

# FINANZA AZIENDALE

La finanza aziendale è in continuo mutamento a seconda del contesto economico in cui ci troviamo.

Fin quando le aspettative di crescita delle aziende europee erano ottime, prevaleva il modello anglosassone di business e di governo delle aziende.

Oggi, le aziende operano in un ambito più rischioso, vi sono basse opportunità di crescita e di ricavi, non vi è più la sola fonte di finanziamento del sistema bancario ma se ne sono diffuse di nuove, i prezzi dell'energia e delle commodities sono elevati, la situazione politica è incerta, i manager finanziari devono essere dotati di strumenti che consentano loro di gestire il contesto economico.

**Il manager finanziario ha il compito** di prendere decisioni di investimento e finanziamento che siano in grado di incorporare i rischi.

(ogni buon investimento va valutato tenendo conto del trade-off rendimento e rischio).

**L'obiettivo è sempre quello di creare valore** delle attività del capital budgeting, di finanziamento e di gestione del capitale circolante, acquisendo attività con rendimento superiore al loro costo e vendendo obbligazioni che raccolgano denaro più di quanto esse costino.

Quando la liquidità distribuita da azionisti e obbligazionisti è maggiore di quella raccolta dai mercati finanziari si sarà creato un valore.

## CHE COS'È LA FINANZA AZIENDALE

In primis la finanza aziendale **concerne le scelte di investimento, ha l'obiettivo di coprire l'ammontare di denaro raccolto tramite finanziamento con l'ammontare di denaro proveniente dall'investimento.**

Durante la vita dell'impresa, dal momento in cui inizierà a generare liquidità con la vendita, vi è anche lo scopo di creare un valore che residui al proprietario: un profitto.

Inoltre la finanza aziendale ha ruolo in ambito di contabilità, audit e copertura dei rischi. Perché il soggetto incaricato della finanza aziendale, diviene tramite tra imprese e mercati che tramite il bilancio valutano la società, ed è suo compito identificare e valutare i rischi alla quale si è esposti.

### Le 3 questioni

- 1) Come può l'impresa raccogliere liquidità?  
Dipende dalla struttura finanziaria che si vuole adottare, il rapporto tra debiti finanziari ed equity.
- 2) In quali attività a lungo termine si deve investire?  
= "capital budgeting" processo di realizzazione e gestione degli impieghi di capitale su attività di lunga durata.  
= decisioni di investimento e finanziamento

- 3) Come gestire i flussi di cassa operativi a breve termine?  
E' necessario sincronizzare i flussi in entrata e flussi in uscita

### 1) LA STRUTTURA FINANZIARIA - mix equity-debito

Possiamo immaginare che la liquidità di un'impresa sia una torta, inizialmente può assumere una determinata struttura, si compone per la maggior parte di finanziamento da terzi e in parte di capitale proprio o viceversa;

Questa struttura nel tempo può cambiare per emissione di nuovo equity e i proventi derivanti da essa utilizzati per acquistare il debito aumentando il capitale proprio o viceversa aumentando i debiti da terzi.

**Il valore dell'impresa** è perciò

$$V = D + E$$

D= valore di mercato del debito

E= valore di mercato dell'equity

Il compito del manager finanziario è quello di scegliere un **rapporto fra debito ed equity che massimizzi il valore dell'impresa.**

### 2) QUALE INVESTIMENTO

- **Analisi del timing:** collocazione temporale dei flussi di cassa;  
è molto importante per la scelta degli investimenti, sappiamo che valore dell'investimento dipende dalle scadenze in cui si prevedono i flussi di cassa.  
Il principio indiscusso è che gli individui preferiscono ricevere denaro prima piuttosto che dopo.

- **rischio dei flussi di cassa** che dipende dall'incertezza nell'ammontare e dell'andamento temporale dei flussi di cassa, più è grande il rischio e più sappiamo che l'investitore ne è avverso.

### 3) GESTIONE DEL BREVE

E' importante identificare i flussi di cassa ma non è semplice, perché le informazioni sono contenute nei bilanci e ben sappiamo che i bilanci registrano le vendite effettuate anche se non hanno ancora generato incassi;  
Dal punto di vista contabile si fa riferimento al CCN= differenza tra passività e attività a breve termine; ma una situazione contabile favorevole non si riflette anche in positivo dal punto di vista finanziario, perché la creazione di valore si ha solo nel momento in cui effettivamente si incassa il denaro.

## CHI ASSUME IL RUOLO DEL MANAGER FINANZIARIO

Il ruolo della gestione finanziaria nelle **piccole imprese** è assunto dall'amministratore delegato o dal proprietario stesso.

Via via che l'impresa ha **dimensioni maggiori**, i compiti di tale ruolo vengono svolti da più soggetti.

- un alto dirigente chiamato CFO (Chief Financial Officer= direttore finanziario)  
Prende molte decisioni, anche quando queste spettano al CdA è chiamato a fornire consistenti supporti;  
in sostanza collabora con il CEO (amministratore delegato eletto interno della CdA)

Nelle imprese di maggiori dimensioni possono collaborare con il CFO:

- il tesoriere (in ambito finanziario): gestore della liquidità, delle decisioni di investimento e della programmazione finanziaria
- il controller che si occupa di contabilità e audit, dell'analisi dei costi, adempimenti fiscali, dei sistemi informativi

## RAPPORTI CON L'ESTERNO DEL MANAGER FINANZIARIO

Il manager per via dei suoi compiti avrà rapporti con

- **mercati finanziari** quando essi acquistano titoli dell'azienda e quando per contro l'impresa deve pagare dei dividendi agli azionisti o rimborsare capitale e interessi agli obbligazionisti o agli istituti di credito;
- **Stato** in particolare per i flussi di cassa che riguardano le imposte

## GLI OBIETTIVI DEL MANAGEMENT FINANZIARIO

Analizzeremo principalmente le aziende di grosse dimensioni con scopo di lucro, perché le questioni che esse affrontano comprendono anche quelle affrontate dalle piccole imprese e per cui i principi della finanza aziendale sono applicabili ad entrambe.

Il discorso è in parte valido anche per le imprese non profit perché hanno comunque l'obiettivo di massimizzare il valore della produzione (ma non quello del mero profitto).

### Obiettivi specifici:

- sopravvivere
- evitare il dissesto finanziario e il fallimento
- battere la concorrenza
- massimizzare vendite e quota di mercato
- minimizzare i costi
- massimizzare i profitti
- mantenere una crescita costante degli utili

### Obiettivi suddivisibili in 2 macrocategorie:

- 1) obiettivi di redditività
- 2) Obiettivi di contenimento del rischio

Trade-off: la ricerca di profitto implica l'assunzione di rischio (conflitti di interesse tra obiettivi)



Per S.p.A. **L'obiettivo principale è creare ricchezza aggiungere valore per i proprietari dell'impresa**

## = riferimento primario sono gli azionisti

COME? Con l'aumento del valore delle azioni dell'impresa  
= il manager deve massimizzare il valore corrente delle azioni (dell'equity)  
c.d. "shareholder view" (guardando interessi degli azionisti)

**NB:** È ragionevole questo obiettivo, in quanto gli azionisti sono i proprietari residuali, se vengono soddisfatti questi significa che tutti gli altri soggetti interessati all'andamento dell'impresa lo sono già (creditori, fornitori, dipendenti....)

L'**obiettivo più generale** che può avere il management finanziario, cioè che riguarda anche le imprese non quotate ma a scopo di lucro, è

**massimizzare il valore di mercato del capitale proprio esistente;**

\* in quanto il valore totale delle azioni è pari al valore del capitale proprio

Non dobbiamo preoccuparci della struttura organizzativa assunta dall'azienda, le buone decisioni finanziarie aumenteranno il valore del capitale, viceversa le cattive decisioni lo ridurranno.

## RIPASSO: i mercati finanziari

### LE FORME DI FINANZIAMENTO

\* equity = differenza fra il valore delle attività e delle passività dell'impresa, indica il diritto residuale sull'attività dell'azienda.

Quando l'impresa ha bisogno di liquidità *deve scegliere il finanziamento più efficiente e meno oneroso* tra:

1) cedere una quota di proprietà= vendere una parte della società

2) Indebitarsi= contrarre un prestito e successivamente restituire capitale + interessi

Es: rivolgendosi ad una banca o emettendo titoli di debito sui mercati finanziari.

Entrambi sono fonti sia a breve che a ML termine, in genere prestiti e altre obbligazioni hanno rimborso previsto entro un anno, il capitale proprio e l'equity non devono essere rimborsati.

**I mercati finanziari** si dividono in:

- mercati di capitali, per titoli a lunga scadenza

- mercati monetari, per titoli a breve scadenza comprendono:

- dealer market: mercati nei quali vi sono imprese che offrono quotazioni continue e si impegnano ad acquistare vendere strumenti del mercato per conto proprio e perciò assumendosi completamente rischio.

- agency market: mercati nei quali opera un broker, semplice intermediario che agisce per conto di un cliente senza acquisire personalmente la proprietà dei titoli.

\*Il rischio assunto dal dealer è chiamato "inventory risk" (rischio di giacenza): il dealer acquista i titoli e solo successivamente cerca una controparte; il suo profitto è dato dalla differenza tra il prezzo di vendita il prezzo di acquisto del titolo, "bid-ask spread".

\*Nell'agency market viene ingaggiato un broker per trovare una controparte e la trattativa avverrà solo qualora questa sia trovata.

Il MERCATO PRIMARIO: con negoziazione privata o vendita pubblica.

*Emissione di debito:* è utilizzato da Stato e dalle imprese che emettono per la prima volta i titoli; spesso le azioni e le obbligazioni offerte al pubblico vengono prima sottoscritte da un consorzio di banche di investimento che li acquista per conto proprio e le rivende ad un prezzo superiore. Questi titoli devono essere registrati e l'impresa deve rispettare degli obblighi di divulgazione delle informazioni.

\* ogni paese prevede un istituzione apposita per la regolamentazione e la registrazione dei titoli negoziati pubblicamente

*Collocamento privato:* vendita alternativa tramite negoziazione privata e con grandi istituzioni finanziarie che permette di ridurre i costi e non obbliga alla registrazione dei titoli

MERCATO SECONDARIO: di negoziazione o ad asta

I mercati secondari permettono di trasferire la proprietà dei titoli societari già esistenti.

- mercati di negoziazione di azioni e obbligazioni a lungo termine vengono chiamati OTC, e in essi avviene la maggior parte delle compravendite di titoli di debito;

- mercati ad asta: gli scambi si realizzano in un luogo fisico.

Nel sistema ad asta (SETS nella borsa inglese) gli operatori possono proporre ordini di acquisto o vendita ad un prezzo massimo e se questo non incontra una domanda/offerta di pari ammontare viene inserito nel "limit Order book" in attesa che questo avvenga.

In alternativa possono decidere di acquistare o vendere tempestivamente al prezzo migliore.

Le azioni di società di dimensioni minori vengono trattate in un sistema di negoziazione (SEAO Londra) nei quali i dealer immettono le proprie proposte di acquisto e vendita, e queste vengono registrate da un circuito automatico chiamato "Quote-Driven".

Le proposte con il minor prezzo di vendita e maggior prezzo di acquisto hanno più probabilità di successo

**!!! L'impresa in ogni caso ha interesse che funzioni la vendita dei suoi titoli tanto nel mercato primario, quanto nel mercato secondario,** nel primo ha un interesse diretto nel secondo l'interesse deriva dal fatto che un titolo attrae investitori solo se ha una buona performance (redditività allineata alle aspettative) ed è abbastanza liquido (è facile trovare una controparte disposta ad acquistarlo).

- di negoziazione diretta: circuiti bilaterali, riguardano i circuiti bancari.

Si distinguono dai mercati organizzati perché in questi non vengono scambiati strumenti standardizzati (contratti uguali per tutti) ma nascono rapporti bilaterali, gli scambi avvengono tramite un venture capital (intermediari finanziario), si stabiliscono rapporti univoci che possono essere diversi con i vari finanziatori.

vi è una ricerca autonoma della controparte, contatto diretto tra le parti, personalizzazione dei

contratti, scarsa trasferibilità dei contratti.

Es: istituzioni finanziarie (Borsa italiana)

- organizzati: supportati da apposite piattaforme e nel quale vigono specifiche regole che consentono alle imprese di offrire i loro titoli su questi mercati;  
I contratti per essere scambiati devono essere quotati  
Es: mercato del credito bancario
- Mercati finanziari non organizzati: banche, intermediari di partecipazione (merchant banks, venture capitalist, fondi comuni chiusi)

## AMMISSIONE ALLA QUOTAZIONE

Non tutte le imprese sono quotate perché per esserlo devono soddisfare determinate condizioni: avere una dimensione rilevante (tanto è maggiore la dimensione minore la volatilità), buona redditività, redigere bilanci semestrali, avere tre anni di bilanci certificati, notorietà, apparenza. Ci sono imprese di piccole dimensioni e altre imprese che non optano per la quotazione anche solo perché richiede molti costi.

All'opposto il sistema bancario non richiede certi requisiti in quanto può ottenere informazioni insider, sull'andamento dell'impresa senza doverne verificare per esempio i bilanci semestrali.

## LA STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO e la sua influenza

Bank based, basato sul canale bancario?

Market based, basato sui mercati regolamentati?

Se il tessuto imprenditoriale di un paese è per lo più composto di imprese di grosse dimensioni, tende a svilupparsi il mercato regolamentato;

Se prevale la presenza di piccole e medie imprese la maggiore parte degli investimenti avverrà tramite intermediari bancari.

!!! basta osservare la borsa italiana che quota poco più di 200 imprese, vi è un tessuto imprenditoriale di piccole dimensioni e la borsa di Londra che ne quota più di 2000 e vi è tessuto in prevalenza composto di imprese di grosse dimensioni.

Questo **influenza le fonti a disposizione delle imprese** che ovviamente in un sistema in prevalenza bancario facilmente dovranno attingere a quella fonte o viceversa con buoni mercati regolamentati potrà fare appello a investitori sul mercato.

L'altra faccia della medaglia riguarda i **risparmiatori**, in un paese bank based come l'Italia difficilmente effettueranno investimenti sul mercato mancherebbe proprio la materia prima.

**Influenza gli obiettivi**, si afferma che nei sistemi basati sul mercato le imprese hanno tendenza a focalizzarsi su obiettivi **nel breve periodo**, in quanto ritengono di primaria importanza l'andamento del prezzo dell'azione e la performance borsistica;  
Privilegiano obiettivi di **lungo periodo** le imprese appartenenti a sistemi bank based.

**Influenza il governo dell'impresa:** nei sistemi bank-based prevalgono le imprese ad azionariato concentrato con forte sovrapposizione tra proprietà e gestione

In breve: la struttura del sistema finanziario influenza le fonti del finanziamento a disposizione dell'impresa/le modalità con le quali le imprese reperiscono capitali e il governo dell'impresa.

## **Corporate governance** - chi ha il controllo dell'impresa, il modo con cui viene condotta un'azienda

La struttura di governo societario (governance), consiste in come l'impresa viene gestita e come sono distribuiti al suo interno i poteri decisionali.

La struttura di corporate governance **influenza ed interessa la finanza aziendale** in quanto spesso le decisioni che ricadono sul manager finanziario sono di varia natura non sempre coerenti con gli interessi degli altri organi di amministrazione, perciò causa di conflitti di interesse.

L'impresa è un mezzo per organizzare l'attività economica di molti individui e assume tre forme giuridiche principali alle quali corrispondono rispettive modalità di raccolta di capitali.

## **FORME TIPICHE DELL'IMPRESA** e forma giuridica solitamente associata

### **Impresa individuale (sole partnership):**

Forma imprenditoriale più diffusa al mondo, la sua costituzione è semplice ed economica, e spesso non è soggetta a normative stringenti.

Appartiene un solo soggetto illimitatamente responsabile, non ha autonomia giuridica, è di dimensioni limitate;

Tutti i profitti sono tassati a titolo di reddito personale dell'imprenditore, vi è coincidenza tra proprietà e gestione.

*Non ha problematiche* di dispersione del potere e possibili *conflitti* tra più soggetti gestori dell'impresa, tutte le attività sono concentrate nelle mani di un solo individuo che è proprietario e manager e alla quale competono tutte le decisioni operative la strategia di lungo termine, la gestione della liquidità di breve termine e le scelte finanziarie.

L'eccezione solitamente è rappresentata dalla contabilità, spesso affidata ad un'azienda specializzata.

La vita di questa impresa coincide con quella del proprietario.

MA non è facile l'accesso ai capitali di credito.

Le modalità di finanziamento a ML termine sono esclusivamente rappresentate dal patrimonio del proprietario (per l'equity) o mercato di credito (da terzi).

### **Società di persone (partnership):**

Due più individui possono dar vita a una società di persone, priva di autonomia giuridica perciò hanno responsabilità illimitata;

La sua costituzione è semplice, non richiede accordi scritti formali.

Vi è la possibilità che i soci siano in contrasto

Poteri e responsabilità diversi da socio a socio:

- general partnership: ogni socio risponde di tutti debiti della società
- limited partnership: è possibile limitare la responsabilità di alcuni soci al patrimonio che essi conferiscono

Il controllo manageriale spetta ai soci stessi, di norma saranno previste riunioni regolari per discutere la strategia operativa e altre problematiche di lungo termine ma poiché i proprietari sono anche manager non richiede di solito la presenza di soggetti esterni in queste riunioni. Spesso che anche in questa società la contabilità e la redazione del bilancio sia affidata all'esterno.

Il reddito generato dalla società viene tassato come reddito personale dei singoli soci, trasferire la proprietà non è semplice e richiede l'accordo di tutti.

Fondi: capitali personali dei soci (che essendo in maggior numero può essere più consistente a seconda della capacità finanziaria di ciascun socio).

\* altre possibili fonti anche per queste piccole tipologie societarie potrebbero essere:

- *incentivi statali* (= "a fondo perso" cioè dei contributi, o prestiti a condizioni migliori di quelle nel mercato; "dedicato")
- *business angels*: soggetti abbienti che hanno finalità primaria di profitto ed individuano imprese che ritengono abbiano buone possibilità di sviluppo.
- *crowdfunding*: raccolta di denaro online, a volte in beneficenza per iniziativa sociale, ma nella maggior parte dei casi si tratta di "equity crowdfunding" con la quale viene promessa una remunerazione di diversa natura (es: parte del guadagno o l'oggetto di produzione)
- \* *fondi chiusi*: accompagnano fino alla quotazione l'impresa nel suo sviluppo, ma si tratta di imprese già di modeste dimensioni

NB: Le prime due tipologie condividono gli svantaggi di responsabilità illimitata, vita relativamente breve, difficoltà di trasferimento della proprietà, e come conseguenza la difficoltà nella raccolta di mezzi finanziari.

**Società di capitali:** Forma societaria più importante per le imprese di medio-grandi dimensioni; È un'entità giuridica a sé, i soci hanno responsabilità limitata, gode di autonomia giuridica e infatti la tassazione dei redditi è in capo alla società.

\* Può esserci doppia tassazione: reddito della società e dividendi di ciascun socio.

La sua costituzione è un po' più complessa per obbligo redazione atto costitutivo (contenente le caratteristiche principali della società) e *statuto* (per le regole).

Nasce solitamente come società privata a capitale ristretto, ma la quotazione permette di



scambiare sul mercato ed offrire al pubblico quote della società.

Sono società con una struttura più complicata nella quale spesso vi è sovrapposizione tra azionisti, C.d.A. e management quasi sempre soggetti nettamente distinti.

I soggetti con poteri esecutivi generalmente costituiscono il board (CdA), al cui interno si nomina un presidente.

Il presidente è il massimo dirigente della società (CEO).

La possibile separazione proprietà-management assicura alcuni VANTAGGI rispetto all'impresa individuali e le società di persone:

- la proprietà può essere facilmente trasferita, in quanto rappresentata da quote di capitale azionario
- ha teoricamente vita illimitata, può continuare a vivere anche dopo il ritiro dei primi proprietari
- i soci godono di responsabilità limitata al capitale apportato
- più facile accesso alla raccolta di mezzi finanziari

**La struttura della governance nelle Spa** può essere di diverse tipologie

- **sistema tradizionale (per l'Italia):** l'assemblea dei soci elegge il CdA con funzioni amministrative (definisce le linee strategiche dell'impresa senza però prendere vere e proprie decisioni), le decisioni vengono prese dal management secondo le linee guida del CdA. Il collegio sindacale ha funzione di controllo.
- **sistema monistico** (modello anglosassone): gli amministratori eleggono il CdA che elegge al suo interno un comitato per il controllo sulla gestione. Il governo societario di fatto è tutto in mano al CdA.
- **sistema dualistico - a due livelli** (modello tedesco): l'assemblea nomina il consiglio di sorveglianza e quest'ultimo elegge il consiglio di gestione. Il consiglio di gestione comprende consiglieri non executive e top manager (soggetti che agiscono).

Essendo soggetti differenti, proprietari e manager, che devono gestire l'azienda con l'obiettivo di massimizzare e la ricchezza per gli azionisti vengono inseriti dei consiglieri esterni non esecutivi indipendenti che parteciperanno nelle riunioni della CdA.

# PRINCIPI GUIDA AL QUALE DOVREBBERO ISPIRARSI

## LE SPA (prof ha detto su libro)

= "principles of Corporate Governance" (1999, modifiche 2004 e 2015)

1) **assicurare le basi per un'efficace corporate**

= L'assetto di corporate governance deve promuovere i mercati trasparenti ed efficienti, essere coerente con la legge e articolare chiaramente la suddivisione delle responsabilità tra gli organi.

2) **Diritti degli azionisti**

= L'assetto di corporate governance dovrebbe proteggere i diritti degli azionisti e facilitarne l'esercizio;

Punta l'attenzione sulla diritto degli stakeholder (azionisti) di essere informati registrare la proprietà delle proprie azioni diritto a vendere i titoli detenuti, in generale incoraggia l'attivismo degli azionisti... per arrivare ad avere una struttura che permette agli azionisti di nominare il management e impedirgli il perseguimento di obiettivi non coerenti con la massimizzazione della ricchezza.

3) **Equo trattamento degli azionisti**

= Deve essere una corporate governance che assicuri l'equo trattamento di tutti gli azionisti anche di minoranza e stranieri, deve permettere a questi soggetti di far sentire la propria voce nelle assemblee generali e fa riferimento alla pratica illegale c.d. "*insider trading*" (utilizzo di informazioni riservate per acquistare o vendere azioni)

4) **Il ruolo degli stakeholder**

= L'assetto di corporate governance dovrebbe riconoscere i diritti degli stakeholder e incoraggiare un'ampia cooperazione tra impresa e tali soggetti è importante che vengano rispettati tutti i diritti di questi soggetti sanciti dalla legge.

5) **Informazione e trasparenza**

= L'assetto dovrebbe assicurare una tempestiva e accurata informazione su tutte le questioni rilevanti, in ambito finanziario, di performance, assetti proprietari e governance della società; stimare il valore di un'azienda è possibile solo in presenza delle giuste informazioni che peraltro il quinto principio definisce punto per punto

6) **Responsabilità del consiglio di amministrazione**

= il consiglio di amministrazione deve rispondere del suo operato alla società, agli azionisti ed agire nell'interesse di tutti inclusi quelli di minoranza, tener conto di tutti i principali stakeholder dell'impresa nelle decisioni aziendali ed adempiere a una serie di funzioni elencate nel sesto principio

Sono principi che permettono di avere una governance adeguata al buon funzionamento dell'impresa e nell'interesse dei vari stakeholder.

**!!! Perché i singoli paesi hanno proprie regole di corporate governance e non seguono unico modello?**

Esistono differenze istituzionali, il contesto giuridico nella quale l'impresa opera può influenzare il processo decisionale.

Se siamo in un contesto di "Common law" il diritto evolve come conseguenza di sentenze delle corti e perciò le imprese possono reagire agli eventi economici con prontezza adattandosi velocemente; È un sistema che protegge maggiormente gli stakeholder e rende più attrattive le imprese sul mercato.

In un contesto di "civil Law", *l'iter legislativo* necessario rallenta l'adattamento dell'impresa all'andamento dell'economia.

## **I PROBLEMI DI AGENZIA E CONTROLLO SOCIETARIO = conflitti di interesse tra gli organi**

Perché è importante considerare i conflitti di interesse?

Quando la proprietà svolge tutte le funzioni non vi è rischio di conflitti di interesse.

In una società in cui la proprietà è frammentata tra un vasto numero di investitori, è necessario che vi sia un manager per il controllo effettivo dell'azienda.

Ma **il manager agirà nell'interesse dei proprietari** o perseguirà i propri interessi a spese degli azionisti con il rischio di non applicare i principi della finanza aziendale?

= questi problemi sono causati dalle **c.d. "relazioni di agenzia"**

\* shareholders= azionisti

stakeholders= tutti i soggetti interessati al buon andamento della società

Shareholder view= obiettivo di massimizzare il valore delle azioni;

!!! Abbiamo già visto che l'obiettivo migliore in quanto se soddisfatti gli azionisti sono soddisfatti tutti i portatori di interessi. L'obiettivo ultimo del manager racchiude l'interesse di tutti portatori di interesse.

## **TEORIA DELL'AGENZIA**

Agenzia= Relazione tra un soggetto "principal" che incarica un altro "l'agent" di rappresentare i suoi interessi ed agire per suo conto;

**Conseguenza:** costi di agenzia

## Relazioni di agenzia di I tipo: rapporto tra azionisti e management

I due soggetti potrebbero essere in conflitto di interesse

Il management persegue più obiettivi che abbiamo già richiamato, non sempre coincidenti con l'obiettivo di massimizzare il valore dell'impresa, come gli azionisti.

es: può essere interessato a massimizzare le vendite in quanto il suo stipendio è indicizzato al loro volume a dispetto del ricavato in quanto per farlo aumenterà i costi;

es: mantenere costanti gli utili per attirare l'attenzione degli azionisti "cassettisti", che per loro natura apprezzano la bassa volatilità, disinteressandosi magari di investitori disposti a finanziare ingenti investimenti che sembrano essere profittevoli per il futuro.

**costi di agenzia**= costi generati dal conflitto di interessi tra azionisti e management

indiretti: riguardano le mancate opportunità, gli investimenti non effettuati dal manager per evitare di esporsi al rischio avendo una visione più di breve periodo (non sa per quanto opererà nell'azienda), ma che potevano risultare profittevoli.

diretti: spese non necessarie a beneficio del manager e costi di monitoraggio del management

**Soluzioni**: che allineino gli interessi del manager a quello degli azionisti

- PAY PER PERFORMANCE(remunerazione manager):

le buone performance del manager devono essere ben remunerate così da essere incentivato ad interessarsi agli stessi interessi degli azionisti, per ottenere questo obiettivo vanno specificati i termini di riferimento per premiare la performance.

Può essere elemento di riferimento

- il fatturato (= ricavi - costi variabili);

**MA** rischio sostenimento di ingenti spese,

**MA** riduzione del fatturato può essere legata a variabili esogene ad esempio la concorrenza o la riduzione della domanda nel mercato.

- il valore delle azioni:

**MA** è sensibile a fattori esterni, non controllabili del management (volatilità..)

MA rischio disinteresse ad obiettivi di medio lungo termine: facendo riferimento a una media del prezzo delle azioni (dati passati) può indurre a una "miopia della gestione" da parte del manager

- Piani di stock option= opzioni promesse al manager in futuro a data determinata ad un certo prezzo più favorevole di quello presente sul mercato in quel momento;

E anche possibili situazioni più estreme gli vengano promesse gratuitamente.

*Trattandosi del valore delle azioni in futuro anche il manager si interesserà al buon andamento e nel lungo periodo, sarebbe soluzione alla problematica al punto precedente*

- Esercizio del controllo: soluzione più estrema

**MA** ci sono studi che dimostrano che il mercato penalizza sufficientemente i manager che non operano secondo i principi della finanza aziendale.

\* In realtà anche le prospettive di carriera sono un incentivo per il manager a perseguire gli obiettivi degli azionisti perché un buon manager è più richiesto sul mercato del lavoro e quindi meglio retribuito

### **Relazioni di agenzia di II tipo: azionisti di maggioranza/controllo e di minoranza**

In molte imprese dell'Europa occidentale la struttura è caratterizzata dalla presenza di un azionista dominante che possiede una quota di controllo molto ampia (famiglie, banche o governi).

In questa situazione il manager perseguirà gli obiettivi di una sola parte degli azionisti o terrà conto anche degli interessi degli azionisti di minoranza?

I possessori della maggior parte delle azioni potrebbero estrapolare benefici personali in quanto posseggono la maggioranza dei voti in assemblea, a discapito dell'impresa in generale e danneggiando gli azionisti di minoranza.

**Costi di agenzia:** difficoltà ad aumentare il capitale proprio per timore di perdere il controllo e conseguente sottocapitalizzazione dell'impresa

\* In realtà è anche possibile che le imprese abbiano più di una categoria di azioni alla quale si lega più o meno ampio diritto di voto;

Questo permette al manager di raccogliere capitale di rischio, senza che la maggioranza venga alterata

**Soluzione:** È stata data dalla legge che stabilisce a tutela della minoranza che all'interno del Cda ci sia un numero minimo di amministratori indipendenti;

E nei paesi dove prevale il modello dualistico vengono formalmente inclusi attraverso il Consiglio di sorveglianza.

### **Relazioni di agenzia di III tipo: tra i diversi portatori di capitale**

Il creditore quando finanzia l'impresa valuta l'attuale esposizione al rischio e di conseguenza stabilisce condizioni di interessi.

Nel tempo l'impresa può intraprendere dei progetti ed aumentare la sua esposizione, perché gli azionisti sono interessati ad una maggiore redditività e ad un aumento del valore dell'impresa;

Il finanziatore nel tempo potrebbe ritrovarsi a possedere un credito in un'impresa che ha maggiori rischi di default, senza ottenere una remunerazione più elevata ed allineata al nuovo livello di rischio.

**Costo:** remunerazione non allineata al rischio

**Soluzione:** inserimento di Covenants all'interno dei contratti di prestito;

Covenants= "clausole" positive o negative che impongono all'impresa di mantenere o non discostarsi eccessivamente dalla situazione di rischio che presentava nel momento in cui ha ottenuto un prestito;

per l'impresa implicano delle limitazioni nell'effettuare investimenti che superano determinati parametri.

Es covenant: obbligare ad un leverage (rapporto cap proprio - terzi) non troppo elevato, impedire di ridurre eccessivamente le attività fisse che in caso di default potrebbe essere fonte di liquidità tramite la dismissione, impedire investimenti in settori troppo lontani dal proprio ambito di attività o considerati eccessivamente rischiosi.

\* **attualità:** In America e Inghilterra non vi sono investitori che detengono grandi quote di capitale della società quindi prevalgono relazioni di agenzia di I tipo;  
nel resto del mondo il potere spesso concentrato nelle mani di famiglie, banche o governi e per cui tendono esservi più relazioni di agenzia di II tipo.

\***NB:** in un'impresa con controllo diffuso l'obiettivo è costituito principalmente dalla massimizzazione del prezzo delle azioni in una visuale più di breve periodo;

nelle aziende familiari vi è visuale di medio-lungo periodo perché l'obiettivo è che la redditività perduri nel tempo e per le generazioni successive;

Nelle aziende in cui l'azionista di maggioranza è lo Stato non è detto che la massimizzazione del valore dell'azienda sia il primo obiettivo, spesso ha bisogno di dividendi è quindi possibile che prevalgano scelte di distribuzione del profitto piuttosto che di reinvestimento.

## **CONCLUSIONI:**

- la finanza aziendale a **tre principali aree di interesse:** Capital budgeting (investimenti a lungo termine), struttura finanziaria (reperimento di capitali necessari a finanziare gli investimenti), giusto mix debito e equity
- **L'obiettivo del Management** di un'impresa a scopo di lucro è aumentare il valore di mercato delle azioni e in generale il valore di mercato dell'equity  
il presupposto che le imprese siano gestite correttamente, efficientemente ed eticamente.
- **La corporate governance riguarda** il modo in cui viene condotta un'azienda e vi sono principi base che permettono di minimizzare il pericolo che le imprese entrino in difficoltà per il modo in cui vengono gestite.

# IL VALORE DEI PROGETTI E DELLA MONETA NEL TEMPO

= incide sulle DECISIONI IN TERMINI DI CAPITALBUDGETING

## OBIETTIVO NEGLI INVESTIMENTI

massimizzare il valore dell'impresa (= interesse degli azionisti)

## COS'È UN PROGETTO DI INVESTIMENTO?

= decisione che implica l'uso di risorse finanziarie e materiali

A seconda dell'acquisizione:

- investimenti in attività reali
- investimenti attività finanziarie

## CLASSIFICAZIONE DEI PROGETTI: cosa chiedersi?

!!! Le modalità di valutazione di un progetto devono tenere conto della sua tipologia

### Per oggetto/per natura

- OBBLIGATORI: previsti dalla legge;  
= quale è il modo di massimizzare l'efficienza e minimizzare la distruzione di ricchezza?
- In PREESISTENTI AREE DI BUSINESS: per sostituzione investimenti, migliorare la posizione competitiva, aumentare la scala di produzione o produrre nuovi prodotti.  
= è necessaria un analisi costi-benefici  
!!! In presenza di costi diretti (es: macchinario) è facile quantificare, ma vi sono costi meno osservabili (potrebbe ridursi la qualità venduta di altri prodotti);  
allo stesso modo vi sono ricavi non osservabili (aumento della vendita di prodotti già sul mercato, perché il nuovo bene né è connesso)
- IN NUOVE AREE DI BUSINESS= aree che non conosciamo  
= considerare il rischio  
\* rischio potenzialmente maggiore che rende il rendimento più volatile e potrebbe concretizzarsi in una perdita.

### Per dimensione =

- gradi di rischio del progetto
- livello gerarchico dell'autorizzazione
- grado di dettaglio del processo di Costi-Benefici