

Finanza Aziendale

Corso Economia Aziendale (6 CFU)



Università
di Genova

Prof. Paolo Parini

younilife

Email: paoloparini@libero.it / +39 3482645908

Ricevimento: sempre reperibile

Incontri in presenza: 3 incontri: i Martedì in calendario ore 14,00 studenti A-G aula Embriaco

Libro di testo: se non frequentante, testo: “*Principi di finanzia aziendale*” (settima ed) - Brealey

Prima Lezione: 15 settembre 2020

INTRODUZIONE DEL CORSO

Si tratta di una **funzione aziendale**, che dal un punto di vista organizzativo, ha un certo peso. Il direttore finanziario (**CFO**) che in molte realtà è il secondo in gerarchia aziendale ha un ruolo che in molte realtà che va anche aldilà delle della funzione finanzia in senso stretto, in quanto si occupa anche di operazioni straordinarie e di strategie aziendali come per esempio operazioni di fusione e acquisizione (Merger & Acquisition - M&A).

Strategia aziendale

La finanzia è diventata un'autonoma fonte di reddito. Il nostro mondo di oggi è molto finanziarizzato, c'è un'intensità di attività finanziarie molto maggiore rispetto a quelle reali, per questo motivo il CFO è diventato oggi una figura con un'importanza maggiore del CEO per alcune imprese.

I compiti essenziali della finanzia sono:

1. **Reperimento risorse finanziarie:** definendo il piano finanziario necessario ad attivare i cicli finanziari a supporto delle sviluppo;
2. **Gestione tesoreria:** gestione dei pagamenti, incassi e del saldo di posizione finanziaria netta a breve se fossimo in un'impresa complessa (PFNB: saldo tra liquidità attiva - debiti a breve) o del saldo di cassa se fossimo in un'impresa semplice;
3. **Valutazione delle strategie:** fornire al CEO i dati per poter decidere quali opzioni strategiche portare avanti;
4. **Valutazione degli investimenti:** acquisizioni capitali per implementare strategie o in beni strumentali. Come applicare la valutazione degli investimenti (dal lato applicativo).
5. **Gestione dei rischi finanziari:** si affrontano dei rischi finanziari che la funzione finanzia deve valutare e decidere se sostenerli o trasferirli ad altri (con costi), come il rischio di cambio (per imprese internazionalizzate), di tassi di interesse (effetto sul debito a tasso fisso/variabile), di controparte per i crediti commerciali.

Noi approfondiremmo solo una parte, infatti ci occuperemo di:

- Principi generali
 1. Flussi e cicli finanziari
 2. Struttura finanziaria
 3. Equilibrio finanziario
- Valutazione strategie e investimenti
- Modelli di struttura proprietaria e relazione con di struttura finanziaria

Definizioni preliminare di strategie e investimenti

- **Strategia:** insieme di decisioni coordinate tra loro, finalizzate a massimizzare il valore per i soci, tenendo conto dell'ambiente interno (risorse e competenze umane), dell'ambiente competitivo (5 forze di Porter) e per ultimo quello esterno (macrovariabili).
- **Investimenti:** permettono di concretizzare le strategie. Sono investimenti le decisioni che generano cicli finanziari: insieme di uscite e entrate correlate tra loro (compro impianto (uscita) per produrre manufatti e venderli (flusso in entrata)). Possono essere impieghi in beni capitali (anche fisici) oltre a quelli intangibili.

Ripartizione tra flussi finanziari e flussi economici

- Flussi finanziari sono governati dal principio di cassa: entrate/uscite;
- Flussi economici sono governati dal principio di competenza: ricavi/costi.

I ricavi e i costi possono essere entrambi: **monetari e non monetari**.

- Quelli **monetari** hanno anche una manifestazione di cassa; mentre quelli **non monetari non hanno manifestazione finanziaria**.
- **Ricavi non monetari** (rarissimi: rivalutazioni), **Costi non monetari** (amm.ti e acc.ti).

Il risultato di ricavi e costi sulla base del principio di competenza ci fornisce il reddito netto dell'impresa.

- Esistono **Entrate/Uscite generati da incassi o acquisti monetari, generano il Cash Flow**.
- Esistono anche **Entrate/Uscite generati da variazione impieghi e fonti** (crediti/debiti; investimenti/disinvestimenti etc).

Il saldo derivante da tutti i movimenti monetari (Cash Flow) **converge** insieme **alle entrate/uscite di fonti e impieghi** e vanno a formare la **variazione della posizione finanziaria netta**, cioè il **saldo di tutti i movimenti finanziari (ΔPFN)**.

N.B: non confondere il Cash Flow (saldo entrate/uscite generate da ricavi/costi mon) con ΔPFN (variazione fonti e impieghi).

N.B: il Cash Flow è il risultato finanziario della gestione finanziaria, che si affianca al reddito netto (risultato della gestione economica).

I cicli finanziari

Sono la **base della gestione finanziaria**. Essi sono **attivati al fine di acquisire i fattori produttivi**.

Il concetto di fattore produttivo riunisce quello di beni correnti e di beni strumentali.

Esempio del vasaio degli assiri-babilonesi: il vasaio era un'imprenditore che disponeva di una ruota (bene **strumentale**) e la creta (bene **corrente**) per un unico vaso.

Per avviare la produzione esso deve comprare la ruota e il primo blocco di creta.

=> Il ciclo inizia con le uscite.

Una volta che inizia la produzione e vende i suoi vasi: con i ricavi dei vasi venduti chiude i cicli finanziari aperti con l'acquisto della ruota e della creta. Il ciclo della creta è semplice in quanto è un ciclo a breve termine e il ritorno finanziario è in un'unica soluzione vendendo i vasi.

Mentre il ritorno finanziario della ruota, quindi la chiusura del suo ciclo finanziario (la quale non viene venduta perché serve per lavorare) la ritroviamo come Cash Flow, cioè nella differenza finanziaria tra le entrate dei ricavi monetari e le uscite dei costi monetari.

=> Ogni vaso fornisce al vasaio una differenza tra il costo della creta e il ricavo del vaso che va a fronte anche del costo della ruota.

Esiste una **proporzione tra il Cash Flow generato da ciascun prodotto e il costo del bene strumentale** (la ruota): da qui si vede quante unità di prodotto il vasaio deve vendere per recuperare l'importo investito nel bene strumentale, osservando quindi il tempo necessario perché ciò avvenga. Per recupero si intende il recupero del nominale investito.

Avremo due **cicli degli impieghi**:

- 1) **Per i beni strumentali (macrociclo) > durata più lunga** di un anno. Si dice macro perché ha un ritorno indiretto attraverso il Cash Flow (cioè non vendo la ruota);
- 2) **Per i beni correnti (microciclo) > breve durata**, con ritorno diretto derivante dalle vendite del prodotto.

=> Si avrà sempre prima un'uscita e poi l'entrata.

Visto che nei cicli degli impieghi **si ha sempre prima un'uscita e poi un'entrata**, parallelamente devono essere presenti dei **cicli delle fonti** che siano simmetrici e proporzionati nel tempo e nell'importo.

I cicli delle fonti **devono fornire delle entrate nel momento in cui bisogna acquistare** (la ruota e la creta) **e delle uscite quando si iniziano a vendere i vasi e generare Cash Flow**.

Le uscite delle fonti devono essere coerenti con le entrate derivanti dalla vendita dei vasi perché le **fonti** possono essere di **due nature: debiti oppure capitale netto**.

Tra debiti e capitale netto esiste una forte differenza:

- Il **capitale netto non genera uscite** (salvo che non si vogliono erogare dividendi) ed è quindi una **risorsa stabile per l'impresa** (ha un "ciclo di esigibilità" nullo = copertura finanziaria; possibilità di essere riscosso);
- I **debiti** possono essere a breve, medio o lungo termine e avranno quindi un "ciclo di esigibilità" che può essere più rapido o più lento.

La gestione finanziaria si occupa appunto di gestire questi cicli:

=> **Attivare cicli degli impieghi e delle fonti in funzione di un fluido incrocio in prospettiva tra le entrate (in termini di Cash Flow) ed i finanziamenti**; tra il Cash Flow e i debiti a lungo termine, tra il recupero degli impieghi in beni correnti e l'esigibilità dei debiti a breve.

Nascono **prima le decisioni sugli impieghi** perché per prima cosa l'impresa sceglie una combinazione prodotto-mercato, le cd. ASA: cosa vuole produrre, come vuole produrlo e dove venderlo) ed in funzione di questo ci sono degli impieghi.

Spetta alla funzione finanza, **in relazione all'importo e alla durata degli impieghi, cercare un insieme di fonti** che abbiano un ciclo compatibile con quello degli impieghi.

Le fonti si definiscono in funzioni dei cicli di recupero degli impieghi.

I cicli finanziari vanno valutati attentamente per **dare luogo ad una struttura finanziaria in equilibrio**:

=> *l'equilibrio finanziario è la corretta gestione di questi cicli, cioè avere una copertura adeguata in relazione al rapporto tra tempi di recupero degli impieghi e tempi di esigibilità dei debiti.*

In questo **il patrimonio netto è l'elemento stabilizzatore** in quanto, **non generando uscite**, è **ideale per finanziare soprattutto beni strumentali** i cui Cash Flow siano difficili da prevedere.

Seconda Lezione: 17 settembre 2020

LA STRUTTURA FINANZIARIA (CONTO FONTI/IMPIEGHI)

La struttura finanziaria è la fotografia statica dei cicli visti.

- **I cicli degli impieghi sono quelli che daranno luogo ad entrate in futuro.**
- **I cicli delle fonti servono per finanziare gli impieghi** e oggi danno luogo ad uscite per la loro esigibilità.

La struttura finanziaria è uno strumento di **analisi** perché **aiuta a vedere da un lato le entrate attese** per importo e scadenza e **dall'altro le uscite attese** per importo e scadenza, e di **gestione**, perché è lo **strumento con il quale programmo i nuovi impieghi e le nuove fonti in modo da avere un fluido di entrate e uscite con saldo positivo.**

La struttura finanziaria **si compone a partire dai dati di bilancio con gli impieghi esposti in ordine di liquidità, ovvero di tempo necessario per il recupero, e con le fonti in ordine di esigibilità, a partire dai debiti a breve fino ad arrivare al capitale netto.**

A noi interessano i debiti a breve di finanziamento, quindi derivanti da operazioni di finanziamento. La **PFNB (Posizione Finanziaria Netta a Breve)** può stare sia negli impieghi e sia nelle fonti: se ha segno positivo sta negli impieghi mentre se ha segno negativo sta nelle fonti.

Tra gli impieghi (attività) troviamo:

- **I crediti**, i quali hanno generalmente un **tempo di recupero corto**. Si distinguono i crediti commerciali e gli crediti diversi. I crediti dipendono dal fatturato e dai tempi di incasso. Maggiore è il fatturato e maggiori sono i tempi di recupero, maggiore sarà il portafoglio dei crediti;
- **Le scorte**, cioè prodotti, materie etc.
 - **Permanenti (i crediti)**, cioè quelle che **ruotano, generano flussi in entrata ma non diminuiscono mai**, ruotano in continuazione e generano flussi in entrata in continuazione, ma se ne formano delle nuove;
 - **Oscillanti**, cioè scorte che **hanno un loro ciclo finanziario in cui si formano, vengono vendute e quindi la loro quantità diminuisce fino ad azzerarsi** (come i panettoni e i lavori in corso). Le scorte oscillanti hanno dei cicli finanziari specifici, cioè generano dei flussi finanziari secondo un piano stagionale o tipico della commessa.
- **Le immobilizzazioni**, possono essere tecniche o finanziarie. Quelle **tecniche** (sono beni strumentali) hanno un **recupero attraverso il Cash Flow generato dalla vendita dei beni prodotti con le immobilizzazioni tecniche stesse** e il recupero può durare anche qualche anno. Il ciclo di recupero delle immobilizzazione tecniche sarà tanto più breve, quanto più elevato sarà il fatturato (importo generato dalle vendite) e tanto più breve sarà tanto più sarà ampio il differenziale del Cash Flow (margine complessivo di tutti i beni prodotti da quella immobilizzazione tecnica tra entrate dei ricavi e uscite dei costi monetari). E' importante analizzare il ciclo finanziario delle immobilizzazioni per scegliere la struttura delle fonti in maniera corretta per tempo e importo, tenendo conto dei rischi che gravano sui tempi e sugli importi di recupero dell'immobilizzazione.

Tra le fonti (passività) troviamo:

- La **PFNB (se negativa)**, quindi se i debiti a breve di finanziamento risultano maggiori rispetto alla liquidità;
- I **debiti a breve di funzionamento**, cioè quelli con i fornitori (concessioni di dilazioni di pagamento);
- I **debiti a medio e lungo**. Esistono di finanziamento e di funzionamento. Le operazioni effettuate e gestite dalla funzione finanza relative ai finanziamenti rientrano siano nei debiti a breve e sia nei debiti a medio e lungo;

- **Capitale netto**, cioè **capitale sociale e riserve**. È l'elemento **stabilizzatore**, cioè che non genera esigibilità perché non genera flussi in uscita. Più la disuguaglianza tra impieghi che ruotano a generare flussi in entrata e fonti che ruotano a generare flussi in uscita è ampia, più stabile è la gestione finanziaria (100 impieghi contro 100 fonti ma le fonti sono 80 fonti che creano uscita e 20 capitale: ho 100 impieghi in entrata e 80 fonti in uscita). Il capitale netto sarà importante soprattutto nei casi in cui i flussi di recupero degli impieghi sono particolarmente rischiosi.

L'equilibrio finanziario

L'equilibrio finanziario è il **primo obiettivo della finanza**. È una **condizione** (nel senso di modo di essere, di caratteristica) della struttura finanziaria **tale da dare luogo in prospettiva (sia di breve sia di medio termine) ad un fluido incrocio tra flussi in entrata per il recupero degli impieghi e flussi in uscita per l'esigibilità delle fonti**. La definizione è dinamica.

L'obiettivo dell'equilibrio finanziario **si lega ai cicli finanziari: l'equilibrio finanziario si ha quando i cicli delle fonti sono proporzionati per importo e tempi ai cicli degli impieghi**.

Usiamo **distinguere la struttura finanziaria in due parti**:

- La parte che ha **impieghi e fonti a rotazione veloce** (recupero ed esigibilità veloci), in questa parte **troviamo il capitale circolante** che è composto da: PNFB (positiva o negativa), crediti e scorte meno i debiti a breve di funzionamento;
- La parte che ha **impieghi e fonti a rotazione lenta** (recupero ed esigibilità lenti), in questa parte troviamo le immobilizzazioni contro le fonti consolidate, cioè i debiti a medio e lungo e il capitale netto.

All'interno del **Capitale Circolante** è importante **distinguere** due **componenti** di natura diversa:

- Il capitale circolante **finanziario**, che **coincide con la PNFB** (liquidità - debiti a breve di finanziamento) e quindi dipende dalle scelte della finanza relativamente all'impostazione della struttura finanziaria ==> **Componente di Fonti**
- Il capitale circolante **operativo**, cioè: **crediti + scorte - debiti a breve di funzionamento** e dipende quindi dai processi di acquisto, produzione e vendita. ==> **Fabbisogno**

Li vogliamo tenere distinti perché **il primo dipende dalla gestione finanziaria** mentre **il secondo dipende dal marketing e dalla produzione**. Inoltre, il capitale circolante operativo è normalmente un fabbisogno mentre quello finanziario è una delle componenti di fonti che la finanza predispone per finanziare.

Il **Capitale Circolante Operativo** si divide in: circolante **lordo** operativo (**crediti + scorte**), è un fabbisogno, cioè è un **impiego che richiede una fonte**, e circolante **netto** operativo (**crediti + scorte - i debiti di funzionamento**), è un **fabbisogno netto** quindi la finanza deve finanziare il circolante netto operativo già scontando i debiti verso i fornitori.

Da questa analisi **discendono un paio di indici dell'equilibrio finanziario**:

- **Capitale Circolante Netto**, è un primo **indicatore di equilibrio finanziario a breve** se questa differenza è positiva: **CCN = CCL / Debiti a breve**, se è **> 1 allora c'è stabilità**. Viene utilizzato per valutare l'equilibrio finanziario dell'Impresa nel breve periodo e per comprendere se l'Impresa può affrontare spese impreviste nei prossimi mesi.
- **Il margine di struttura** è la **differenza tra il capitale netto e le immobilizzazioni**. Mette in evidenza il rapporto tra le immobilizzazioni e il capitale netto. Se è positivo è indice di equilibrio finanziario. Se le immobilizzazioni sono tanto lente e rischiose nel recupero, è bene finanziarle con il capitale netto. Indicatore di solidità del patrimonio, indica la capacità di finanziare con patrimonio netto.

Terza Lezione: 22 settembre 2020

VALUTAZIONE DEGLI IMPIEGHI

CCN deve essere positivo, ma in che misura deve essere positivo? Come faccio ad impostarlo?

Dal concetto di equilibrio finanziario discendono tre parametri per stabilire l'importo del circolante netto nell'impostare la struttura finanziaria:

1. Incidenza
 2. Rischiosità
 3. Tempi di ritorno delle immobilizzazioni.
- **Più le immobilizzazioni sono lente e rischiose**, è opportuno che ci sia più capitale circolante netto, in modo tale da avere impieghi in circolante che ruotano veloci e fonti esigibili lentamente che coprono le immobilizzazioni;
 - **Più capitale netto è presente tra le fonti, meno capitale circolante netto serve** in quanto la struttura finanziaria è solida grazie alla presenza del capitale netto;
 - **Le scorte permanenti** (o ad alta rotazione, come i crediti) sono quelle che ruotano in continuazione ma non diminuiscono mai e dipendono dal fatturato (aumentano all'aumentare del fatturato). Essendo che **non diminuiscono mai**, è opportuno che siano **finanziate con fonti consolidate** e quindi sono un elemento di esigenza a tenere alto il **capitale circolante netto**. Maggiori sono le scorte permanenti, maggiore deve essere il capitale circolante netto;
 - **Le scorte oscillanti** possono essere finanziate anche con debiti a breve in quanto hanno un ciclo finanziario definito solitamente stagionale. Relativamente a questo tipo di scorte, è **meno importante l'importo del capitale circolante netto**.

La funzione finanzia costruisce dei cicli finanziari delle fonti in funzione dei cicli finanziari degli impieghi attivati dalle altre funzioni aziendali, in modo tale da ottenere equilibrio finanziario.

Valutazione degli impieghi

La valutazione degli impieghi è **uno dei compiti più importanti della funzione finanzia**. Accanto alla ricerca delle fonti di finanziamento per finanziare gli impieghi, la finanzia deve anche **fornire gli strumenti di valutazione delle decisioni aziendali, strategiche e di investimento** (cioè quelle per implementare le strategie).

Cosa c'entra la finanzia con le decisioni delle strategie?

C'entra perché i **metodi utilizzati** sono metodi che **fanno capo all'attualizzazione di flussi finanziari**.

I cicli finanziari di tutti gli impieghi li abbiamo visti fin ora dal punto di vista dell'equilibrio finanziario, ma adesso gli stessi **cicli finanziari** li vediamo **dal punto di vista dell'efficacia rispetto alle strategie aziendali**.

La finanzia si occupa anche delle decisioni strategiche perché **prima avviene la valutazione delle strategie e poi le decisioni sul reperimento delle fonti**.

Le strategie sono le decisioni aziendali più importanti e **gli investimenti sono il modo di implementare le strategie**.

Gli investimenti implicano un ciclo finanziario, cioè un impiego iniziale e dei flussi di recupero nel tempo. **Le strategie sono costituite da più investimenti distribuiti nel tempo**, quindi abbiamo un ciclo finanziario del singolo investimento e un ciclo finanziario della strategia costituito dalla somma algebrica dei cicli finanziari di tutti gli investimenti che implementano la strategia.

Il singolo investimento ha l'obiettivo di dare un **contribuito** alla **strategia dando luogo alla migliore redditività possibile, ovvero al più efficiente ed efficace utilizzo del capitale**, quindi al miglior rendimento del capitale investito.

Le **strategie** sono un **insieme coordinato di decisioni**: esistono delle opzioni strategiche, cioè una serie di indirizzi che implicano un insieme di decisioni in una certa operazione.

Tengono conto del contesto in cui opera l'impresa, quindi **dall'ambiente esterno** e dall'ambiente **interno**.

- Quello **esterno** è fatto dal **macroambiente** (l'impresa non può influire su di esso in quanto è lo scenario generale) composto da **variabili che l'impresa non può modificare ne controllare**, e dall'**ambiente competitivo**, dato dalle caratteristiche dall'arena competitiva in cui l'impresa si muove (cinque forze competitive di Porter).
- Quello **interno** è composto dalle **risorse** e dalle **competenze** (ciò che l'impresa sa fare), particolarmente rilevante sono le risorse e le competenze **distintive**, quelle che i concorrenti non hanno, che le possono consentire di sviluppare una strategia competitiva essendone la base.

Le strategie sono **finalizzate ad un obiettivo finale**, ottenuto passando attraverso obiettivi intermedi.

In un'impresa profit l'obiettivo finale è la creazione di valore per i soci. Il concetto di **valore** è qualunque utilità **a favore** dei **soci**, sia di tipo **monetario**, sia di tipo **materiale** (l'utilizzo di strutture, automobili, ecc.) e sia di tipo **psicologico** (situazioni di potere e di prestigio generate dal governo di un'impresa sono una soddisfazione a livello psicologico che genera essa stessa valore), **in un'ottica di lungo periodo**. Usiamo un concetto così ampio di valore perché usare concetti solo di tipo monetario sarebbe troppo limitante.

Il valore deve essere creato per i soci perché sono coloro che apportano capitale a pieno rischio, quindi se ci sono delle perdite, le perdite vanno a diminuire il capitale a pieno rischio. A fronte di questo, l'impresa mette al centro delle sue strategie l'obiettivo della creazione di valore per i soci, i quali sono quei soggetti che hanno apportato il capitale a pieno rischio.

Il capitale dei finanziatori a titolo di debito subisce perdite solo dopo l'esaurimento del capitale a pieno rischio e per questo motivo i soggetti che mettono a disposizione questo capitale hanno una remunerazione diversa rispetto a quella dei soci.

I **soci** devono **controllare l'impresa** per assicurarsi che **effettivamente crei valore** per loro e **non lo disperda**.

Gli **obiettivi intermedi** di un'impresa profit **sono** tutti quegli obiettivi aziendali **funzionali** (come per esempio la quota di mercato, la leadership tecnologica, l'efficienza nella struttura dei costi) su cui si costruiscono delle strategie **finalizzate all'obiettivo finale**.

Le strategie si implementano attraverso gli investimenti. Per **investimenti** si intende **l'acquisizione** di un **bene** capitale che sia **funzionale** alle strategie e dia luogo ad un ciclo finanziario con un impiego iniziale e **con flussi di ritorno** nel tempo.

È importante distinguere i beni **capitali**, comprendono:

- a) Beni strumentali (poco valore residuo, poco Cash Flow);
- b) Immobilizzazioni finanziarie, cioè le partecipazioni in società collegate o controllate, oppure prestiti a medio lungo termine alle stesse (nessun Cash Flow diretto, ma quando rivenderemo la partecipazione);
- c) Intangibles, sono per esempio l'immagine, le competenze in ricerca e sviluppo.

Il ciclo finanziario di una strategia è dato dalla somma dei cicli finanziari di tutti gli investimenti che questa strategia movimentata (uscite e entrate, attraverso Cash Flow), flusso netto della strategia. Questo **mi consente di applicare alla strategia la stessa logica di analisi di flussi finanziari attualizzati che utilizziamo per i singoli investimenti**. I flussi finanziari in anni diversi sono confrontabili applicando la **formula di attualizzazione (Discounted Cash Flow analysis)**.

Quarta Lezione: 24 settembre 2020

VALUTAZIONE DELLE STRATEGIE

L'obiettivo finale della strategia è la creazione di valore per i soci perché i soci sono coloro che apportano il capitale a pieno rischio ed è il primo ad essere intaccato dalle perdite. Questo vale generalmente ma non per tutte le imprese.

Esistono infatti imprese il cui obiettivo è culturale o assistenziale (cooperative no profit): in questo caso i soci non sono interessati alla creazione di valore per loro stessi ma ad obiettivi per esempio culturali o assistenziali.

Ogni impresa quindi adotta delle strategie in funzione dell'obiettivo finale e del rapporto con i soci e delle loro intenzioni.

Dall'obiettivo di creare valore per i soci discende anche la metodologia di valutazione delle strategie. Questa è applicabile sia per le strategie di *corporate* e sia per le strategie di *business*.

- **Le strategie di corporate sono quelle dove si decide in quali aree di business competere, in quali uscire e in quali entrare.**
- **Le strategie di business sono quelle per competere in un singolo business**

Il business è un'area competitiva che si identifica per gli stessi bisogni del cliente e le stesse tecnologie e quindi si compete con concorrenti e prodotti sostituivi per le stesse finalità. In entrambe le tipologie strategie il metodo di criterio è lo stesso.

La **metodologia di valutazione della strategia** è la **stima del valore per i soci**. È un tipo di metodologia di valutazione incentrata sul rapporto tra l'impresa e i soci: la strategia deve creare valore specifico trasferibile ai soci, cioè di cui i soci possono effettivamente godere e che non si disperda in altri canali. È da sottolineare che le eventuali perdite devono essere coperte prima che il valore venga distribuito ai soci (netto, non lordo dalle perdite). Si sceglie sempre la strategia che produca sempre più valore ai soci, **ovvero il valore non solo generato, ma soprattutto trasferito** ai soci (dividendi, capital gain: vendere l'impresa o le azioni della stessa, ottenendo un prezzo più elevato rispetto all'acquisto (plusvalenza)).

Il valore trasferibile ai soci può essere stimato tramite la somma di due componenti:

- **Il valore economico (WE)** creato all'interno dell'impresa attraverso corrispondente **somma** dei valori attuali netti (VAN) dei **diversi investimenti** che implementano la strategia nel tempo (ciclo finanziario). Non valutiamo un singolo investimento ma li valutiamo tutti e riportiamo il valore attuale netto al tempo zero della strategia. **Il valore economico WE è quindi il VAN dell'intera opzione strategica.** È una metodologia che fa capo alla applicazione della **discounted Cash Flow analysis (DCF)** al ciclo finanziario della strategia. Il ciclo finanziario della strategia corrisponde alla somma dei cicli finanziari degli investimenti che la compongono. Il principio è sempre quello che **somme di denaro posizionate in tempi diversi** possono essere **confrontabili al tempo zero attraverso** la formula dell'**attualizzazione**, grazie alla quale possiamo confrontare il flusso in uscita al tempo zero con la somma dei flussi finanziari che chiudono il ciclo finanziario che si generano in futuro riportati al tempo zero;
- **Il valore che si crea o si perde** (solitamente si perde) **nella fase di trasferimento del valore ai soci.** Il trasferimento ai soci è importante in quanto sono molti i soggetti (stakeholders) che cercano di sottrarre/prelevare questo valore ai soci (come per esempio il fisco, negli ultimi anni anche il management, i sindacati e le autorità locali).

C'è un **problema** ed è quello che qui stiamo lavorando con **dati previsionali** e fare previsioni attendibili è molto difficile. **L'attendibilità diminuisce all'aumentare del tempo:** questo costringe a considerare dei flussi finanziari previsti analiticamente per un certo numero di anni finché sono **attendibili (5 anni)**, al di là aumenta l'aleatorietà e bisogna attualizzare con la formula della

rendita perpetua (1/i).

Come per gli investimenti **anche per le strategie si pone il problema dell'orizzonte temporale**: alcune hanno un orizzonte temporale definito o facilmente definibile mentre **altre strategie** hanno un **orizzonte temporale non definito o non definibile**.

Quando non si può definire **adottiamo** che l'orizzonte temporale sia **infinito**.

NOTA BENE: tutto questo riguarda tutte le decisioni strategiche. Valutiamo le strategie e gli investimenti perché è compito della funzione finanza e perché riguarda le decisioni di struttura finanziaria, le quali si prendono in funzione del valore per i soci come tutte le decisioni strategiche.

NOTA BENE: **è rilevante il tasso scelto per l'attualizzazione dei flussi per calcolare il WE**. Per la sua definizione, i criteri e le logiche sono gli stessi per quanto riguarda il tasso soglia di accettazione applicato alla valutazione degli investimenti (cut off rate).

È un tasso che **tiene conto** (ha come componenti) del **costo del capitale impiegato** e della **rischiosità**, quest'ultima considerando un margine che rende più alto il tasso soglia di un investimento più rischioso rispetto a quello di un investimento meno rischioso.

Questo concetto si applica sia alla strategia e sia ai singoli investimenti.

Per quanto riguarda il **trasferimento di valore** ai soci, bisogna introdurre un concetto importante per il quale **ci sono due tipologie di soci che danno luogo a tre tipologie di struttura proprietaria**. Diversi tipi di soci e quindi diverse tipologie di struttura proprietaria, hanno diverse modalità di trasferimento del valore ai soci. Imprese con strutture proprietarie diverse hanno una diversa struttura finanziaria perché la struttura finanziaria è una decisione strategica e la si prende in funzione delle modalità di trasferimento del valore ai soci.

Le due tipologie di soci:

- **Soci di controllo effettivo**. Sono quei soci che sono in grado di **esercitare effettivamente un controllo** sulla **gestione** dell'impresa. L'esistenza di questa tipologia di soci dipende dal numero di soci e dalle relazioni tra di loro. È importante il controllo effettivo dell'impresa perché **chi esercita il controllo orienta l'impresa a generare valore** per se stesso nel modo ritenuto più opportuno, quindi chi esercita il controllo effettivo **decide le strategie secondo la sua opinione relativamente alla massimizzazione del WE**. Inoltre, **dirige l'impresa alla modalità di trasferimento del valore**. Il controllo effettivo consente di mettere insieme entrambe le componenti del valore per i soci (*WE + trasferimento del valore*). Il controllo effettivo ha un effetto importante sul valore per i soci **ed è esso stesso una fonte di valore** perché è grande la volontà per un soggetto a diventare un socio di controllo effettivo.
- **Soci investitori**. Sono una tipologia di soci **consapevoli di non poter esercitare il controllo** effettivo dell'impresa. Essi **apportano capitale a pieno rischio** sapendo di non avere il controllo effettivo con **l'obiettivo di realizzare un valore** rappresentato **dalla somma di capital gain più i dividendi** al netto delle imposte. Il **capital gain** è la differenza tra il prezzo di acquisto delle azioni e il prezzo di vendita delle azioni. Il concetto di valore per i soci investitori per la parte capital gain implica l'esistenza della borsa: se non ci fosse la borsa non ci sarebbero i soci investitori. Il socio investitore scambia il "non poter esercitare alcun tipo di controllo" con la possibilità di "acquistare e vendere le azioni in modo rapido", economico, sicuro, su un mercato soggetto a controlli e normative di vigilanza, un luogo dove conoscere tutti i giorni il valore delle proprie azioni (e quindi del proprio investimento).

La **creazione delle borse** è infatti avvenuta per **poter portare verso le imprese**, come capitale di rischio, **il capitale di investitori che accettavano di non esercitare il controllo**.

Prima le imprese erano tutte **composte** da **soci di controllo effettivo** e, con lo sviluppo industriale, queste imprese necessitavano di capitale di rischio dovendo quindi coinvolgere il capitale dei soci investitori. Attrarre soci investitori con l'obiettivo del **capital gain** è stato **possibile** solo con la presenza delle **S.p.a** (responsabilità limitata) e della **borsa** (mercato sicuro). Se l'impresa è quotata loro possono conoscere tutti i giorni il valore del loro pacchetto azionario e

inoltre possono liberamente investire o disinvestire in modo sicuro, economico, rapido, in un ambiente controllato, ottenendo valore azionario, vedere che le loro azioni salgono e quindi il valore aumenta (valore azionario), è uno dei modi di trasferire valore, poiché è il presupposto per realizzare un capital gain, ovvero la monetizzazione di un valore azionario.

Le Borse Valori istituzioni **nate** alla fine del '700, **parallelamente** alla **rivoluzione industriale**. Se non ci fossero le borse non ci sarebbe sviluppo industriale, per il motivo per cui i promotori di un iniziativa economica non sono in grado di finanziarla interamente, neanche facendo leva su finanziatori esterni. Raccogliere capitale di rischio sulla borsa serve per aumentare il capitale di rischio, tirando dentro investitori che investono nel capitale sociale che però rinunciano al controllo.

È vietato utilizzare informazioni preferenziali per ottenere del capital gain. Legge sull'OPA obbligatoria, la legge dice che se un soggetto vuole comprare il controllo di un impresa quotata in borsa, deve farlo lanciando un OPA (offerta pubblica), il pacchetto di controllo ha un prezzo più alto, quindi la legge obbliga a dare la possibilità a tutti gli interessati di fare l'offerta, portando i titoli tutti allo stesso prezzo e soddisfarli proporzionalmente, comprandolo proporzionalmente da tutti i soci.

Con un numero di affari ampio gli investitori vengono anche tramite fondi di investimento. Se non ci fossero le borse, niente sviluppo capitalistico.

La modalità di trasferimento del valore cambia a seconda dei soci, e quindi cambia anche la strategia. L'accento cade sulla relazione complessa tra imprese, soci e mercato se l'impresa è quotata.

Può generare delle forti reazioni quando la borsa super-valuta o sottovaluta i titoli, rischio di bolla.

Quinta Lezione: 29 settembre 2020 (in presenza)

RIPASSO PROGRAMMA FINORA

Sesta Lezione: 6 ottobre 2020

RAPPORTO TRA IMPRESA E SOCI

3 diverse tipologie di strutture proprietarie:

- **Chiusa**: solo soci di controllo effettivo, non quotata in borsa;
- **Aperta con soggetto economico**: tutte e due le tipologie di soci, ovvero un socio di controllo effettivo (soggetto economico) che è un singolo soggetto oppure un'aggregazione di soggetti, ovvero alcuni soci che fanno un accordo tra di loro per esercitare insieme il controllo effettivo, e quotata in borsa. La percentuale di capitale sociale per il controllo è molto variabile di caso in caso: 50%+1, in altre molto meno, in funzione di quanto è frazionato il resto del capitale, che non fa capo al soggetto economico, detto flottante, in mano a soci piccoli che può essere compravenduto in borsa. Più il capitale è frammentato più bassa è la quota del soggetto economico per esercitare il controllo. I soci investitori rinunciano ad esercitare il controllo, passando verso l'assemblea dei soci essi lasciano gestire la società dai manager.
- **Public company**: non c'è più un soggetto economico, ci sono solo soci investitori.

La crescita dell'impresa richiede una crescita del capitale investito, che abbiamo con la crescita del capitale che viene investito, e una proporzionale crescita del patrimonio netto, se raddoppia uno, raddoppia l'altro.

Questo è **necessario perché se il capitale netto non seguisse la crescita del capitale investito l'impresa si sotto-capitalizzerebbe, dovrebbe fare più finanziamenti in capitale di debito rendono la struttura finanziaria più fragile e rischiosa** rispetto all'equilibrio finanziario e creerebbe squilibri nella ripartizione del rischio tra soci e finanziatori esterni, che non possono superare certi livelli.

Succede quindi che **le fonti del capitale netto sono soltanto due: gli apporti dei soci e gli utili portati.** Se la generazione di avanzi, utili, è molto forte e questi utili vengono distribuiti poco o niente, ma messi tutti a riserva, il capitale netto può crescere velocemente senza richiedere apporti ai soci, erogando pochi o niente dividendi.