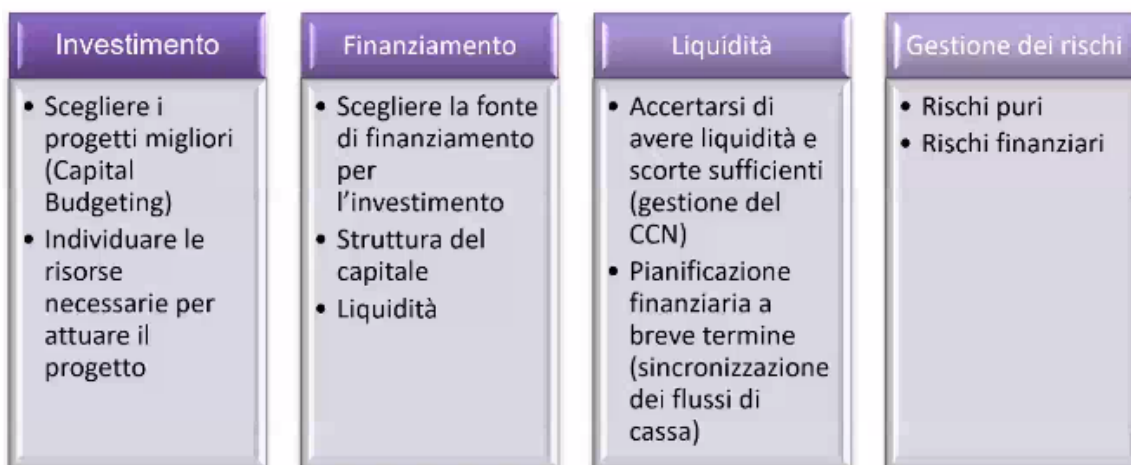


FINANZA AZIENDALE

LE DECISIONI FINANZIARIE DELL'IMPRESA



In Finanza Aziendale si va a verificare come l'equilibrio tra fonti (passivo) e impieghi (attivo) possa consentire scelte di investimento, finanziamento ecc. Gli investitori sono razionali e quindi avversi al rischio e le risorse a disposizione per le attività d'impresa sono spesso limitate. La scelta tra investimenti alternativi è fatta seguendo criteri di economicità del progetto. Questi criteri decisionali si basano su:



L'obiettivo ultimo delle scelte di investimento è determinare se le scelte di investimento sono in grado di aumentare il valore dell'impresa. La fonte di investimento può derivare da debito tramite creditori, obbligazioni e altri strumenti, oppure tramite Equity ossia capitale sociale. Per questo la Finanza Aziendale è lo studio delle relazioni tra le decisioni aziendali e il valore delle azioni di un'impresa.

SHAREHOLDER E STAKEHOLDER

Nell'ultimo periodo le imprese di tutto il mondo hanno focalizzato la loro attenzione su tematiche ESG su rispetto dell'ambiente e sostenibilità in generale. In questo senso si può dire che la contrapposizione tra shareholder e stakeholder tende a ridursi, le imprese cercano di perorare anche obiettivi favorevoli alla comunità sociale e all'ambiente.

FUNZIONE FINANZA IN AZIENDA

La FinAz si propone di rispondere a domande del tipo quali investimenti effettuare, come finanziarli e come proteggere il valore di fronte all'incertezza. E' un'attività che possiamo definire ricorrente e quindi verificare che gli asset già stati acquisiti continuino a generare valore per l'impresa; riguarda anche momenti straordinari e meno ricorrenti come decisioni di investimento e strategie di crescita, in ogni fase dell'impresa, dalle prime fasi di vita e oltre. Ha la funzione strategica di supportare le decisioni aziendali proprio perché fornisce un collegamento diretto tra l'impresa e il mercato dei capitali, per aiutarla a raccogliere risorse.

La funzione finanza si affianca ovviamente ad altre funzioni gestionali; ha vissuto varie fasi della propria esistenza e con il tempo quindi si è evoluta:

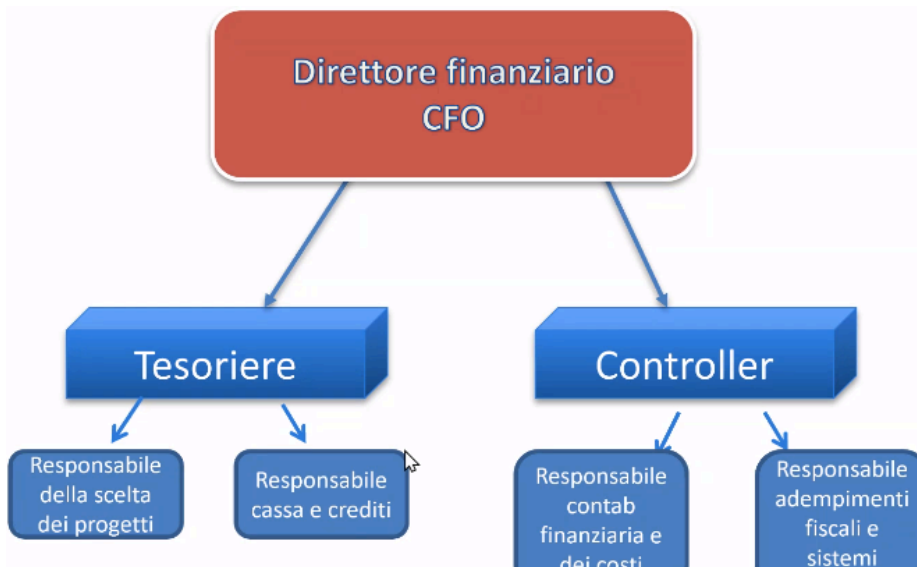
- Finanza subordinata
 - Focus su redditività
 - Minimizzazione del costo dei finanziamenti
 - Scarsa autonomia
- Finanza integrata
 - Ampliamento dello scope
 - verifica "ex ante" delle compatibilità finanziarie e programmazione dei flussi finanziari
 - Integrazione con altre funzioni aziendali
- Finanza strategica
 - Focus su creazione di valore
 - dal modello dello sviluppo finanziariamente sostenibile al modello dello sviluppo centrato sulla finanza
 - la finanza si coniuga con la strategia ed elabora strumenti per misurarne la capacità di creare valore

*Finanza subordinata alla produzione, marketing ecc.

L'ultima fase si è sviluppata negli anni '90 ed è quella che è considerata ancora oggi, è la fase ad oggi più avanzata della finanza aziendale. In Italia però non tutte le imprese si trovano in questa fase a causa di carenze nella programmazione, nel controllo finanziario e nella gestione dei rischi, c'è un'ottica finanziaria day by day. L'attenzione per queste imprese è focalizzata sulle dinamiche dei rapporti bancari piuttosto che sul controllo dei fattori gestionali che determinano i flussi finanziari; c'è una tendenza alla confusione della fin az. con la finanza familiare (notare che la grande maggioranza delle imprese italiane sono imprese di piccole dimensioni a conduzione familiare). Infine c'è tendenza a subordinare decisioni finanziarie con logiche di convenienza fiscale in contrasto con logiche di razionalità e equilibrio finanziario che prevederebbe la finanza aziendale moderna.

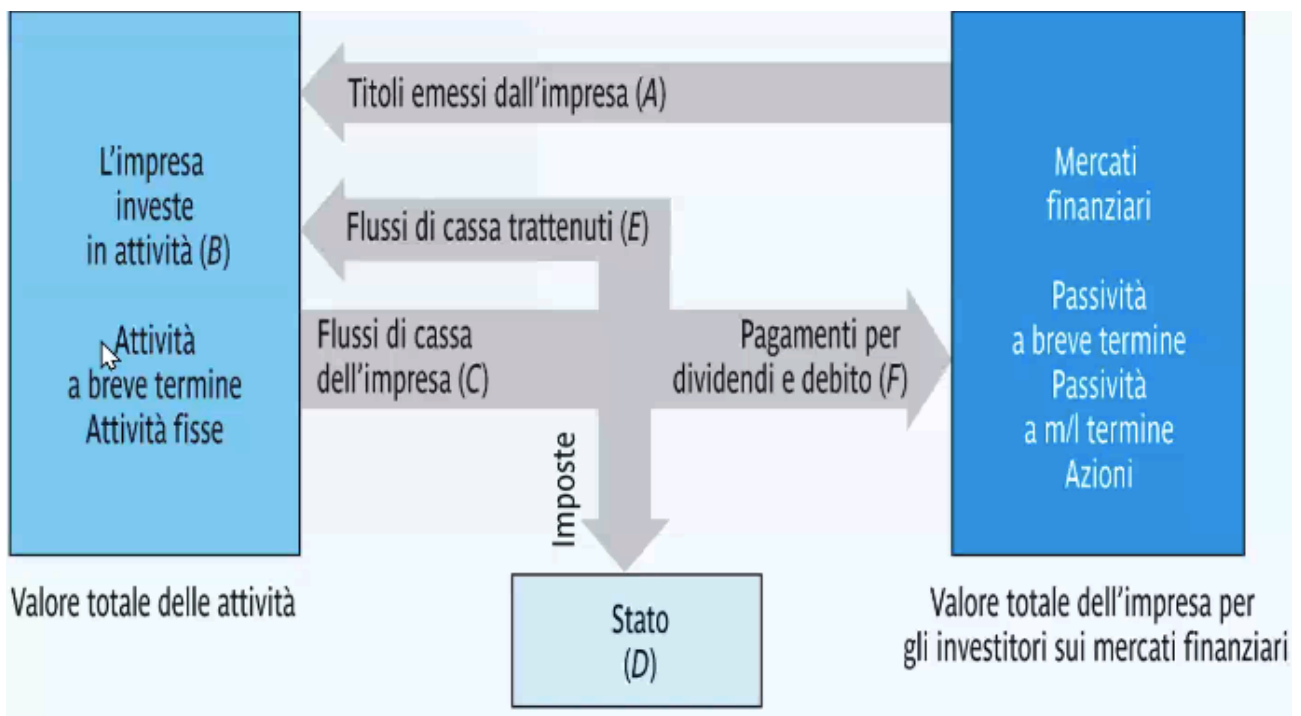
I soggetti che si occupano della finanza aziendale dipendono dalla dimensione e dall'organizzazione dell'impresa stessa, nelle imprese più strutturate è il Direttore Finanziario CFO. Solitamente il CFO è il responsabile della gestione del fattore capitale e ha le seguenti funzioni:





RELAZIONI TRA FUNZIONE FINANZIARIA E SISTEMA FINANZIARIO

La funzione finanziaria porta dentro l'impresa le regole del sistema finanziario e controlla che la gestione le rispetti. L'equilibrio tra questi flussi finanziari garantisce la longevità dell'impresa, questo schema sintetizza il ruolo della fin az. che si concilia con il sistema finanziario in generale, di cui fa parte anche lo stato e i mercati finanziari. I modelli che vengono utilizzati nella teoria della finanza rappresentano secondo ipotesi semplificatrici la realtà, interpretano il funzionamento del Sist. Fin. e si rapportano alla funzione-obiettivo dei portatori di capitale (es. massimizzare rendimento); ne derivano coerenti regole di comportamento aziendale.



Focus sullo schema di Sistema Finanziario (Mercati)

Mercati a ricerca e negoziazione diretta	Mercati organizzati (o mercati aperti)
<ul style="list-style-type: none"> • ricerca autonoma della controparte • contatto diretto tra le parti • elevata personalizzazione dei contratti stipulati • scarsa trasferibilità dei contratti 	<ul style="list-style-type: none"> • la creazione e gli scambi di contratti avviene sulla base di regole predefinite • gli scambi avvengono tramite appositi supporti tecnico-fisici • Per essere scambiati i contratti devono essere quotati
<p>Sono il luogo “ideale” di incontro tra domanda e offerta di contratti finanziari (es. mercato del</p>	<p>Sono vere e proprie “istituzioni” finanziarie (es. Borsa Italiana)</p>



Sistemi basati sulle banche

- Le banche sono fondamentali per trasferire i mezzi finanziari dai fornitori agli utilizzatori di capitali
- Monitoraggio più attivo
- Esempi: Germania, Italia e Giappone

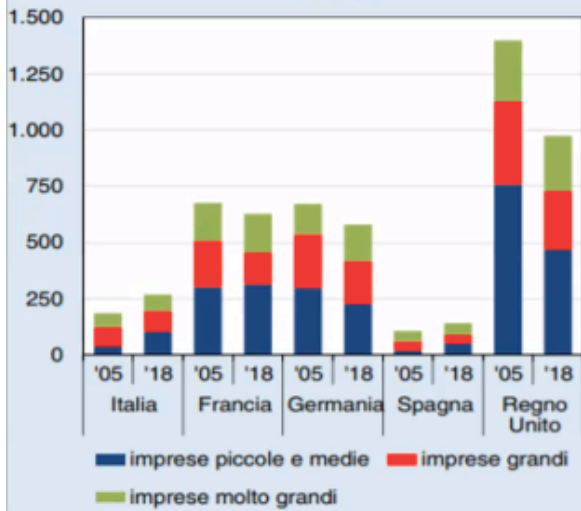
Sistemi basati sul mercato

- I mercati azionari e degli strumenti di debito sono molto importanti
- Disciplina del mercato esterno
- Esempi: USA e UK

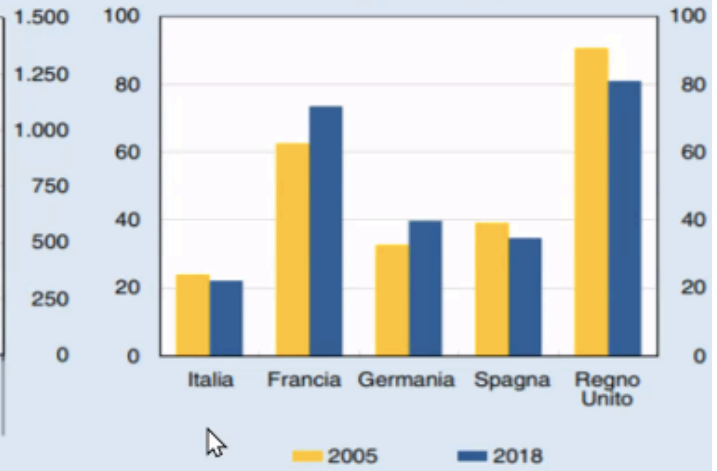
Indicatori di sviluppo del mercato azionario

(dati di fine periodo)

(a) numero di società non finanziarie quotate per classe dimensionale (1)
(unità)



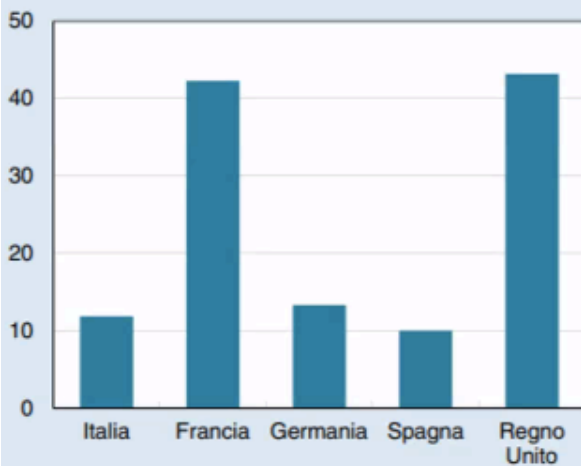
(b) capitalizzazione delle società non finanziarie quotate su PIL
(valori percentuali)



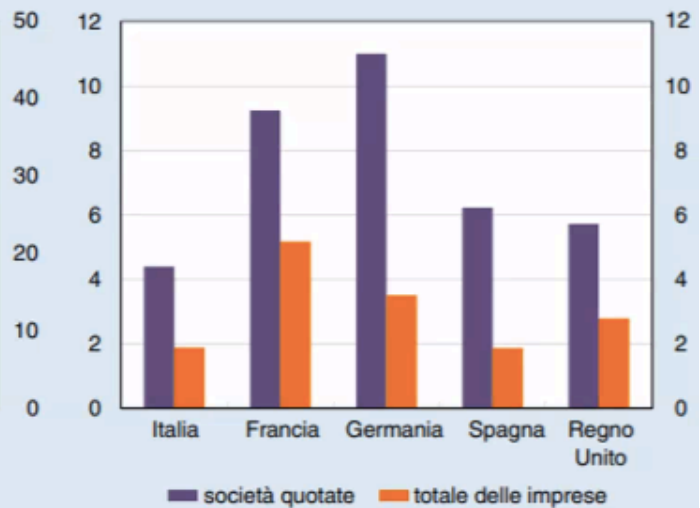
Numero e dimensione delle società non finanziarie quotate nel confronto con il totale delle imprese

(dati relativi al 2016)

(a) propensione delle società non finanziarie a quotarsi (1)
(unità)



(b) dimensione media delle società non finanziarie quotate e del totale delle imprese con oltre 2.000 addetti (2)
(miliardi di euro)



CORPORATE GOVERNANCE

La C.g. è espressiva di come l'impresa viene gestita ossia come sono distribuiti i poteri decisionali nell'impresa e a sua volta influenza le decisioni finanziarie. L'assetto di governo influenza anche gli obiettivi dell'impresa. La forma giuridica dell'impresa è in grado di influenzare gli assetti di governance ovviamente, esempio dell'impresa individuale in cui c'è una coincidenza tra proprietà e gestione. La società di persone è caratterizzata da apporti di capitale condizionati dalle capacità dei soci e dall'accesso al credito, vi è anche qui spesso una coincidenza tra proprietà e gestione, questa impresa potrà finanziarsi solo nel circuito indiretto e quindi c'è più difficoltà nel reperire capitali di rischio, a meno che non intervengano figure di private equity o venture capital. Le società di capitali invece vedono una responsabilità limitata dei soci e possono accedere al mercato dei capitali (obbligazionario o azionario se quotate) e quindi possono disporre di maggior capitale. E' agevolata anche la trasferibilità della proprietà.

- **il sistema tradizionale:** <https://www.buzziunicem.com/board-of-directors>
 - Assemblea dei soci che nomina
 - Consiglio di Amministrazione con funzioni amministrative
 - Collegio Sindacale con funzioni di controllo sull'amministrazione
- **il sistema monistico:** <https://www.lvmh.it/investors/investors-and-analysts/governance-sri/>
 - Assemblea dei soci che nomina
 - Consiglio di Amministrazione, che nomina
 - Comitato per il controllo sulla gestione (all'interno del Consiglio di Amministrazione)
- **il sistema dualistico:** <https://www.volkswagenag.com/en/group/executive-bodies.html>
 - Assemblea dei soci che nomina
 - Consiglio di Sorveglianza, che nomina
 - Consiglio di Gestione



Questi sistemi sono modelli di governance dell'impresa, nel nostro paese prevale il sistema tradizionale con cda e collegio sindacale, ma si reputa il sistema monistico il più efficiente, con un comitato per il controllo di gestione all'interno del cda. La governance è quindi influenzata dalla struttura proprietaria e dalla struttura del sistema finanziario.

Il limite del mancato accesso al mercato finanziario è che non si sfruttano opportunità di crescita nel senso che c'è difficoltà a reperire capitali per crescere, in Italia poche imprese hanno deciso di quotarsi e si trovano limitate nella scelta di fonti di finanziamento. Un altro aspetto è dato dal fatto che anche nel caso della quotazione, la quota di flottante è decisamente inferiore alla quota di controllo di proprietà, Il flottante medio italiano è uno dei più bassi in Europa. La corporate governance definisce anche quali sono gli obiettivi dell'impresa, definisce gli strumenti, modalità e strategie per raggiungerli e effettua un'attività di monitoraggio e di controllo.

Le decisioni di Corporate Governance

- La definizione delle regole alla base del funzionamento dell'impresa;
- Le modalità di partecipazione degli azionisti e degli stakeholder al governo economico; <https://r.lvmh-static.com/uploads/2014/10/lvmh-statuts-au-27.07.2020-va.pdf>
- La suddivisione dei poteri e delle responsabilità al vertice;
- Il disegno dei controlli interni ed esterni; <https://www.buzziunicem.com/internal-control>
- La progettazione del sistema degli incentivi e delle ricompense;
- ecc.

Gli obiettivi della buona Governance

- Corporate governance policies have an important role to play in achieving **broader economic objectives** with respect to investor confidence, capital formation and allocation.
- The quality of corporate governance affects the **cost for corporations to access capital for growth** and the confidence with which those that provide capital can participate and share in their value-creation on fair and equitable terms.
- Corporate governance rules and practices provides a framework that helps to bridge the **gap between household savings and investment in the real economy.**
- As a consequence, **good corporate governance** will reassure shareholders and other stakeholders that **their rights are protected** and make it possible **for corporations** to decrease the **cost of capital** and to facilitate their access to the capital market.

I molteplici obiettivi del management

- Massimizzare le vendite o la quota di mercato
- Minimizzare i costi
- Massimizzare i profitti (di quale anno?)
- Mantenere una crescita costante degli utili
- Aumentare il numero di risorse umane
- Sopravvivere/Evitare il fallimento
- ecc. ecc.

Il management può perseguire obiettivi diversi dall'opinione dell'assetto proprietario, a volte questi due soggetti sono in conflitto, gli obiettivi del management non sempre sono allineati agli interessi degli azionisti. Per questo emergono i costi di agenzia:

Diretti:

- Spesa non necessaria a beneficio del manager
- Costi di monitoraggio del management

Indiretti:

-Mancata opportunità, legati a decisioni che non consentono di valorizzare l'impresa, ad esempio un investimento che crea valore ma è molto rischioso non viene attuato perché potrebbe essere negativo per il manager.

Si possono riallineare gli interessi di management e azionisti tramite piani di Stock Option, al management vengono affidate azioni della società, anche lui diventa azionista.

Altre modalità possono essere la "Pay for performance" e l'esercizio del controllo con sostituzione del management.

VALUTAZIONE DEI PROGETTI DI INVESTIMENTO (CAPITAL BUDGETING)

Ogni decisione che implica l'uso di risorse finanziarie o materiali è considerata un progetto. L'investimento può infatti riguardare sia attività finanziarie sia reali.

I progetti si possono classificare per oggetto/natura ossia in riferimento alle aree di business già esistenti (investimenti volti a migliorare la posizione competitiva, o volti ad aumentare la scala di produzione), a nuove aree di business, alla ricerca e sviluppo. Un altro criterio è quello per dimensione intesa come entità delle risorse assegnate al progetto, tale variabile influenza il grado di rischio del progetto, che dipende anche dall'orizzonte temporale del progetto, il livello gerarchico dell'autorizzazione e il grado di dettaglio del processo del capital budgeting. Un altro aspetto è il grado di interdipendenza che si può avere tra progetti; preliminari, complementari, indipendenti, alternativi. I progetti si possono valutare anche per livello di urgenze, che possono essere imposte a livello normativo o da un forte cambiamento che richiede un progetto. Le modalità di valutazione del progetto devono tenere conto della sua tipologia.

L'analisi dei progetti di investimento è il Capital Budgeting e mette in luce le caratteristiche principali del progetto che sono:

- Investimento iniziale
- Flussi di cassa nel tempo
- Valore di recupero finale

I flussi di cassa durante la fase di impianto sono negativi, poi nella fase di esercizio si presume diventino positivi. Valutare un investimento è importante per verificare la capacità del progetto stesso di non influenzare negativamente l'equilibrio economico-finanziario dell'impresa e di creare valore. Le risorse di cui dispone l'impresa sono limitate perciò è necessario allocarle ai progetti migliori. *Il CB è svolta dal CFO ed è un'attività svolta nell'ambito della pianificazione strategica*, che prevede determinazione di obiettivi a lungo termine e allocazione di risorse necessarie al loro raggiungimento. Le scelte di CB devono infatti essere coerenti con gli obiettivi aziendali, inoltre il CB non si limita a una valutazione "meccanicistica" degli investimenti ossia con criteri matematici, ma questi modelli necessitano anche di valutazioni più ampie. Le modalità con cui vengono prese le decisioni di CB variano da impresa a impresa, proprio perché dipendono dalla struttura organizzativa dell'azienda, dalla strategia aziendale ecc.

La valutazione dell'investimento ovviamente si baserà sull'analisi costi-benefici e richiede competenze varie, economiche (ripercussioni economiche di un investimento), marketing (impatto campagna promo), strategiche (reazioni dei concorrenti e confronto con essi). Il Capital Budgeting si basa su alcune regole cruciali:

- La regola del Prezzo di Mercato come prezzo unico e le opportunità di Arbitraggio
- Costo opportunità e Valore nel tempo della moneta
- Il rapporto rischio-rendimento

La regola del prezzo di mercato come prezzo unico

Es. in cambio di 20.000 \$ si ricevono 200 azioni CocaCola e 11.000 euro. Quali info servono per decidere se l'investimento è conveniente? Il valore delle azioni oggi (prezzo di mercato) e il tasso di cambio odierno Euro Dollaro.

Se le azioni oggi sono scambiate a 54\$ e il tasso eur/usd è 1,10 allora:

$$200 \cdot 54 = 10800\$$$

$$\text{Più } 11000 \text{ euro} \cdot 1,10 = 12100\$$$

$(10800 + 12100) - 20000 = 2900\$$ -> Guadagno 2900\$ quindi è conveniente secondo la regola del prezzo di mercato odierno. Se ragionassi in un'ottica di detenere queste azioni entrerebbero in gioco anche il rendimento delle azioni, che a quel punto mi dovrebbe interessare, ma non è il caso di questa regola.

La valutazione di un barile di petrolio fatta da una raffineria varia da quella di un'impresa edile? La risposta è no perché esiste un prezzo di mercato che rappresenta il valore del petrolio. Inoltre si possono verificare opportunità di arbitraggio per discrepanza di prezzi in due diversi luoghi, ciò permette di riportare i prezzi al prezzo unico di mercato.

Quando non sono disponibili prezzi di mercato

Esempio:

Recito uno spot per la Toyota e in compenso posso acquistare a € 33.000 un certo modello il cui prezzo è € 40.000 e il cui valore sul mercato secondario è € 35.000

costo opportunità

A quanto ammonta il compenso che ricevo?

<https://www.wooclap.com/FALEZ5>

Voglio tenere l'auto → $40.000 - 33.000 =$ compenso vale 7.000

- Non la voglio tenere → compenso è pari a $35.000 - 33.000 = 2.000$

Il risultato del progetto è dunque ambiguo e dipende dalle preferenze

77

Un altro fattore da tenere in considerazione è il valore della moneta nel tempo, se un investimento è conveniente oggi non è detto che lo sia anche tra un anno, tra tre o dieci anni, tutto dipende dal valore della moneta nel tempo. Il punto di partenza per tenere conto del valore della moneta è che il tasso di sconto rappresenta il prezzo unico della moneta. Un'ipotesi da fare è che in mercati efficienti le imprese possono investire e prendere a prestito fondi allo stesso tasso, quello di mercato. Un esempio:

Quale progetto è preferibile?

progetto	flusso di cassa oggi (\$)	flusso di cassa tra un anno (\$)
A	42	42
B	-20	144
C	-100	225

Ipotizziamo di poter investire e prendere a prestito allo stesso tasso (tasso risk free)=20%.

progetto	flusso di cassa oggi (\$)	VA del flusso di cassa tra un anno (\$)	VAN (\$ oggi)
A	42	$42 \div 1,20 = 35$	$42 + 35 = 77$
B	-20	$144 \div 1,20 = 120$	$-20 + 120 = 100$
C	-100	$225 \div 1,20 = 187,5$	$-100 + 187,5 = 87,5$

Van= Valore attuale netto

Il progetto B presenta un VAN più elevato e quindi è il progetto più conveniente. Se fosse possibile potrei accettare tutti e tre perché sono tutti positivi, ad esempio nel progetto A non è necessario sostenere costi immediati come nei progetti B e C.