Analisi del Valore* delle imprese.

In quanto disciplina *per* la gestione delle imprese, si presentano argomenti e ragioni sufficienti a spiegare la centralità acquisita dal *financial management* nell'attuale economia globalizzata.

In quanto *focalizzata* sul tema del *valore finanziario* delle imprese *quotate* – e *non* – nei mercati regolamentati, si considerano questioni di metodo e di merito attinenti alla stima del valore attribuibile al capitale investito nelle attività economiche: questione centrale per il *management* finanziario, per qualunque investitore azionario o obbligazionario, e per ogni professionista aziendalista chiamato ad esprimersi su questioni legate direttamente o indirettamente alla *valorizzazione* o al valore di *asset* reali.

E' infatti dal divario tra *valore* attribuito ad un investimento e *capitale impiegato* che emerge la convenienza netta per l'investitore: il tal senso il *valore* attribuito ad una impresa costituisce un livello soglia oltre il quale diventa *non conveniente* investire, *diseconomico*.

Non si trascurano le occasioni che consentono di richiamare le figure professionali tipiche della grande *industria finanziaria*, le organizzazioni e le prassi, utili ad orientare chi sarà interessato a proseguire lo studio della Finanza.

Il testo è organizzato in *parti*.

¹ L'accesso è riservato agli acquirenti del testo: nel volume è contenuta una nota che illustra le limitazioni dell'accesso e chiarisce come procedere.

La **parte prima** illustra i *fondamenti della Teoria Finanziaria* nel cui ambito si osservano le imprese come *opportunità di investimento*: prima *da apprezzare*, poi *da selezionare* e, eventualmente, *da cogliere* a beneficio della ricchezza individuale e collettiva.

Ai primi contributi teorici prodotti nel presupposto di *mercati perfetti*, ne seguono altri che muovono dall'assunzione che i mercati finanziari possano tutt'al più tendere a livelli di *forte efficienza*.

Altri studiosi hanno considerato il peso che i normali limiti cognitivi umani e alcune dinamiche psicologiche di gruppo (*finanza comportamentale*) hanno sulle anomalie registrate nei mercati.

Da ultimo (*finanza condizionata*) ci si sofferma a considerare le concrete circostanze nelle quali si formano le *opinioni* degli investitori che, non occorre rammentarlo, *precedono* le determinazioni di prezzo delle negoziazioni registrate nei mercati.

Approdando all'approccio suggerito dalla *finanza condizionata*, risuona la domanda *Quale finanza?* che Francesco Colombi pose in modo interlocutorio nell'introduzione di un lavoro del 1989 e che, non raramente, ritorna alla mente di chi a quell'epoca gli era già vicino da tempo. Il quesito non intende generare *smarrimento*, ma, al contrario, invitare a considerazione l'autentica *natura* della *Finanza Aziendale* e della *Teoria del valore*, soprattutto quando i suggerimenti provenienti da approcci e da metodologie per le *analisi* e per le *sintesi*, sembrano sovrapporsi.

L'attenzione si sposta dai mercati all'impresa e si esamina da vicino la *coordinazione economica* in chiave *finanziaria* per riconoscere ciò che, in tale prospettiva, anima gli *orientamenti* e l'*azione* aziendali. La *creazione di ricchezza per gli azionisti* (la proprietà, gli *shareholders*) costituisce l'imperativo categorico e, ancorati alla concezione finanziaria, si vuol capire *come* il *management* opera, tra le mutevoli condizioni espresse dai mercati reali e dai mercati finanziari, per raggiungere la *prospettiva strategica* prescelta unicamente in quanto *via* per conseguire l'obiettivo finanziario.

Quando le imprese sono *quoted* appare in chiara evidenza come la *proprietà* e i finanziatori o, più estensivamente, gli operatori dei mercati finanziari, aggiornano continuamente le valutazioni comparative riguardanti i frutti dell'operato del *management*, la coerenza tra *passi compiuti* e i *piani finanziari*, i *premi per il rischio*: per costoro la *valorizzazione del capitale investito nell'impresa* e i *corsi azionari* che ne registrano il grado di diffusione nei mercati costituiscono rispettivamente *unico interesse* e *unica manifestazione di apprezzamento* delle capacità *direzionali*. La mancanza di sintonia tra impresa e mercati comporta il disinteresse e la disaffezione dei finanziatori; condizione che, nei casi irreversibili, conduce al dissolvimento della vicenda aziendale.

Nella **parte seconda** si coglie la pervasività della *concezione finanziaria dell'impresa* attraverso il tratto distintivo con cui il *management finanziario* interviene in questioni che riguardano le decisioni *strategiche d'impresa*, al fine di armonizzare fabbisogni e

² Diversi, solitamente osservati separatamente; ma, in effetti, fortemente interconnessi.

rischi correlati ai progetti aziendali di produzione e di sviluppo sui mercati reali con il sistema di preferenze già alla portata degli investitori.

Inizialmente si configurano importanti nozioni di *capitale*, si distingue tra misure e stime delle sue parti ideali, si collega ogni modificazione del suo *stato* al *funzionamento prefigurato*, giungendo a considerare i forti *nessi logici* che legano gli equilibri prospettici ai rendimenti che ne potranno scaturire.

Nessuna vicenda economica aziendale rilevante in questa sede è concepibile a prescindere dalle risorse finanziarie necessarie per la strutturazione e per l'operatività; il capitale compare con l'avvio di ogni iniziativa; necessita di un impiego fecondo e registra il successo delle scelte allocative; nel tempo, istante dopo istante, costituisce l'immagine della *potenza* e dell'*atto*: di ciò che l'azienda può o si prepara a fare e dei risultati del suo agire.

Il *ritmo* dei suoi cambiamenti e le condizioni di *equilibrio* qualificano le continue modificazioni del capitale; il riferimento alla ciclicità con la quale si succedono investimenti operativi, impieghi e ulteriori finanziamenti consente la configurazione dei *report* utili all'apprezzamento dei risultati finanziari associabili al suo uso: sia in sede di pianificazione (*report previsionali*) che di controllo (*consuntivi*).

I temi richiamati preparano ad affrontare importanti questioni attinenti al ruolo della finanza che risolve le strategie in *piani finanziari* (*Finanza strategica*).

Il *percorso logico* non è breve e può essere opportuno considerarlo nella sua interezza per poi soffermarsi su aspetti particolari. Si muove dagli orientamenti insiti nelle *prospettive strategiche* aziendali che pongono in relazione *aspettative del management* (riguardo alla probabile evoluzione della *domanda* e dei *mercati di sbocco*; dei comportamenti dei competitori; dell'organizzazione e della disponibilità di risorse economiche che saranno necessarie) con *linee di azione*. Si collegano tali orientamenti ai *fabbisogni* di capitale che generano e alle *coperture* che richiedono. Il *management* finanziario riconsidera attentamente i piani strategici aziendali in relazione ai *rischi* e ai *risultati finanziari* che ne potrebbero scaturire pervenendo a *piani finanziari*: in altri termini, distinte le *finalità della pianificazione aziendale* dalla *valutazione dei piani*, perviene al valore attribuibile al capitale in relazione a *piani finanziari* che ne prospettano l'impiego. Può, attraverso l'*analisi del valore*, isolare specifiche *componenti* al fine dei controlli e degli apprezzamenti necessari.

Se l'esigenza di considerare anticipatamente *possibili evoluzioni* o *prossime tendenze* economiche, tecnologiche o sociali non è esigenza esclusiva della finanza, è tipico invece il *modo* nel quale la finanza prende in considerazione i possibili scenari prefigurabili: collegando *aspettative aziendali* ai *rischi* ai quali sono esposti i capitali necessari per le attività produttive; e derivando, quindi, *rendimenti finanziari* che giustificano l'esposizione a tali condizioni.

La **parte terza** riguarda le politiche finanziarie d'impresa che investono le scelte di *finanziamento* e di *distribuzione dei risultati agli azionisti*.

L'indebitamento costituisce una integrazione o una sostituzione delle fonti di finanziamento della proprietà (capitale *proprio*, di *rischio*) con fonti provenienti da creditori finanziari (capitale di *terzi*, di *credito*).

La questione della *rilevanza*, o meno, degli effetti che il ricorso al capitale di credito può provocare sul *valore complessivo* delle imprese, appartiene all'elenco delle questioni a lungo controverse nell'ambito degli studi della Finanza Aziendale. La tesi positiva (*rilevanza*) ha importanti implicazioni per le valutazioni del *manager* finanziario ed è verificabile in mercati finanziari *non perfetti*; considera sia *vantaggi* per gli *shareholders* che discendono principalmente dal beneficio fiscale di cui gli azionisti possono godere lasciando che sia l'azienda a indebitarsi piuttosto che farlo loro in qualità di persone fisiche; che le *modificazioni delle pretese di rendimento* da parte delle due *classi* di finanziatori in relazione alla distribuzione del *rischio operativo* tra *shareholders* e *bondholders* al variare del peso dell'indebitamento.

Se il rendimento richiesto dai finanziatori di un'impresa indebitata (*levered*) è diverso da quello che si può accampare verso la stessa impresa non indebitata (*unlevered*) il *management finanziario* deve considerare la finanziabilità dei piani aziendali in relazione alla struttura finanziaria accettabile dal mercato.

Le complicazioni introdotte in concomitanza di tale punto sono molteplici: i *creditori* si aggiungono agli azionisti con inferiori pretese di rendimento per la minore tolleranza al rischio; occorre verificare che i modelli valutativi delle due classi di investitori coincidano, nonché tener conto delle nuove interazioni che scaturiscono dalla situazione.

Alla *rilevanza* del ricorso al capitale di credito è collegata altra questione importante per la Finanza Aziendale, ovvero la politica di distribuzione di dividendi e gli effetti che tali politiche, e in particolare la loro modificazione, provocano sul *valore*.

Realisticamente si osserva che nel caso di un'impresa stretta tra competitori e domanda, perciò confinata ad uno stato stazionario, non avrebbe senso ritenere anche solo parte del *flusso di cassa netto disponibile* (*Free cash flow to equity*).

La questione si può porre, invece, in presenza di prospettive di *crescita per espansione* (qui distinta dalla *crescita per sviluppo*) e, in relazione a tali prospettive, ci si chiede se rilevi il *quando*, il *quanto*, e il *come* distribuire parte dei risultati aziendali invece di reinvestirli direttamente. Infatti, pur in un mercato *efficiente*, alcuni oneri possono sorgere per le imprese che, in presenza di opportunità di sviluppo nel settore in cui operano, devono trovare fonti sostitutive di quelle rilasciate sotto forma di dividendi; e, di contro, la distribuzione di dividendi può evitare oneri aggiuntivi in capo agli azionisti disinteressati a sacrificare sull'altare dell'*espansione aziendale* la pronta monetizzazione dei loro risultati attesi che, in assenza di rendimenti finanziari eccedenti, non comporta creazione di valore.

Diverso è il caso in cui un'impresa che appare in grado di generare rendimenti finanziari eccedenti i rendimenti pretesi dal mercato finanziario, consideri una maggiore ritenzione di utili per finanziare l'espansione: in tal caso il *trade-off* che si presenta all'azionista si risolve favorevolmente purchè il differimento temporale sia limitato.

I modelli di *pricing del rischio* esaminati nella **parte quarta** consentono di approfondire altro tema assai dibattuto ed esaminare strumenti utili per risolvere tale esigenza tenendo conto anche delle prassi adottate da analisti e investitori finanziari.

Il *Capital Asset Model* orienta al *pricing* del rischio in funzione del contributo alla *varianza di portafoglio* che ogni asset produce partecipando alla formazione del *rendimento medio* incerto (o *rendimento di mercato* se il paniere è esteso a tutti gli *asset del mercato*); l'*Arbitrage Pricing Theory* generalizza il problema del *pricing* considerando come più fattori possano essere forieri di rischio e possano influenzare il rendimento degli investimenti.

Si pone in relazione il *Capital Asset Model* con la teoria soggettivistica del costo del capitale, teoria invero considerata in più momenti nel testo ogni qualvolta occorre collegare le aspettative individuali degli investitori con le valutazioni finanziarie idonee a prendere posizione rispetto alle negoziazioni che avvengono nel mercato finanziario.

Le precisazioni fornite sulla rilevanza dell'indebitamento e sul costo del capitale consentono di approfondire molte questioni attinenti alla stima del valore finanziario delle imprese *levered*.

Definiti compiti e responsabilità tipici della *funzione finanziaria* la **parte quinta**, è dedicata alla *Finanza operativa* e quindi al *controllo*, possibile nell'ambito delle coordinate finanziarie considerate con la pianificazione finanziaria e confermata dai mercati.

Le analisi e le *valutazioni finanziarie* di rilevanti investimenti aziendali sono condotte nella cornice di prospettive condivise con i mercati finanziari, e pertanto devono tener conto dei livelli di rischio e rendimento concordate.

I *criteri* per la selezione degli investimenti industriali o commerciali, (implementativi, migliorativi o sostitutivi) devono essere coerenti con la *concezione finanziaria* dell'impresa e perciò allineati ai principi della finanza.

I progetti di *ricerca* e sviluppo di nuovi prodotti rivestono un'importanza enorme per le imprese *in competizione finanziaria* in quando dal loro esito dipende la continuità aziendale oltre il periodo di sfruttamento dei prodotti attuali. Il loro *buon fine*, che richiederà l'aggiornamento delle aspettative e nuovi piani, è alternativo solo all'insuccesso: la *condizione di incertezza* – che perdurerà finché non si manifesterà una situazione o dell'altra – non lascia quindi spazio all'apprezzamento di eventualità intermedie e richiede un approccio valutativo adeguato, che sarà *derivato* dal *pricing delle opzioni finanziarie*. Le *opzioni reali*, peraltro già adottate dal *Metodo valutativo Patrimoniale Dinamico* richiamato per la stima del *valore* di un'impresa (qui detto economico nel senso di *livello soglia* per un investimento *conveniente*), forniscono una chiave di lettura utile anche ad apprezzare, almeno sul piano concettuale, una componente importante contenuta negli investimenti, foriera di *flessibilità manageriale*.

Si approfondisce poi l'importante questione dell'*equilibrio* finanziario legato agli *utilizzi specifici* del capitale e alle specifiche *fonti* di finanziamento aziendali: tutti considerati nel loro *stato* e nella loro *dinamica*.

Se ne considerano condizioni di equilibrio assoluto, relativo e comparativo: tradizionalmente, infatti, si fa corrispondere la condizione di equilibrio finanziario ad una condizione *ideale* di *totale corrispondenza* tra determinati capitali, o tra determinati flussi, da bilanciare *come* forze di segno opposto; empiricamente, alcuni

analisti che si soffermano sulla questione, sono orientati a dar più peso alle *statistiche tra pari*, cioè a valutare le condizioni di equilibrio aziendale rispetto a medie, mediane, quartili rilevati dai bilanci di imprese comparabili.

In aggiunta ai predetti orientamenti, qui si considera come nel concreto funzionamento aziendale la condizione di equilibrio finanziario, che sarà ben specificata, sia racchiusa tra due limiti estremi: da un lato, la riduzione della fecondità del capitale in conseguenza della progressiva rinuncia all'impiego produttivo e al mantenimento in forma liquida; da un altro, l'innalzamento delle pretese di remunerazione dei finanziatori a seguito del deterioramento della correntezza finanziaria conseguente al suo impiego in contesti particolarmente rischiosi. Rendimenti dei capitali ed equilibri finanziari sono avvinti gli uni agli altri e perciò alcune analisi condotte su piani distinti possono risultare poco conclusive.

Il problema dell'equilibrio finanziario è quindi considerato con particolare attenzione fin dalla pianificazione finanziaria in quanto le scelte strutturali condizionano *solvibilità aziendale e valore finanziario*.

Si è scelto, di non affrontare alcuni importanti questioni connesse a situazioni operative: le considerazioni già effettuate rispetto alla *gestione del circolante*, i cenni che ora riguardano la *gestione della tesoreria* (divisa unica) e la molteplicità delle fonti approvvigionamento distinte in forme tecniche specifiche, danno chiara evidenza della varietà dei modi e degli strumenti con cui la finanza è chiamata ad intervenire nell'operatività proprio in relazione alla salvaguardia degli equilibri finanziari pianificati e del valore delle imprese.

La *finanza operativa* è interconnessa con la *finanza strategica*: fissate le *coordinate finanziarie* nell'ambito delle quali si potrà operare, la finanza operativa svolge attività *dirette* e di *coordinamento* finanziario dell'operatività aziendale, orientando l'impresa alla formazione dei risultati finanziari che il mercato apprezza mentre aggiorna nuove aspettative.

La **parte sesta**, che troverà sviluppi in altra sede, è dedicata a questioni attinenti *temi specifici* che nella prassi, come molte altre questioni, non trovano risposte o soluzioni operative sempre univoche: si tratta di problematiche che possono essere di ampio interesse o per il quesito che pongono o per la soluzione proposta.

I temi qui considerati sono due³.

L'obiettivo di massimizzazione del valore sembra non possa riguardare imprese nelle quali dominano *finalità sociali* o *interessi pubblici*: nel primo contributo sono considerate le imprese sociali, le quali offrono servizi che se fossero valutati in relazione ai flussi di cassa netti che generano in molti casi non giustificerebbero l'impegno di capitale da parte della proprietà (pubblica o privata che sia). Per apprezzarne l'utilità, seguendo una metodologia sperimentata, si suggerisce un *criterio economico* che mira a integrare il valore aggiunto aziendale con *addendi* che tengono conto dei *benefici* e dei *vantaggi* di cui godono le comunità per le quali le imprese operano.

³ I contributi sono stati prodotti da altri Autori, come specificato nelle attribuzioni.

Il contributo offre alcuni spunti di riflessioni: per esempio si può considerare che sebbene la *continuità* di una impresa sociale possa essere giustificata da obiettivi diversi da quello finanziario, sarebbe comunque opportuno che la proprietà vigilasse sulla misura e sulle componenti del valore finanziario di cui si priva (avviamento; integrità monetaria o integrità economica del capitale) a beneficio degli *stakeholder*.

Il secondo contributo riguarda altro tema anch'esso vicino a specifiche esigenze professionali. Nelle parti che precedono è stata sempre ipotizzata la presenza di un mercato finanziario, cioè di uno *spazio* nel quale *offerte* basate su *valutazioni individuali* potessero essere oggetto di confronto pubblico fino a trovare nei *prezzi azionari*, un *equilibrio* tra posizioni negoziali contrapposte.

La normativa che riguarda le *imprese quotate* in mercati regolamentari non si applica a quelle *non quotate*: le *non quotate* non sono quindi sottoposte a specifici controlli e le informazioni che riguardano ciascuna di esse sono poco accessibili e meno monitorate. L'interesse per una loro valutazione è estremamente più ristretto e la negoziazione delle quote di partecipazione è un evento non ordinario.

Quando, in occasione di operazioni societarie straordinarie o di compravendite della partecipazione, un *perito indipendente* è chiamato professionalmente a stimare il valore attribuibile ad una impresa non quotata, deve esprimere il proprio parere pervenendo – idealmente – al *valore equo* (non di parte) che probabilmente un mercato efficiente fisserebbe se l'impresa fosse quotata. Si trova quindi a effettuare *fuori mercato* le valutazioni dello stesso genere di quelle compiute incessantemente dagli operatori che agiscono *nel mercato*; anche l'uso che si farà di tale valutazione, come pure la negoziazione, rimarranno confinati in un ambito ristretto.

Per il perito la *scelta del costo del capitale* per la stima del valore attribuibile ai flussi di cassa attesi, costituisce un passo importante che richiede molta accortezza: la *prassi* – come già considerato nella *parte quarta* – orienta a fondare la scelta sui *rendimenti azionari storici* di imprese quotate in quanto la scelta sarebbe meno arbitraria, più razionale e maggiormente difendibile. Tale orientamento sconta una ampia comparabilità tra rischi apprezzati dai mercati per le imprese quotate e rischi dell'impresa oggetto di valutazione da parte del professionista. Quando, per molte ragioni, la comparabilità si attenua, la scelta si complica.

Nel contributo prodotto dagli Autori si assume che lo *status* di *non quotata* possa costituire un ostacolo alla immediata comparabilità; e che i rendimenti delle imprese quotate dipendano anche da livelli di equilibrio strutturali e dinamici.

Esaminate le caratteristiche strutturali delle imprese quotate e determinato il grado di correlazione che le lega al premio per il rischio implicito nei rendimenti di mercato, un modello di regressione statistica tenta di calibrare il *premio per il rischio* da richiedere per il capitale azionario di una impresa non quotata in relazione alle caratteristiche che la stessa ha rispetto al campione di società quotate selezionato.