

# **FINANZA AZIENDALE**

**Professoressa L.  
NIERI**

**Anno accademico  
20/21**

**Gabriele Di Loreto**

# 1.INTRODUZIONE

## 1.1 FUNZIONE FINANZA IN AZIENDA

La finanza aziendale risponde alle domande: quali investimenti fare, come finanziarli, come proteggere il valore in tempi di incertezza.

Attività ricorrente → gestire asset già acquisiti

Attività straordinaria → decisioni di investimento e crescita

La funzione finanza ha assunto una duplice valenza strategica: è sia di supporto alle decisioni aziendali sia fa da collegamento tra impresa e mercati di capitali.

Si possono notare diverse fasi della funzione nel corso dell'evoluzione dell'impresa:

- **Funzione subordinata** → finanza vista unicamente come modo per reperire capitale al minor costo possibile, ruolo subordinato rispetto alle altre attività dell'impresa.
- **Funzione integrata** → La funzione finanza assume maggior autonomia all'interno dell'impresa, viene integrata alle altre funzioni con compito di verificare ex ante la compatibilità dei progetti e di programmare i flussi finanziari
- **Funzione strategica** → Il focus si sposta sulla capacità di creare valore, si passa dal progettare un modello finanziariamente sostenibile a un modello basato sulla finanza, non più vista come un vincolo ma un asset vero e proprio.

Non tutte le imprese però, per propria dimensione o competenze possedute, vedono la finanza in un'ottica strategica → finanza "povera" delle imprese "minori". Le imprese piccole tendono infatti a avere grandi carenze della programmazione e nel controllo finanziario, mancano di una corretta gestione del rischio optando per un ottica day by day sulla tesoreria. Le decisioni finanziarie sono quindi subordinate a una logica di convenienza fiscale.

Direttore finanziario - CFO

Nelle grandi imprese a occuparsi della finanza aziendale è il CFO (direttore finanziario), che è quindi:

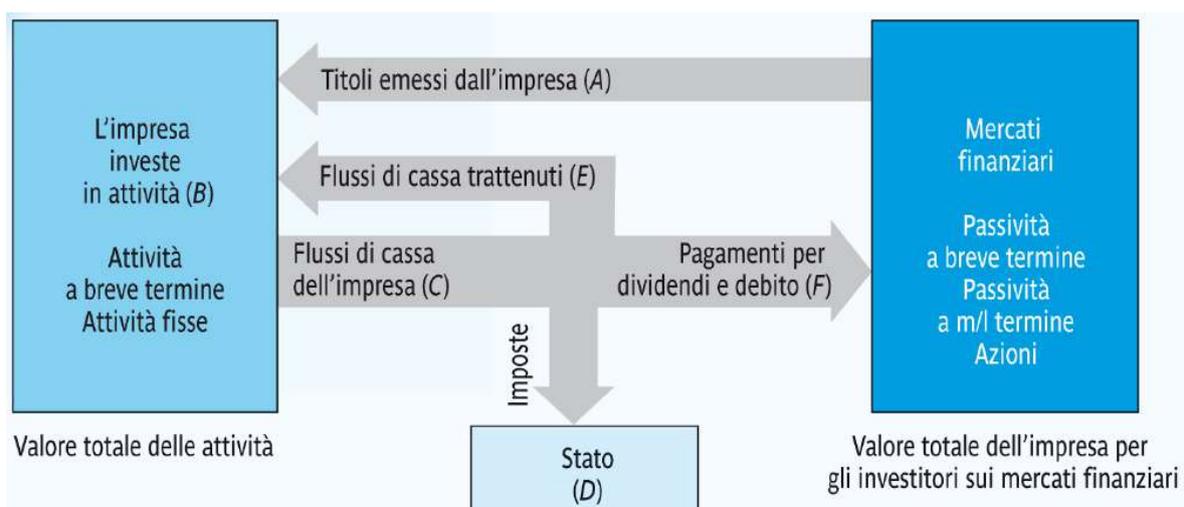
- Responsabile delle decisioni di investimento
- Responsabile delle decisioni di finanziamento
- Responsabile della pianificazione finanziaria a breve termine
- Sovrintende alla contabilità e all'audit
- Assicura il benessere finanziaria dell'azienda
- Gestione flussi di cassa (tesoriere)



## 1.2 RELAZIONE TRA F. FINANZA E SISTEMA FINANZIARIO

Teoria della finanza, modelli

La realtà viene rappresentata tramite modelli sotto ipotesi semplificatrici che, interpretando il funzionamento del sistema finanziario e rapportandosi con la funzione-obiettivo dei portatori di capitale, derivano coerenti regole di comportamento aziendale per ottenere fondi da investire nella misura necessaria, nelle forme contrattuali adatte e a un prezzo competitivo.



A seconda del sistema a cui fa riferimento l'impresa, il capitale può essere reperito più facilmente o tramite banche (sistema banco-centrico, EU) o tramite mercati finanziari (paesi anglosassoni)

Mercati finanziari:

- Primari: immissione di nuovi strumenti finanziari
- Secondari: scambio di vecchi strumenti finanziari tra investitori

## 1.3 CORPORATE GOVERNANCE

“Corporate governance involves a set of relationships between a company’s **management**, its **board**, its **shareholders** and other **stakeholders**.

Corporate governance also provides the structure through which the **objectives** of the company **are set**, and the **means of attaining those objectives** and monitoring performance are **determined**.”

Con corporate governance si intende la modalità di distribuzione dei poteri in una impresa e le relazioni che vengono a crearsi tra managers, CdA, shareholders e stakeholders; ha importanti ripercussioni nell’influenzare le decisioni finanziarie.

La struttura della governance è influenzata dalla forma giuridica dell’impresa:

- Impresa individuale → no governance
- **Società di persone** → imprese di dimensione piccola/media, sovrapposizione tra proprietà e controllo, l’apporto di capitale è condizionato dalla capacità patrimoniale dei soci e dal loro accesso al credito.
- **Società di capitali** → medie/grandi dimensioni, responsabilità limitata dei soci, accesso a mercati finanziari (previa quotazione), facilità nel trasferimento della proprietà.  
Governo può essere:
  - Tradizionale: assemblea dei soci che nomina sia CDA (f. amministrative) e consiglio sindacale (controllo su amministrazione)
  - Monistico: assemblea dei soci che nomina CDA che a sua volta nomina al suo interno il Comitato per il controllo sulla gestione
  - Dualistico: assemblea dei soci che nomina CDA che nomina un consiglio di gestione.

La governance di una corporate è anche influenzata dalla struttura del sistema finanziario in cui operano. La struttura del sistema finanziario infatti influenza le modalità di reperimento dei capitali (e di conseguenza le scelte sul tipo di governance).

Decisioni di corporate governance:

- Definizione delle regole alla base del funzionamento dell’impresa
- Definizione delle modalità di partecipazione degli azionisti e degli stakeholders al governo economico
- Suddivisione poteri e responsabilità
- Definizione del disegno dei controlli esterni ed interni
- Progettazione del sistema degli incentivi e delle ricompense

Le decisioni devono essere prese in una ottica di perseguimento di obiettivi economici di lungo periodo che rispettino le aspettative degli investitori. La qualità delle decisioni di governance influenza la possibilità dell’impresa di reperire capitale a bassi costi.

Principi di corporate governance

- Accountability → dare una motivazione alle azioni della azienda
- Transparency → informare stakeholders sulle attività dell’impresa
- Responsibility →
- Fairness → trattare con eguaglianza sia shareholders (in base alla loro quota) che gli stakeholders.

Sia OCSE che Borsa Italiana (tramite il Codice di autodisciplina) forniscono ulteriori principi per una corporate governance di qualità, andando a dare indicazioni sulle corrette norme di comportamento nelle principali aree della vita societaria.

### 1.3.1 CONFLITTI DI INTERESSE, TEORIA DELL'AGENZIA

In una società per azioni a proprietà diffusa, ciascun azionista può avere priorità diverse che devono emergere nel rapporto rischio/rendimento che verrà poi preso come obiettivo dal CDA. Questo obiettivo deve essere perseguito quindi dal management.

Non è sempre detto però che il management rispetti gli obiettivi prefissati, potrebbero esserci interessi confliggenti.

Obiettivi del management: massimizzare la quota di mercato minimizzando i costi, massimizzare i profitti, mantenere una crescita costante di utili, evitare il fallimento. Questi obiettivi NON sempre sono allineati con quelli degli azionisti → teoria dell'agenzia.

#### **T. dell'agenzia**

Relazione tra un principal (azionisti) che incarica un agent (manager) di rappresentare i suoi interessi e di agire per suo conto.

Si parla di problemi di agenzia quando l'agent non persegue più gli obiettivi del principal ma i propri.

Il disallineamento può portare all'emergere di costi diretti (spese non necessarie a favore manager, costi di monitoraggio etc) e di più pericolosi costi indiretti (rappresentati dalle mancate opportunità).

Per limitare il più possibili disallineamenti: stock option (pagare il manager anche con azioni), pay per performance o esercizio del controllo (rimozione manager disallineati).

Una soluzione parziale per la risoluzione di conflitti di interesse tra altre due parti (azionisti di > e >) è quella di inserire in CDA un numero minimo di amministratori indipendenti.

# 2. VALUTAZIONE PROGETTI DI INVESTIMENTO

## 2.1 Introduzione

Con progetto di investimento si identifica ogni decisione che implica l'uso di risorse finanziarie o materiali; può essere in attività reali o finanziarie.

I progetti di investimento possono essere qualificati per oggetto, per durata, dimensione, grado di interdipendenza con altri progetti, le modalità di valutazione del progetto devono tenere conto della sua tipologia.

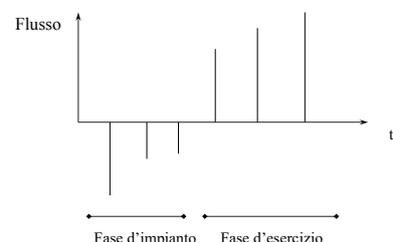
Classificazione:

- per oggetto/natura → se investimento è in pre-esistenti aree di business o in nuove, se è in R&S etc etc
- Per dimensione/durata → variabile che influenza o determina il grado di rischio del progetto (e quindi il livello gerarchico richiesto per la sua approvazione il livello di dettaglio richiesto nel processo di capital budgeting).
- Per grado di interdipendenza → un progetto può essere preliminare o complementare a un altro, indipendente o alternativo
- Per livello di urgenza → un progetto può essere obbligato da motivi legali o dall'evolversi del mercato (una sua mancata attuazione creerebbe grandi.

Il processo di valutazione e di scelta dei progetti è detto capital budgeting.

La valutazione è fondamentale per evitare che l'attuazione del progetto pregiudichi l'equilibrio economico-finanziario dell'azienda, sia eccessivamente rischioso o che porti a distruzione di valore per gli azionisti invece di crearlo.

I progetti differiscono tra loro principalmente per l'investimento iniziale necessario alla sua attuazione, la distribuzione e consistenza dei flussi di cassa nel tempo generati dallo stesso e dal valore di recupero finale degli investimenti effettuati.



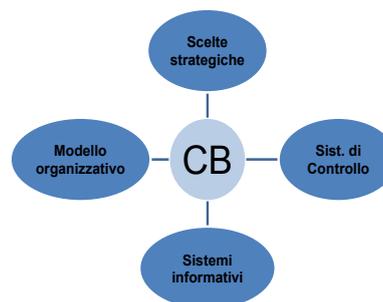
Le risorse di cui dispone una impresa sono limitate, è necessario che siano allocate solo per i progetti migliori → importanza CB.

La verifica deve avvenire sia con una ottica interna (verifica della effettiva opportunità economica dell'investimento) sia esterna (l'investimento non deve pregiudicare l'equilibrio dell'impresa).

Il capital budgeting è svolto nel corso della pianificazione strategica. Durante questa pianificazione vengono definiti obiettivi di medio/lungo termine e l'allocazione delle risorse necessarie al loro raggiungimento.

Le scelte di CB devono quindi essere coerenti con gli obiettivi aziendali, non deve limitarsi a una valutazione meccanicistica degli investimenti, le variabili sono influenzate da fattori strategici e organizzativi:

- Fattori strategici
- Sistema informativo
- Modello organizzativo
- Criteri di controllo e misurazioni performance.



La valutazione di un investimento di basa su una analisi costi-benefici per la quale sono richieste competenze molto trasversali tra loro (economiche, marketing, strategiche, organizzative) per la difficoltà di avere il quadro preciso della situazione. Nell'ambito del capital budgeting sono quindi coinvolte numerose risorse con competenze diverse.

La valutazione di un investimento inoltre si basa su alcune regole cruciali:

### 1) Regola del prezzo di mercato come presso unico e possibilità di arbitraggio

Il prezzo di mercato attuale è il punto di riferimento per la valutazione. Sin che esiste un prezzo di mercato le attese non hanno nessun effetto sulla valutazione. I prezzi però possono essere unilaterali, in questo caso determinano il valore massimo del bene ma ciascun individuo può assegnare al bene un valore molto minore a seconda dei gusti o preferenze personali. (alcune volte il risultato di un progetto è ambiguo e dipende quindi dalle preferenze in sede di valutazione)

### 2) Costo opportunità e valore nel tempo della moneta

Nelle valutazioni è fondamentale tenere conto del "prezzo" del denaro → tasso di sconto, tiene conto del costo opportunità di utilizzare il denaro per altri progetti. Necessaria HP iniziale: in un mercato efficiente le imprese possono investire e prendere a prestito al medesimo tasso (quello di mercato).

È possibile prendere a prestito o depositare denaro per spostare i flussi di cassa nel tempo.

### 3) Rapporto rischio-rendimento

## 2.2 Criteri di valutazione dei progetti

Per la valutazione di un progetto vengono utilizzati vari criteri utili a dare una visione più chiara della situazione.

I criteri devono avere le seguenti caratteristiche:

- Bilanciamento tra valutazione soggettiva del management e rigore oggettivo → un buon criterio non è né troppo meccanicistico né troppo discrezionale.
- Coerenza rispetto all'obiettivo ultimo dell'impresa
- Applicabilità a diversi tipi di investimento

Segue introduzione su principali criteri

## 2.2.1 VAN valore attuale netto -- npv

Valore attuale netto dei benefici e dei costi (intesi come flussi di cassa in uscita e entrata) che ci si aspetta da un progetto.

$$VAN = VA(ben) - VA(costi) = VA(CFs)$$

Risulta quindi che una impresa debba accettare tutti i progetti con VAN positivo e scartare quelli con VAN negativo. In caso di scarsità di risorse andranno presi in considerazione i progetti dal VAN più alto.

Il tasso di attualizzazione è detto costo opportunità del denaro, rappresenta il rendimento del denaro se fosse stato investito in progetti simili di equal rischio.

Punti di forza del VAN:

- Utilizza tutti i flussi di cassa generati da un progetto
- Attualizza i flussi di cassa → tiene conto del valore della moneta nel tempo
- È additivo, il valore dell'impresa è pari alla somma del VAN di tutti i progetti.

La problematica principale del VAN è stimare con precisione i flussi di cassa del progetto, il loro valore infatti è frutto di supposizioni che possono essere più o meno precise.

## 2.2.2 TIR, TASSO INTERNO DI RENDIMENTO – IRR

Rappresenta il tasso che rende il VAN di un progetto uguale a 0.

(In caso di molti flussi di cassa il TIR si calcola con EXCEL)

Sono da realizzarsi i progetti con TIR > Costo opportunità del capitale.

TIR ≠ costo opportunità capitale

Il TIR è una misura di redditività di un investimento che dipende da come sono distribuiti i flussi di cassa nel tempo. Il costo opportunità del capitale è rappresentativo del rendimento di investimenti alternativi ed è determinato dal mercato finanziario.

Es. Costo iniziale 150      Ricavo atteso dopo 1 anno=170  
Dato che:  $CI = R/(1+TIR) \rightarrow (R/CI) - 1 = TIR$

$$TIR = (170/150) - 1 = 13,3\%$$

Es. Costo iniziale= 97      Ricavo dopo 2 aa =100      TIR =?

$$TIR = (100/97) - 1 = 3,09\% \text{ tasso biennale}$$

$$\rightarrow TIR = (1.0309)^{1/2} - 1 = 1.53\%$$

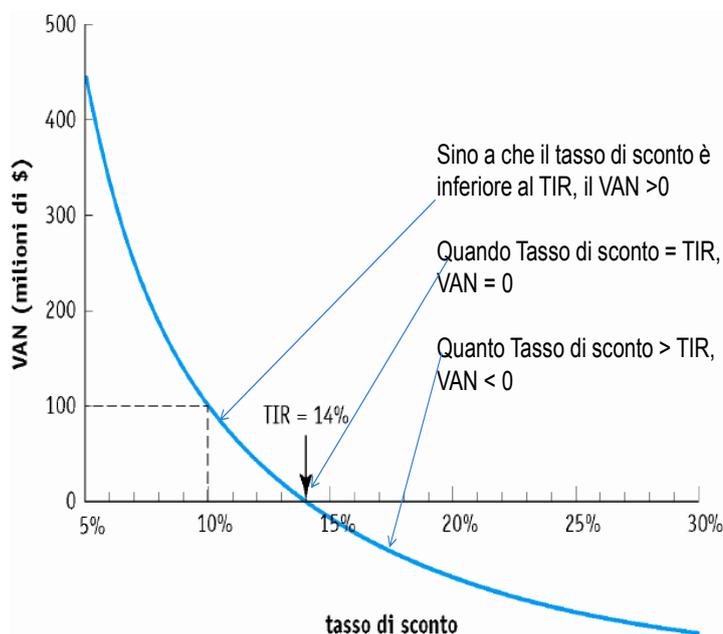
Nonostante svantaggi (elencati in seguito) il TIR è un indicatore molto utilizzato: misurando il rendimento medio dell'investimento è di facile comprensione anche da chi non ha conoscenze finanziarie, inoltre può essere utilizzato per misurare la sensibilità del VAN all'errore di stima del costo del capitale (grafico di seguito).

### 2.2.3 CONFRONTO VAN-TIR

Immaginando un investimento con una certa percentuale di TIR è possibile identificare una serie di relazioni in base al costo opportunità del capitale. Sino a che il tasso di sconto è inferiore al TIR, il VAN sarà maggiore di 0. Se il tasso di sconto è uguale al TIR il VAN sarà zero.

Il TIR può quindi dirci quale è il margine di errore al momento della stima del costo del capitale. Se il costo del capitale per un progetto è stimato 10% e il TIR è 14%, vuol dire che si ha un margine di errore di 4 punti percentuali prima di distruggere valore.

*VAN in funzione del TIR e del costo opportunità (tasso di sconto)*



Nella maggioranza delle analisi Van e Tir danno indicazioni complementari e coerenti tra loro, non sempre però è così → **VAN e TIR non sono coerenti quando:**

- 1) Il progetto prevede solo flussi dello stesso segno
- 2) Quando il progetto prevede inizialmente un afflusso di capitale non un investimento
- 3) Quando il progetto di caratterizza per l'alternarsi di flussi di cassa negativi-positivi-negativi

CASO 1) In alcuni dei casi sopra il criterio del tir non è proprio utilizzabile.

Nel caso di flussi di cassa solo positivo infatti non è possibile calcolare il TIR, ci si affida quindi solo al VAN

|   |           |           |           |
|---|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 1         | 2         | 3         |
|   |           |           |           |
|   | \$500.000 | \$500.000 | \$500.000 |

Per decidere se accettare la proposta decidete di calcolare il TIR

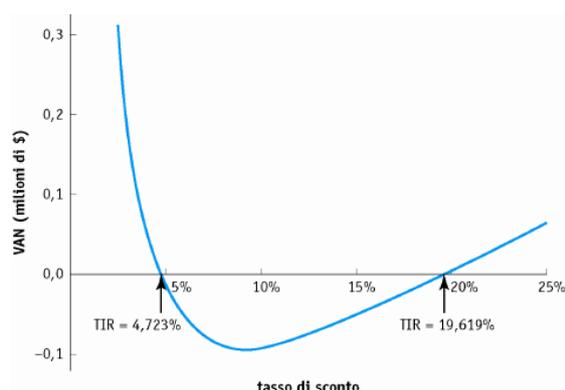
$$VAN = \frac{500.000}{1+r} + \frac{500.000}{(1+r)^2} + \frac{500.000}{(1+r)^3}$$

– Non esiste alcun TIR, perché il VAN è positivo per tutti i valori del tasso di sconto. Non è quindi possibile usare il criterio del TIR.

CASO 2) Il TIR genera problematiche in caso di iniziale afflusso di capitale, in questo caso bisogna considerare progetti dal tir inferiore al costo di capitale

esempio: nel caso di incasso iniziale di un milione a fronte di tre rate negative di 500.000 il tir verrebbe positivo. Calcolando il VAN questo invece viene negativo

CASO 3) nel caso di alternarsi di flussi positivi negativi la situazione è ancora diversa, Il TIR infatti genererebbe due diversi valori (ciò non è coerente con VAN).



## 2.2.4 PBP, PAY-BACK PERIOD

Il periodo di recupero è il tempo necessario per recuperare l'investimento iniziale. Se è inferiore a un tempo predeterminato (cut-off date) si accetta il progetto.

$$PBP = \frac{\text{investimento iniziale}}{\text{val. CF}}$$

Non prevedendo attualizzazione dei flussi di cassa questo metodo è utilizzabile efficacemente solo per progetti di durata inferiore a un anno; inoltre il cut-off date è scelto in maniera totalmente arbitraria.

Il PBP può essere migliorato attualizzando i flussi di cassa → DPBP, tempo di recupero attualizzato.

## 2.3 Confronto tra progetti alternativi

Spesso impresa si trova a dover scegliere fra due progetti alternativi tra loro, VAN e TIR sono utili nel confrontarli.

I progetti possono differire tra loro per: dimensione, timing, vincoli specifici etc.

### 2.3.1 SCALA DI INVESTIMENTI DIVERSA

La dimensione di un progetto influenza la sua convenienza?

Ci si chiede se, in caso non siano presenti vincoli di bilancio, sia meglio singolo progetto con un VAN elevato o più progetti piccoli con TIR più elevati.

Per rispondere è necessario, dati gli IRRs e NPVs dei due progetti, costruire il “**progetto incrementale**” → differenza tra il progetto di scala più grande e quello più piccolo. Se l'IRR (TIR) del progetto incrementale è ancora maggiore del costo opportunità del capitale allora il progetto più grande è sostenibile e quindi da attuare.

#### Il progetto incrementale

Calcolo dei cash flow incrementali.

|   | Cash flow alla data 0                       | Cash flow alla data 1 |
|---|---|-----------------------|
| Cash flow incrementali (budget cospicuo - budget contenuto) | -€25 - (-€10) = -€15                        | €65 - €40 = €25       |
| TIR incrementale  | 0 = -€15 milioni + \$25 milioni / (1 + IRR) |                       |
|   | IRR incr = 66.67%                           |                       |

L'IRR incrementale è >25% → meglio il budget cospicuo.

VAN incrementale  
VAN incr = -15 + 25 / (1,25) = 5

Anche il VAN incrementale è positivo → meglio il budget cospicuo

### 2.3.2 TIMING DIVERSO

Progetti hanno durata (timing) diverso, per fare un confronto è necessario utilizzare criterio alternativo → CAE (costo annuo equivalente) o VAE (valore annuo equivalente)