

# CAPITOLO PRIMO

## ECONOMIA E FINANZA NEL GOVERNO D'IMPRESA

di *Alessandro Gennaro*

### 1.1. Considerazioni introduttive

I mercati finanziari hanno accresciuto enormemente, negli ultimi decenni, le loro dimensioni e la loro importanza nei sistemi economici avanzati. Essi sono oggi in grado di influenzare, e talora di indirizzare, persino le politiche economiche sia dei Paesi industrializzati che di quelli in via di sviluppo.

La relazione con i mercati dei capitali ha da sempre un ruolo centrale anche nella vita delle singole imprese, in quanto ne condiziona il governo e la gestione. Le diverse modalità di finanziamento rappresentano, infatti, dei ponti ideali attraverso i quali i finanziatori proiettano sull'impresa interessi e aspettative, e quindi condizionamenti per il suo agire.

Il presente capitolo cerca di descrivere il modo in cui le attese e le pressioni dei mercati si riflettono sulle strategie e sulle politiche delle imprese, le quali devono necessariamente mirare a rendersi attraenti per il sovra-sistema finanziario. I mercati dei capitali costituiscono, infatti, a tutti gli effetti, un sistema concorrenziale in cui la singola impresa è inserita e rispetto al quale deve formulare una “offerta finanziaria competitiva” proponendosi quale opportunità di investimento a valore attuale netto positivo<sup>1</sup>.

In altri termini, per attrarre i capitali di cui necessitano a condizioni favorevoli, le imprese devono proporsi al mercato come opportunità di investimento finanziario capaci di creare ricchezza per coloro che le finanziano (azionisti e creditori) sulla base di relazioni di convenienza reciproca, stabile e evolutiva con tutti gli *stakeholders*.

---

<sup>1</sup> GALEOTTI M., 2008, *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma.

L'obiettivo della creazione di valore sistemico impone all'organo di governo di valutare i possibili indirizzi strategici ragguagliando i risultati economico-finanziari attesi con le aspettative degli interlocutori aziendali, particolarmente con quelle dei finanziatori. Infatti, un mercato dei capitali efficiente valuterà positivamente la condotta di quelle imprese che si caratterizzano per una visione strategica chiaramente orientata al soddisfacimento delle aspettative degli *stakeholders* nel medio lungo termine. Tale visione strategica, presupposto necessario per l'economicità e la durabilità aziendale, verrà poi apprezzata in concreto attraverso l'analisi degli assetti di *governance*, dei *business model*, dei piani industriali, delle politiche operative, delle risorse distintive materiali e immateriali<sup>2</sup>, ecc.

Nella prospettiva finanziaria, infatti, tali analisi consentono di quantificare:

- da un lato il costo del capitale, sintesi delle aspettative minimali di rendimento che il sovra-sistema finanziario matura nei confronti di un impiego rischioso di capitale quel'è il finanziamento (sia in liena di prestito che di rischio) alle aziende;
- dall'altro il valore economico, qualità distintiva e competitiva di ogni impresa, stimato sulla base della capacità di quest'ultima di conseguire rendimenti finanziari superiori a quelli minimali attesi dai proprietari e dai creditori.

In questa prospettiva, assume dunque estrema rilevanza, per il governo e la gestione d'impresa, uno standard finanziario fondamentale: il costo del capitale. Quale sintesi dei rendimenti pretesi dal mercato dei capitali in funzione dei rischi percepiti, esso diviene infatti elemento imprescindibile per accettare o rifiutare singoli progetti d'investimento o interi piani strategici.

È evidente che la coerenza delle decisioni aziendali rispetto all'obiettivo della creazione di valore molto dipende dalla disponibilità di una esatta misura del costo del capitale. Ciò giustifica il tentativo, fatto in questo capitolo, di analizzare i modelli di *pricing* dei rischi e di stima del costo del capitale normalmente utilizzati nella prassi manageriale.

---

<sup>2</sup> Sul punto, si veda, tra l'altro, SANCETTA G., 2007, *Gli intangibles e le performance dell'impresa. Verso nuovi modelli di valutazione e di comunicazione nella prospettiva sistemica*, Cedam, Padova, p. 27 e segg.

## 1.2. Creazione e diffusione del valore aziendale

La creazione di valore è oramai ampiamente riconosciuta come l'obiettivo che il soggetto economico deve perseguire per assicurare all'impresa sopravvivenza e sviluppo. Si afferma, infatti, che se l'attività di governo aziendale è tesa a creare valore, nel tempo le probabilità di sopravvivenza del sistema vitale impresa vengono progressivamente ad innalzarsi<sup>3</sup>.

La creazione di valore rappresenta un obiettivo pienamente coerente con lo sviluppo dei sistemi imprenditoriali in quanto:

- pone l'attenzione sulla ricerca continua di maggiori capacità competitive e sulla rischiosità delle strategie adottate;
- si raccorda, e talora ricomprende, gli altri moderni principi di *strategic management*;
- consente l'impostazione razionale e la soluzione di problemi sostanziali relativi alla gestione operativa aziendale;
- è largamente condivisibile da tutti coloro che hanno interesse alla vita dell'impresa<sup>4</sup>.

Nonostante il tema del valore sia presente nei lavori degli economisti finanziari<sup>5</sup> e degli economisti d'azienda<sup>6</sup> fin dai primi decenni del Novecento<sup>7</sup>, soltanto a partire dagli anni '80 si delinea e consolida, prima negli Stati Uniti e poi in Europa, quell'orientamento manageriale noto con il nome di *Shareholder Value Approach*<sup>8</sup>. Con esso, si sviluppa l'attenzione degli studiosi e degli operatori verso tre ordini di problemi:

---

<sup>3</sup> GOLINELLI G.M., 2000, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa*, vol. II, *La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, Cedam, Padova, p. XIII.

<sup>4</sup> In merito si rinvia a quanto ampiamente illustrato nell'Introduzione al lavoro di GUATRI L., 1991, *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano.

<sup>5</sup> Tra i lavori più rilevanti si possono ricordare quelli di: FISHER I., 1930, *The Theory of Interest*, MacMillan, New York; WILLIAMS J.B., 1938, *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Cambridge.

<sup>6</sup> ZAPPA G., 1946, *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano.

<sup>7</sup> Per una puntuale analisi di come il concetto di "impresa-valore" si sia sviluppato negli anni grazie al contributo delle diverse scuole di pensiero che compongono la dottrina aziendale italiana, si veda PALOMBA G., 1996, *Valore e Tempo*, Strategie & Finanza Srl, Roma, cap. VII.

<sup>8</sup> BLYTH M.L., FRISKEY E.A., RAPPAPORT A., 1986, "Implementing the Shareholder Value Approach", in *Journal of Business Strategy*, winter.

- l’accezione di valore, economico o di mercato, da porre alla base di approcci e modelli decisionali;
- la definizione di strumenti di governo strategico e di gestione operativa capaci di indirizzare l’impresa verso la ricerca della massima valorizzazione delle sue risorse tecniche, umane e finanziarie;
- l’individuazione di corretti principi e adeguate metodologie per la misurazione periodica del valore creato dall’impresa.

Intorno a tali questioni si sono concentrati gli sforzi degli aziendalisti per delineare una *Value Creation Theory* che fosse in grado di trovare soluzioni ottimali ai problemi menzionati, individuando le variabili, sia endogene che esogene all’impresa, che potessero condizionarne la capacità di creare valore. Tra le variabili esogene, sono state considerate non soltanto le caratteristiche del contesto competitivo con il quale l’impresa interagisce direttamente, ma più in generale le logiche e le strutture dei sovra-sistemi che compongono l’ambiente economico nel quale il sistema impresa opera.

In particolare, è stato osservato come le logiche comportamentali e gli assetti strutturali dei mercati finanziari condizionino in maniera rilevante il modo in cui debbano essere affrontate le questioni legate all’accezione e alla misurazione del valore, nonché alla definizione di coerenti strumenti di gestione aziendale. Ecco dunque che la concreta definizione della teoria di creazione del valore e la sua traduzione in indirizzi di governo e strumenti di gestione, sono fortemente influenzate dalle caratteristiche del sovra-sistema finanziario, dalle quali dipendono le pressioni e le aspettative che esso proietta sulle imprese.

Nei Paesi anglosassoni, l’organo di governo definisce le strategie e le politiche aziendali facendo riferimento ai loro effetti sul valore di mercato del capitale, espresso tipicamente dalle quotazioni di borsa. Ciò per due ordini di ragioni:

- i mercati finanziari sono ritenuti capaci di esprimere prezzi significativi (cioè rispondenti ai valori intrinseci dei titoli) poiché caratterizzati da un buon livello di efficienza e di funzionalità;
- l’elevata diffusione della *public company*, caratterizzata dall’elevata frammentazione della proprietà, porta gli azionisti a considerare le dinamiche dei corsi azionari quali parametri di valutazione dell’operato dei manager.

Nei Paesi dell’Europa continentale il riferimento è tipicamente al valore economico del capitale aziendale, in quanto i mercati finanziari non

presentano caratteristiche tali da riuscire ad esprimere prezzi efficienti, cioè strettamente ancorati ai fondamentali dei titoli negoziati. È vero infatti che tanto minore è il grado di efficienza dei mercati finanziari, tanto maggiore è la probabilità che i prezzi azionari possano smarrire qualsiasi collegamento con il valore, divenendo non più indicativi delle capacità di governo e di gestione di un'impresa.

Di tali considerazioni hanno preso atto alcuni accademici che si sono adoperati per definire una “via europea” per la teoria di creazione del valore<sup>9</sup>. Essa richiama, in primo luogo, la necessità di distinguere tra valore economico (o valore intrinseco) e valore di mercato (o prezzo). Tale distinzione trova giustificazione:

- sul piano concettuale, in quanto il primo esprime una qualità intrinseca dell'impresa attribuita da un soggetto valutatore in base a sue stime di risultabilità futura e di rischiosità, mentre il secondo è un dato oggettivo derivante dalle negoziazioni che avvengono nei mercati finanziari;
- sul piano pratico, in quanto i prezzi segnati nei mercati regolamentati, normalmente relativi a quote azionarie di minoranza, sono influenzati da diverse variabili, sia interne che esterne all'impresa, che operano “a valle del giudizio di valore”<sup>10</sup>.

In secondo luogo, afferma con chiarezza che, senza ombra di dubbio, il primo fondamentale obiettivo dell'azione di governo riguarda la creazione di capitale economico, e in subordine di valore di mercato. Infatti, senza valore intrinseco ogni politica di sostegno dei prezzi dei titoli emessi da un'impresa (azionari soprattutto, ma anche obbligazionari) non può che rappresentare un tentativo destinato, a lungo andare, all'insuccesso<sup>11</sup>. Infatti, in mercati dei capitali funzionali, i prezzi dovrebbero essere sensibili, prevalentemente, alle prospettive economico-finanziarie di

---

<sup>9</sup> COLOMBI F., 1989, *Strategie & Finanza. Modelli interpretativi e funzioni direzionali per i comportamenti finanziari d'azienda*, Etas Libri, Milano; GUATRI L., 1991, *op. cit.*; GUATRI L., 1992, “Manifesto dell'impresa-valore, appello ad un comune impegno per la definizione dell'impresa moderna”, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 2; GOLINELLI G.M., 1996, “Economia e finanza nel governo dell'impresa”, *Sinergie*, n. 39; DONNA G., 1999, *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma.

<sup>10</sup> GUATRI L., BINI M., 2005, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.

<sup>11</sup> GUATRI L., 1991, *op. cit.*, p. 23.

medio-lungo termine e alle condizioni di rischiosità che ad esse si accompagnano. Dovrebbero essere sensibili, cioè, agli stessi elementi che determinano il valore economico di un'impresa.

In terzo luogo, la “via europea” introduce un concetto pratico di notevole importanza: quello della diffusione del valore creato dall'impresa. Con questa espressione si intende il trasferimento, che può essere corretto, eccessivo o deficitario, degli incrementi di valore economico del capitale nei prezzi di mercato delle azioni. Prestare attenzione al fenomeno della diffusione significa comprendere le relazioni che legano prezzi e valori, i quali possono risultare anche significativamente distanti in mercati non pienamente efficienti e funzionali<sup>12</sup>.

Il rapporto che, in un dato periodo, intercorre tra variazioni dei prezzi e valore creato prende il nome di coefficiente di diffusione del valore. Per valori di tale rapporto pari ad 1 si verifica l'intera propagazione sui prezzi delle variazioni di valore. Un problema molto importante si ha invece quando si manifestano coefficienti significativamente e stabilmente distanti dall'unità, in positivo o in negativo, non legati a particolari momenti o fasi del mercato. Tale fenomeno sarebbe indicativo di quotazioni non sufficientemente sensibili alla creazione di valore, ovvero che l'apprezzano solo parzialmente, probabilmente anche a causa dell'incapacità dell'impresa di trasmettere al mercato i risultati effettivamente conseguiti.

Dunque, nella versione europea della *Value Creation Theory* si ha una forte integrazione delle fasi di creazione e di diffusione del valore, che diventano momenti complementari nel governo e nella gestione d'impresa. Diviene, in altri termini, responsabilità degli organi di governo e di gestione adoperarsi affinché il mercato dei capitali percepisca e apprezzi correttamente, trasformandoli in adeguate correzioni dei prezzi azionari e obbligazionari, gli sforzi che un'impresa compie per massimizzare il proprio valore economico.

---

<sup>12</sup> Per un'analisi del fenomeno della diffusione del valore a favore degli azionisti di minoranza, ci sia consentito rinviare a: SANCETTA G., GENNARO A., 2011, “Corporate Governance, Role of the Best Practice Codes and Protection of Minority Shareholders in Italy”, in *Corporate, Ownership and Control*, vol. 8, Issue 2; SANCETTA G., GENNARO A., 2009, “Corporate Governance and Safeguard of Minority Shareholders in Italy: Theoretical Analysis and Empirical Research”, in *European Journal of International Management*, vol. 3, Issue 1.

### **1.3. Creazione di valore e governo d'impresa**

Un'impresa può competere in un ambiente sociale ed economico in continuo e turbolento divenire soltanto se beneficia della guida illuminata di un organo di governo capace di indirizzarne e condizionarne i processi di sviluppo strutturali<sup>13</sup>. È compito dell'organo di governo, infatti, lo studio, l'impostazione e la realizzazione di strategie e politiche aziendali volte a modificare in senso evolutivo la struttura aziendale<sup>14</sup>. Governare un'impresa significa, dunque, guidare la dinamica evolutiva della sua struttura verso livelli sempre maggiori di competitività, efficienza economica e correttezza finanziaria.

È la stessa dinamica ambientale, unita al continuo divenire dei rapporti impresa – mercato, a rendere necessaria una costante azione di modificazione e rinnovo della struttura aziendale, che diviene quindi essenziale per la sopravvivenza e lo sviluppo dell'impresa. Tale azione modificatrice può interessare sia i caratteri qualitativi che quelli quantitativi della struttura, così come può avere diverso grado di profondità e manifestarsi come un mero adeguamento, una trasformazione o addirittura una ristrutturazione aziendale.

Certamente la creazione di valore costituisce il principio informatore di tale dinamismo strutturale, in quanto, come già detto, è l'unico che può efficacemente assicurare all'impresa sopravvivenza e sviluppo nel tempo. Questi dipendono, infatti, dalla capacità di soddisfare gli interessi e le aspettative degli *stakeholders*, soprattutto di quelli strategicamente rilevanti.

Gli interlocutori aziendali continuamente si interrogano sulla convenienza economica della relazione che intrattengono con l'impresa. Valutano cioè l'equità del *trade-off* tra risorse, capacità e competenze apportate da un lato, e remunerazioni (non necessariamente di ordine monetario) ricevute dall'altro. Essi esprimono, in altri termini, giudizi di valore in base ai quali decidere se continuare la relazione con l'impresa o romperla privando quest'ultima di risorse talora vitali.

Non vi è dubbio, quindi, che la “creazione di valori” debba rappresentare un obiettivo fondamentale per l'azione di governo, l'unico sempre coerente con le finalità di sopravvivenza e sviluppo dell'impresa. Il valo-

---

<sup>13</sup> GOLINELLI G.M., 1991, *Struttura e governo dell'impresa*, Cedam, Padova.

<sup>14</sup> FAZZI R., 1982, *Il governo dell'impresa*, Giuffrè, Milano.

re deve pertanto connotarsi come “sistemico”, cioè come insieme unitario di benefici (monetari e non) che il sistema impresa è capace di generare per tutti i soggetti che, a vario titolo, partecipano o sono interessati alle sue vicende<sup>15</sup>. Esso è funzione non solo dei suoi risultati economico-finanziari futuri, ma anche di quelli competitivi e sociali di cui ciascuna categoria di *stakeholder*, in diversa misura, potrà beneficiare.

Il governo d’impresa deve quindi esplicitarsi attraverso decisioni di ordine strategico capaci di delineare il maggior potenziale di creazione di valore sistemico. Infatti, se è vero che l’effettiva creazione di valore che si riuscirà a realizzare dipenderà dalla qualità e dall’efficienza della gestione operativa, è indiscutibile che il suo pilastro fondamentale risieda nel governo strategico. Proprio perché i risultati cui prima si accennava trovano tutti la loro radice nelle strategie che l’impresa intende realizzare, si afferma che “la strategia costituisce la piattaforma del potenziale di creazione di valore, mentre sta alla gestione di trarre il massimo da tale potenziale”<sup>16</sup>.

Seguendo la prospettiva delineata nelle precedenti considerazioni, si può affermare che il valore economico, al quale normalmente gli studi aziendali fanno riferimento, si colloca nell’ambito di un più ampio processo di produzione di valore sistemico. Il primo rappresenta, infatti, quella parte del secondo che può essere quantificata considerando soltanto le aspettative e gli interessi di una particolare categoria di *stakeholders*: i finanziatori. Il valore economico è, in altri termini, quella porzione di valore sistemico che può essere misurata adottando il punto di vista del sovra-sistema finanziario e, quindi, le logiche e i modelli della Teoria della Finanza.

L’approccio sistemico al governo dell’impresa consente di affrontare e superare la disputa tra sostenitori dello *shareholder’s value* e sostenitori dello *stakeholder’s value*, che rappresenta una delle principali criticità relative alla traduzione della teoria del valore in prassi manageriali.

Dovendo l’impresa perseguire una particolare forma di equilibrio definito inter-sistemico<sup>17</sup>, soltanto un’azione di governo volta a comporre ed equilibrare istanze ed aspettative dei diversi sovra-sistemi, può assicu-

---

<sup>15</sup> GENNARO A., 2008, *Finanza condizionata e teoria del valore*, vol. XIII, *Governance e valore*, Aracne, Roma.

<sup>16</sup> DONNA G., 1991, *op. cit.*, p. 229.

<sup>17</sup> GOLINELLI G.M., 2000, *op. cit.*, p. 58.



rare sopravvivenza e sviluppo all'impresa. È evidente, quindi, che non vi possa essere creazione di valore economico senza creazione di valore sistemico, e che, anzi, la seconda sia condizione necessaria, ma non sufficiente affinché si verifichi la prima<sup>18</sup>.

Perseguendo la massima valorizzazione delle risorse finanziarie a discapito delle altre risorse impiegate nella struttura, l'impresa perderebbe vitalità e sarebbe destinata al fallimento. Infatti, considerando la residualità delle remunerazioni dei capitali di rischio, la creazione di valore per la proprietà non può che avvenire in concomitanza con la creazione di valore per tutti gli altri interlocutori aziendali. Diversamente, le probabilità che l'impresa sopravviva e si sviluppi nel tempo si ridurrebbero notevolmente, ponendo in serio pericolo qualunque possibilità di creare valore<sup>19</sup>.

La consapevolezza che il valore economico è parte integrante del valore sistemico consente di indirizzare e valutare correttamente l'azione di governo. Si afferma, infatti, che il valore aziendale non è tanto connesso ai risultati economico-finanziari derivanti da coordinazioni produttive in atto, quanto alla capacità di modificare continuamente la struttura operativa in modo che i risultati si mantengano superiori alle attese espresse dai sovra-sistemi rilevanti<sup>20</sup>. Di conseguenza, gran parte del valore d'impresa dipende:

- dalle capacità dinamiche dell'organo di governo, che gli consentono di interpretare le dinamiche ambientali e progettare opportune modificazioni strutturali;
- dai caratteri di elasticità e flessibilità della struttura operativa, che le consentono di adeguarsi più o meno rapidamente ai cambiamenti voluti dall'organo di governo.

L'azione di governo deve concretizzarsi, dunque, nella impostazione di strategie e politiche che indirizzino la gestione aziendale verso scelte e decisioni attuative coerenti con la ricerca della massima valorizzazione delle risorse che, a vari livelli, compongono la struttura aziendale<sup>21</sup>. Di

---

<sup>18</sup> In proposito Golinelli ha sottolineato che: "Il non cogliere tempestivamente i segnali provenienti dai sovra-sistemi comporta una distruzione di valore". GOLINELLI G.M., 2000, *op. cit.*, p. 57.

<sup>19</sup> Il tema è sviluppato in COLOMBI F., 2003, *Finanza Condizionata e Teoria del Valore*, vol. I, *Del merito e del metodo*, Aracne, Roma, pp. 61-64.

<sup>20</sup> GOLINELLI G.M., 2000, *op. cit.*, p. 61.

<sup>21</sup> FAZZI R., 1982, *op. cit.*, p. 82.

conseguenza, essa deve essere giudicata in base al valore economico potenzialmente generabile dalle risorse aziendali, in base alle strategie e alle politiche che tempo per tempo l'impresa adotta.

Proprio la creazione di valore economico segna il punto di raccordo tra gli aspetti economici e quelli finanziari della gestione, collegando il circuito della produzione e degli investimenti con quello dei finanziamenti<sup>22</sup>.

La gestione economico-tecnica (o industriale) guarda all'equilibrato svolgimento dei movimenti reali dovuti ad operazioni di approvvigionamento-produzione-scambio<sup>23</sup>. Essa realizza le modifiche alla dimensione reale (intesa come complesso di investimenti tecnici, materiali o immateriali, e persone) della struttura aziendale necessarie perché l'impresa sia sempre in grado di generare, con la sua attività caratteristica, un congruo margine di remunerazione al capitale di proprietà.

La gestione finanziaria è invece attenta all'equilibrato comporsi dei flussi di entrate e di uscite monetarie generati dal complesso delle operazioni aziendali. Essa realizza le modifiche alla dimensione finanziaria (intesa come composizione dei capitali attinti da varie fonti) della struttura aziendale necessarie perché l'impresa operi mantenendo una corrispondenza sincronica tra durata degli impieghi ed esigibilità dei finanziamenti e, quindi, tra fabbisogni finanziari e risorse monetarie disponibili<sup>24</sup>.

Poiché la creazione di valore economico trova i suoi presupposti nell'equilibrio aziendale<sup>25</sup> complessivo, ecco che la gestione industriale e quella finanziaria contribuiscono a creare valore quando assicurano all'impresa il contestuale conseguimento e mantenimento dell'equilibrio economico e di quello finanziario. Soltanto grazie ad essi, infatti, la gestione si caratterizzerà per livelli di redditività e di correntezza finanziaria tali da permettere la congrua remunerazione delle risorse impiegate nelle coordinazioni produttive che l'impresa pone in atto.

---

<sup>22</sup> CAVALIERI E. (a cura di), 2000, *Economia Aziendale*, vol. I, *Attività aziendali e processi produttivi*, Giappichelli, Torino.

<sup>23</sup> FAZZI R., 1982, *op. cit.*, p. 96 e segg.

<sup>24</sup> COLOMBI F., DANIELI R., 2008, *Finanza Condizionata e Teoria del Valore*, vol. X, *Del merito e del metodo*, Aracne, Roma.

<sup>25</sup> COLOMBI F., 2003a, *op. cit.*, p. 177 e segg.; GOLINELLI G.M., 1996, *op. cit.*, p. 27 e segg.; PALOMBA G., 2010, *Finanza Condizionata e Teoria del Valore*, vol. XV, *Equilibrio e valore*, Aracne, Roma.

#### **1.4. Teoria della finanza e politiche d'impresa**

Per costruire schemi e strumenti utili ad indirizzare l'azione di governo e l'attività di gestione verso la creazione di valore economico, sono stati utilizzati concetti, principi e modelli propri della Teoria della Finanza (o Teoria delle scelte finanziarie). Essa infatti fornisce al management logiche, misure e strumenti necessari per assumere scelte economiche razionali in un contesto di incertezza. La *Financial Theory* costituisce, dunque, la base di conoscenza che organi di governo e di gestione devono avere per costruire schemi interpretativi e decisionali coerenti con il principio della massimizzazione del valore economico d'impresa.

Il punto d'unione tra teoria della finanza e teoria d'impresa può essere rinvenuto nel teorema della separazione di Fisher<sup>26</sup>, secondo il quale, in presenza di opportunità d'impiego sia in attività produttive che in attività finanziarie, le decisioni d'investimento avvengono in due momenti distinti:

- nel primo si individua l'impiego ottimale di capitali in attività produttive, che si ha quando il tasso marginale di redditività dell'investimento reale non uguaglia il tasso d'interesse di mercato corretto per il rischio;
- nel secondo si sceglie il modello di consumo intertemporale che, sfruttando la possibilità di dare o prendere a prestito capitali ed eguagliando la preferenza intertemporale soggettiva con il tasso d'interesse di mercato, massimizza l'utilità dell'investitore.

Posto che la massima utilità per l'investitore corrisponde al valore attuale dei flussi di dividendo prodotti dall'azienda della quale egli sottoscrive titoli di proprietà, il teorema della separazione consente di affermare che:

- in un mercato dei capitali completo e perfetto, le decisioni di investimento in opportunità produttive possono essere delegate a terzi in quanto oggettivamente vincolate ai rendimenti delle opportunità alternative offerte del mercato finanziario, e quindi separate da quelle di consumo individuali;
- i manager (*agents*), che agiscono per conto della proprietà (*principals*), devono seguire come criterio decisionale fondamentale quello della massimizzazione della ricchezza per la proprietà.

---

<sup>26</sup> FISHER I., 1930, *op. cit.*

Dunque, la teoria finanziaria indica il criterio decisionale cui i manager devono attenersi per soddisfare le aspettative della proprietà: investire finché il tasso interno di rendimento dell'investimento marginale non eguagli il costo opportunità del capitale. Si tratta di un pilastro della teoria decisionale, che rende superflua ogni regola che imponga ai manager di considerare le preferenze individuali che indirizzano i singoli azionisti nell'effettuare scelte intertemporali di consumo e risparmio<sup>27</sup>.

Sulla base di tale criterio decisionale, i modelli finanziari sono stati utilizzati per definire strumenti utili ad identificare, nelle diverse situazioni in cui può venirsi a trovare un'impresa, gli indirizzi strategici e le prassi gestionali più appropriati per massimizzare il valore economico. Tali strumenti, che si sostanziano in modelli interpretativi e schemi comportamentali, leggono il dinamismo della struttura aziendale in una prospettiva finanziaria, assimilando cioè l'impresa ad un investimento finanziario complesso<sup>28</sup>.

In tal modo, la creazione di valore economico è vista nella prospettiva di un investitore razionale. Come quest'ultimo fonda le sue analisi di convenienza economica sul profilo temporale e di rischio dei flussi di cassa futuri attesi da un investimento, così l'organo di governo valuterà i possibili indirizzi strategici in funzione della quantità e qualità dei risultati economico-finanziari che in base ad essi l'impresa potrà conseguire.

La prospettiva finanziaria consente la quantificazione del valore economico aziendale attraverso l'uso di formule che adottano, alternativamente, il punto di vista della proprietà ovvero quello complessivo dei finanziatori<sup>29</sup>. Seguendo il primo approccio (noto in letteratura come *equity side approach*), si giunge alla stima del valore economico del capitale di rischio attraverso la seguente formulazione:

$$EqV = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1+k_e)^t} \quad [1]$$

dove:

---

<sup>27</sup> COPELAND T., ANTIKAROV V., 2003, *Opzioni Reali. Tecniche di analisi e valutazione*, Il Sole 24 Ore, Milano.

<sup>28</sup> COLOMBI F., 2003a, *op. cit.*, p. 13; GUATRI L., 1991, *op. cit.*

<sup>29</sup> In merito alle differenze e alle divergenze tra metodi valutativi reddituali e metodi valutativi finanziari si rinvia a: PALOMBA G., 1996, *op. cit.*; COLOMBI F., 2003a, *op. cit.*; GUATRI L., BINI M., 2005, *op. cit.*

- EqV indica il valore economico dei mezzi propri;
- $DIV_t$  indica il dividendo atteso all'epoca t;
- $k_e$  indica il costo del capitale di rischio (*cost of equity*);
- n indica la durata della vita utile aziendale.

Seguendo il secondo approccio (noto in letteratura come *asset side approach*), si perviene alla stima del valore economico del capitale investito netto, che sarà così determinato:

$$FV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFOu_t}{(1 + wacc)^t} \quad [2]$$

dove:

- FV indica il valore economico complessivo dell'impresa;
- $FCFOu_t$  indica il *free cash flow operativo unlevered* atteso all'epoca t<sup>30</sup>;
- *wacc* indica il costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*);
- n indica la durata della vita utile aziendale.

Sia nel caso della [1] che della [2], è necessaria l'attualizzazione dei flussi monetari futuri che si rendono disponibili per i finanziatori dell'impresa, utilizzando come tasso di sconto un appropriato costo opportunità del capitale. Quest'ultimo diviene, quindi, un parametro decisionale di estrema rilevanza, senza il quale non sarebbe possibile misurare il valore aziendale e, quindi, assumere scelte di governo coerenti con il principio della massimizzazione del valore stesso.

Il ruolo fondamentale del costo opportunità nell'ambito delle scelte economiche si può meglio evidenziare ricorrendo al modello valutativo noto come *Metodo dei Tassi Attualizzati* (META)<sup>31</sup>, il quale consente di esplicitare e raccordare tutti i *drivers* del valore aziendale. Tale metodo, infatti, pone in evidenza la determinante fondamentale della creazione di valore, rispetto alla quale gli altri *value drivers* diventano secondari: l'*Eccedenza di Copertura Finanziaria* (ECOF).

Considerando che, in ipotesi di crescita regolare dei cash flow attesi, il

---

<sup>30</sup> Per la determinazione dei flussi di cassa necessari a fini valutativi si rinvia a quanto illustrato successivamente nel capitolo terzo.

<sup>31</sup> COLOMBI F., 2003a, *op. cit.*

tasso interno di rendimento è pari alla redditività immediata incrementata del tasso di crescita, l'eccedenza di copertura finanziaria può essere esplicitata nel seguente modo:

$$\text{ECOF} = \text{TIR} - k = \text{ROIC} + g - k \quad [3]$$

dove:

- ROIC indica il saggio di redditività immediata, pari al rapporto tra il primo flusso di ritorno atteso ed il capitale inizialmente impiegato (a seconda della prospettiva corrisponderà ad un ROE o ad un ROI)<sup>32</sup>;
- k indica genericamente il costo opportunità del capitale, che corrisponderà a  $k_e$  o a *wacc* a seconda della prospettiva adottata;
- g è il tasso di crescita medio prospettico dei flussi di cassa attesi.

Sfruttando la [3], la formula del META, nella prospettiva *equity side*, è la seguente:

$$\text{EqV} = \text{PN} \cdot [1 + \text{ECOF}_e \cdot a_{n/k_e, g}] \quad [4]$$

dove:

- PN indica il patrimonio netto dell'impresa;
- $\text{ECOF}_e$  indica l'eccedenza di copertura finanziaria per la proprietà;
- g indica il saggio di crescita medio prospettico dei risultati netti attesi;
- $a_{n/k_e, g}$  indica il fattore di capitalizzazione di una rendita unitaria di durata n periodi, immediata, posticipata, caratterizzata da crescita regolare al tasso g.

Nella prospettiva *asset side*, invece, la formula di stima diviene la seguente:

$$\text{FV} = \text{CIN} \cdot [1 + \text{ECOF}_o \cdot a_{n/wacc, g}] \quad [5]$$

dove:

- CIN indica il capitale investito netto dell'impresa;
- $\text{ECOF}_o$  indica l'eccedenza di copertura finanziaria operativa;
- g indica il saggio di crescita medio prospettico dei risultati operativi attesi;

---

<sup>32</sup> Per un'analisi più dettagliata delle misure di rendimento, di rischio e di crescita aziendale si rinvia *infra*, capitolo terzo.

- $a_{n/ke,g}$  indica il fattore di capitalizzazione di una rendita unitaria di durata  $n$  periodi, immediata, posticipata, caratterizzata da crescita regolare al tasso  $g$ .

Come risulta dalla [4] e dalla [5], grazie al META si chiarisce come la creazione di valore sia necessariamente legata alla possibilità che l'impresa consegua rendimenti finanziari superiori ai rendimenti minimali attesi dai suoi finanziatori sintetizzati nel costo del capitale.

Infatti, uno *spread* positivo tra ROIC e  $k$  è condizione necessaria perché si crei valore, cioè perché si abbia un valore economico (EqV o FV) superiore al valore dei capitali inizialmente impiegati (PN o CIN). Nuove strategie e politiche aziendali possono portare incrementi di valore economico soltanto se sono in grado di:

- difendere o consolidare il vantaggio competitivo, dal quale dipende l'entità del ROIC;
- incidere sulla riduzione della rischiosità aziendale, dalla quale dipende invece la misura del  $k$ <sup>33</sup>.

Poi, in presenza di ECOF positivo, il valore dell'impresa aumenterà proporzionalmente alla durata del vantaggio competitivo ( $n$ ), al tasso di sviluppo ( $g$ ) e alla quantità di capitale investito (PN o CIN).

Vantaggio competitivo e rischio sono, dunque, le variabili dalla cui interazione dipende la possibilità che l'azienda possa mantenere per un tempo più o meno lungo un ECOF positivo, accompagnandolo con prospettive di crescita più o meno sostenibili. L'obiettivo della massimizzazione del valore impone, quindi, che le opzioni strategiche siano vagliate dall'organo di governo considerandone congiuntamente gli effetti in termini di:

- possibili incrementi di eccedenza di copertura finanziaria, rispetto alle condizioni con cui l'impresa sta già operando;
- potenzialità di crescita nelle diverse aree di business nelle quali è già attiva o potrebbe attivarsi;
- probabilità di beneficiare di un periodo sufficientemente lungo in cui si avrà un'ECOF positiva.

Sulla base degli elementi ora brevemente ricordati, sono stati elaborati

---

<sup>33</sup> GUATRI L., 1991, *op. cit.*, p. 23.

in dottrina diversi modelli decisionali per il governo dell'impresa, taluni in forma di matrici altri di ciclo vitale<sup>34</sup>, i quali:

- agevolano l'individuazione delle priorità nell'allocazione delle risorse finanziarie nelle diverse aree di business;
- indicano gli opportuni comportamenti aziendali rispetto al diverso atteggiarsi dei *key value drivers* prima richiamati.

Un esempio interessante è costituito dalla matrice *spread-sviluppo* (figura 1.1), che prescrive diversi indirizzi strategici in funzione del comportamento di due variabili:

- lo spread normale con cui l'impresa sta operando;
- le prospettive di crescita del business.

FIGURA 1.1. – *Matrice spread-sviluppo*

	STRATEGIE DI SVILUPPO SELETTIVO	STRATEGIE DI RAFFORZAMENTO COMPETITIVO
<b>Alto</b>	Sviluppo prodotti Sviluppo mercati Sviluppo tecnologie	Sviluppo competenze Sviluppo opzioni reali Cambiamento del business model
<b>SAGGIO DI SVILUPPO</b>	STRATEGIE DI DIFESA/CONSOLIDAMENTO DELLA REDDITIVITA'	STRATEGIE DI MINIMIZZAZIONE DELLA PERDITA DI VALORE
<b>Basso</b>	Razionalizzazione Focalizzazione	Cessione Liquidazione Ridimensionamento progressivo
	> 0	< 0
	$ENEC = ROIC - k$	

Fonte: Nostro adattamento da G. DONNA, *op. cit.*

L'utilità di matrici come quella ora rappresentata è di indicare le possibilità di creare valore in funzione: della posizione competitiva corrente, dalla quale dipendono l'entità e la durata dello *spread* in ipotesi *as is*;

<sup>34</sup> GOLINELLI G.M., 1996, *op. cit.*, p. 29.