

Finalità e contenuti della Finanza Aziendale

"Il business è una professione che richiede spesso quasi altrettante conoscenze e altrettanti skill, come sapere di legge o di medicina, ma richiede anche che si possieda del denaro" - Walter Bagehot (1826-1877)

Sommario

1. La Finanza	1
1.1. <i>La parola “Finanza”</i>	1
1.2. <i>Cos’è la Finanza Aziendale?</i>	2
1.3. <i>Le strategie finanziarie</i>	6
2. Perché la Finanza Aziendale è importante?	8
2.1. <i>Come rispondere</i>	8
3. La Finanza aziendale. Come viene studiata oggi nelle business school?	10
3.1. <i>Cinque tematiche fondamentali</i>	10
3.2. <i>Decisioni di investimento delle imprese</i>	10
3.3. <i>Decisioni di struttura finanziaria delle imprese</i>	11
3.4. <i>Imprese & mercato dei capitali</i>	12
3.5. <i>Valutazione delle imprese</i>	13
3.6. <i>Gestione dei rischi</i>	14

1. La Finanza

1.1. *La parola “Finanza”*

È entrata nel vocabolario di ognuno di noi causa una produzione cinematografica che associa il mondo della finanza ai “recinti delle grida” delle borse, ai *caveau* delle banche, ai grattacieli di Wall Street come anche ai direttori di banca con sigaro e ghette. Oltre a questi riferimenti, che provengono dal mondo dello spettacolo, l’associamo spesso anche al corpo della Guardia di Finanza che rappresenta, “il più delle volte”, un visitatore non gradito e vero “spauracchio” per la collettività imprenditoriale. Questa dispensa non si occupa di finanza spettacolo e nemmeno di Guardia di Finanza. Si occupa, invece, di “Finanza Aziendale”, che è una disciplina non solo teorica ma molto operativa perché su di essa si fondono le capacità e le speranze dell’imprenditore di fare il suo mestiere “ottimizzando la gestione del denaro”. In sintesi, la Finanza Aziendale è “l’insieme delle tecniche e delle competenze che ogni impresa dedica alla gestione della risorsa denaro”.

1.2. Cos'è la Finanza Aziendale?

Supponiamo che decidiate di creare un albergo. A questo scopo dovete organizzare una forza lavoro che permetta l'erogazione del servizio alberghiero. Nel linguaggio della Finanza Aziendale state effettuando un investimento in attività quali scorte di magazzino, macchinari, attrezzature di vario tipo, personale, etc. L'ammontare di denaro investito in tali attività deve coincidere con il denaro raccolto attraverso i finanziamenti. Quando iniziate ad erogare il servizio, la vostra società inizierà a generare liquidità. Questa è la base della "creazione del valore". Lo scopo dell'impresa è creare valore a vostro beneficio, ossia a beneficio del proprietario. Il valore emerge nel quadro del semplice schema di bilancio dell'impresa.

Supponiamo di voler dare uno sguardo alla situazione finanziaria dell'impresa e delle sue attività in un certo istante nel tempo. La Figura 1 mostra una concettualizzazione grafica dello stato patrimoniale e ci sarà di aiuto per penetrare nel mondo della Finanza Aziendale.

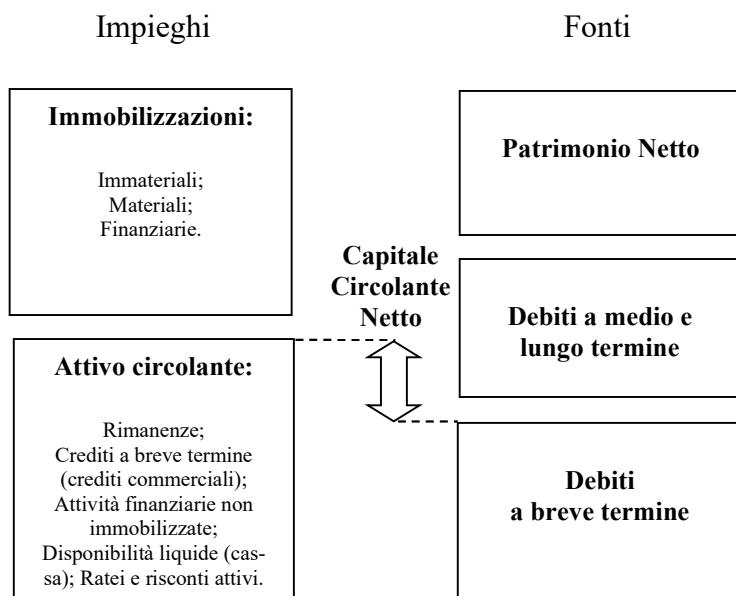


Figura 1. Concettualizzazione grafica dello Stato Patrimoniale

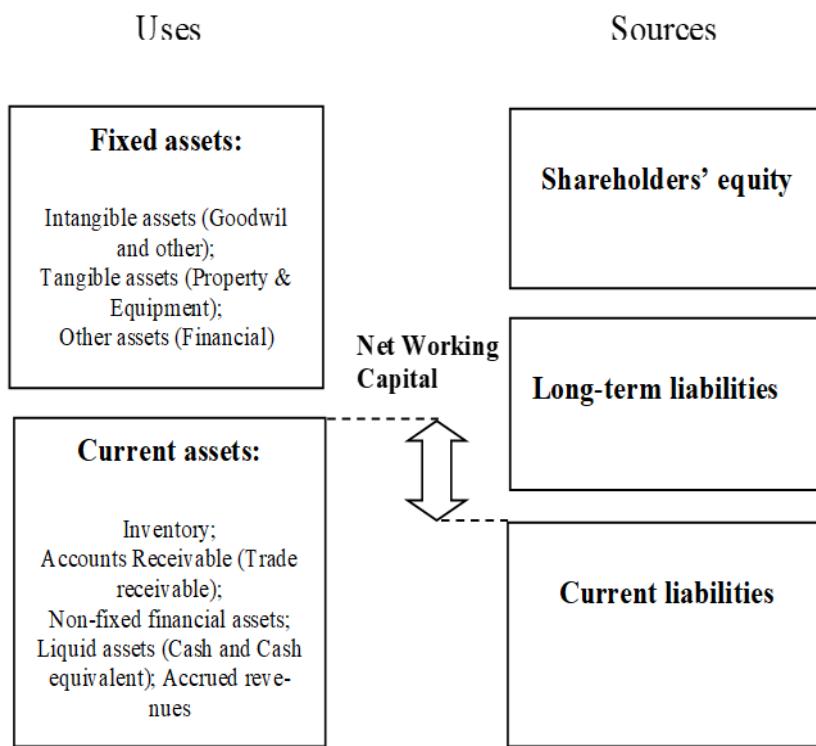


Figure 2. Graphic conceptualization of the balance sheet

Le attività dell’impresa (Impieghi) compaiono a sinistra dello stato patrimoniale e si dividono in fisse e circolanti. Le prime sono quelle destinate a durare nel tempo, come gli immobili. Alcune di queste immobilizzazioni sono materiali, come gli impianti e i macchinari. Altre sono immateriali, come i brevetti, i marchi e la qualità del proprio management. L’altra categoria di attività, le circolanti, è costituita da quelle di vita breve, come le scorte di magazzino (rimanenze). Per un’impresa, quale quella operativa nel comparto turistico, le scorte sono rappresentate per lo più dai fattori di produzione piuttosto che dal prodotto finito (come per le imprese operative nei settori tradizionali) in quanto erogatrice di servizi.

Prima che un’azienda possa investire in un’attività, occorre che abbia reperito il capitale necessario per l’investimento. Le forme di finanziamento sono indicate nella parte destra del bilancio (Fonti). Un’impresa emetterà (venderà) certificati denominati *debito* (accordi di prestito - obbligazioni) oppure titoli azionari (o quote di partecipazione, se società di persone). In alternativa, l’impresa potrà rivolgersi al ceto bancario. Così come le attività sono classificate a breve o lungo termine, anche le passività si dividono secondo lo stesso criterio. Un debito a breve termine è chiamato passività corrente ed è costituito da prestiti e altre obbligazioni che devono essere estinti entro un anno. Il debito di lungo periodo è quello che non è necessario estinguere entro un anno. Il capitale sociale rappresenta la differenza fra il valore delle attività e del debito dell’impresa. In questo senso si parla di un diritto residuale sulle attività aziendali.

Dallo schema di bilancio dell’impresa è agevole osservare le ragioni per la quale la Finanza Aziendale può essere vista come lo studio o, meglio ancora, la risposta alle seguenti tre questioni:

1. In quali attività di lunga scadenza dovrebbe investire l’impresa? Tale domanda interessa la parte sinistra del bilancio. Naturalmente la natura dell’impresa tende a influenzare la proporzione delle varie classi di attività delle quali essa necessita. Usiamo il termine “capital budgeting” per descrivere il processo di selezione e di gestione degli investimenti di lungo periodo.
2. Come può l’impresa ottenere il denaro necessario per far fronte all’investimento? Questo problema interessa la parte destra del bilancio. Per rispondere a tale domanda occorre chiamare in causa la struttura finanziaria, cioè la ripartizione fra debito a breve e lungo termine (Debt) e capitale proprio (Equity).
3. Come gestire il flusso di cassa operativo di breve periodo? La questione interessa la parte superiore del bilancio. Esiste una diversa scansione temporale fra le entrate e le uscite monetarie durante la normale attività dell’impresa. Inoltre, l’ammontare e il momento in cui si manifestano i flussi di cassa operativi non sono noti con certezza. I direttori finanziari (*Chief Financial Officer – CFO*) dell’impresa devono cercare di gestire al meglio gli squilibri nei flussi di cassa. Secondo una prospettiva contabile, la gestione di breve periodo del flusso di cassa è associata al capitale circolante netto, definito come la differenza fra attività e passività correnti.

Le questioni appena elencate spiegano, quindi, il contenuto decisionale della funzione finanza:

«La Finanza è la funzione aziendale che si occupa dell’acquisizione e dell’impiego dei capitali necessari per lo svolgimento del processo produttivo e per la realizzazione degli investimenti di lungo termine, scegliendo, tra le forme di finanziamento disponibili, quelle meno onerose e più adeguate alle esigenze dell’impresa».

Quindi, la funzione finanza svolge attività di supporto nella valutazione e monitoraggio delle dinamiche del capitale (Acquisizione e Impieghi) e tale da consentire di apprezzare le scelte finanziarie nel rispetto delle condizioni di duratura economicità.

«Le condizioni di “funzionalità duratura” dell’azienda sono osservabili secondo diverse prospettive di valutazione nell’ambito delle quali, pur con differenze concettuali e di metodo significative, si possono individuare alcuni parametri fondamentali rispetto ai quali valutare le decisioni concernenti le dinamiche del capitale. Tali parametri devono consentire di apprezzare le scelte finanziarie in relazione:

1. Alla loro attitudine a produrre ricchezza,
2. Alla loro fattibilità finanziaria nel lungo periodo,
3. All’equilibrio finanziario di breve periodo».¹

1. In merito alla capacità di una determinata decisione, d’impiego o di provvista di mezzi finanziari, di produrre ricchezza per l’azionista (socio), occorre introdurre il concetto di approccio *contabile* piuttosto che del *valore (o economico)*. In effetti, se il primo (contabile) misura la variazione di ricchezza dell’azionista in termini di varia-

¹ Fonte: Brusa, Guelfi, Zampogna, *Finanza d’impresa*, Editore ETAS – Seconda Edizione, 2001.

zione del capitale netto di bilancio, l'approccio del valore (o economico) assume come perno delle decisioni d'impresa il valore del capitale di rischio; questo si sostanzia nel considerare discriminanti, nella valutazione dell'attitudine del capitale a produrre ricchezza, il fattore *tempo* e il *rischio*. Questi concetti saranno oggetto di approfondimento in altre dispense.

2. Se l'attitudine a produrre ricchezza è un requisito essenziale nella valutazione delle dinamiche del capitale, altrettanto fondamentale è la scelta della struttura finanziaria, vale a dire la composizione, ossia il “peso”, delle singole fonti di finanziamento: Passività (Debt) e Patrimonio Netto (Equity). Al fine di ottenere la struttura finanziaria ottimale è necessario raccordare le opportunità offerte dal mercato finanziario con le caratteristiche strutturali e funzionali dell'impresa. La determinazione della struttura ottimale richiede l'esame di diverse variabili:

- Il settore di attività dell'impresa;
- La forma giuridica;
- Le dimensioni;
- Le caratteristiche del ciclo produttivo;
- Le opportunità offerte dal mercato finanziario;
- Il costo e il trattamento fiscale delle diverse forme di finanziamento;
- Il tipo di fabbisogno da finanziare.

Nella scelta delle fonti di finanziamento, una variabile molto importante è l'analisi del tipo di fabbisogno da finanziare e, in particolare, l'analisi delle relazioni esistenti tra impieghi e fonti di finanziamento. In effetti, al fine di garantire l'equilibrio della gestione, le risorse finanziarie (quelle impiegate) devono essere “omogenee” rispetto al tipo di fabbisogno da coprire. Se il fabbisogno è destinato a investimenti di breve termine, le fonti a cui l'impresa attinge devono essere “omogenee” rispetto al tipo di fabbisogno da coprire. Se il fabbisogno è destinato a investimenti di breve termine, le fonti a cui ricorre l'impresa devono essere corrispondentemente di breve. Se destinato, invece, all'acquisto di beni strumentali (Es. Immobilizzazioni), le fonti devono essere di lungo termine.

3. Come anticipato nel secondo punto, l'omogeneità temporale è una variabile rilevante nella valutazione delle dinamiche del capitale, sia di lungo che di breve periodo, e condizione imprescindibile perché l'azienda possa sopravvivere. La Figura 2 rappresenta l'interdipendenza tra gli Impieghi e le Fonti.

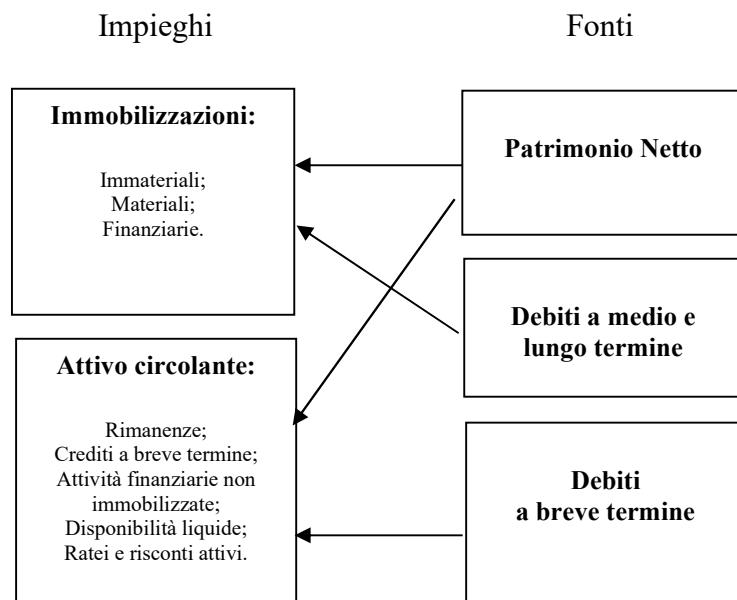


Figura 3. Interdipendenza Fonti-Impieghi

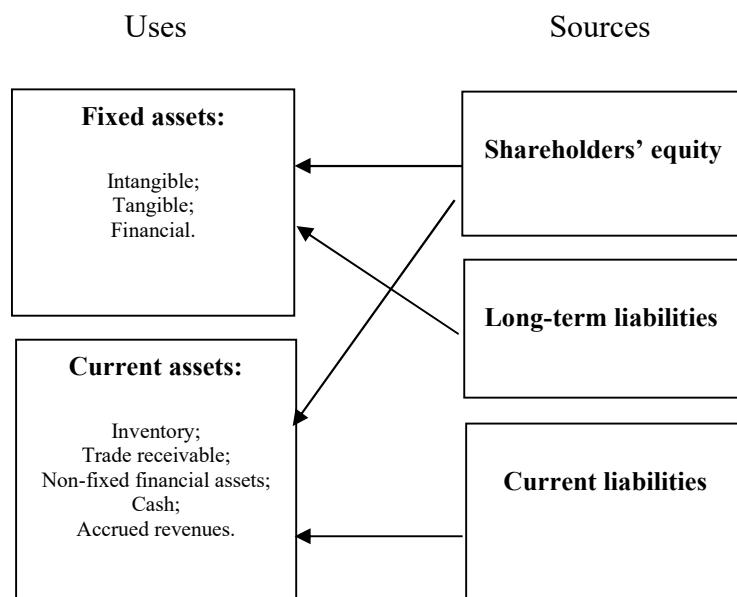


Figure 4. Sources-Uses interdependence

1.3. Le strategie finanziarie

«Rappresentano le decisioni di lungo periodo e le azioni che l'impresa esegue nella scelta delle forme di finanziamento, tenendo conto delle risorse finanziarie disponibili all'interno dell'impresa stessa e delle opportunità offerte dal mercato finanziario, in conformità alla missione aziendale».

La strategia finanziaria di un'impresa dipende da numerose variabili, quali: le caratteristiche strutturali e funzionali delle combinazioni produttive realizzate, le relazioni

tra assetto proprietario (soci), management e obiettivi aziendali, la disponibilità di risorse finanziarie e i rapporti con i finanziatori esterni.

Per ogni strategia è possibile individuare un *oggetto* e un *obiettivo*.

Oggetto delle strategie finanziarie sono le scelte in tema di indebitamento, sostegno dei processi di investimento, remunerazione del capitale investito, gestione delle disponibilità liquide.

Obiettivo è, invece, a seconda della situazione patrimoniale ed economica dell'impresa:

- ✓ *Il conseguimento dell'equilibrio finanziario*, rappresentato dalla capacità di far fronte con le proprie entrate agli obblighi di pagamento assunti e alle esigenze di investimento che si presentano nel tempo;
- ✓ *Il recupero dell'equilibrio finanziario*, se l'impresa temporaneamente non riesce a far fronte ai propri impegni con le risorse finanziarie di cui dispone;
- ✓ *Il mantenimento in via duratura dell'equilibrio finanziario*;
- ✓ *L'ottimizzazione della gestione finanziaria-patrimoniale*, nel caso in cui l'impresa generi eccedenze di liquidità che devono essere temporaneamente investite.

Le strategie finanziarie, pur avendo come finalità principale la gestione ottimale delle risorse finanziarie, riguardano sempre più l'assunzione di decisioni che coinvolgono l'intero sistema aziendale.

Secondo la teoria di creazione di valore economico, esse devono essere rivolte a garantire al capitale proprio rendimenti competitivi attraverso la valutazione delle combinazioni produttive, separando quelle che generano valore da quelle che lo distruggono.

In un'ottica di creazione di valore, l'impresa deve essere in grado di generare profitti (rendimenti) superiori al costo del capitale impiegato per effettuare gli investimenti in attività produttive. Così operando, l'impresa accresce il valore economico del capitale e crea ricchezza per i soggetti che conferiscono *capitale proprio* (imprenditore o soci). Un indicatore in grado di misurare la performance di valore dell'impresa è l'EVA (*Economic Value Added*)². Questo indice segnala se il rendimento del capitale utilizzato dall'impresa eccede il costo del capitale stesso.

Le strategie finanziarie devono avere pertanto come obiettivo l'allocazione ottimale delle risorse finanziarie: saranno sviluppate le aree strategiche che creano valore (quelle che utilizzano risorse meno costose rispetto al rendimento che producono), mentre saranno eliminati i progetti d'investimento che distruggono valore (quelli per i quali il costo del capitale è superiore al rendimento).

² L'EVA è un indicatore della performance aziendale in grado di misurare la capacità dell'impresa di generare profitti. Pertanto, questo indice è coerente con l'obiettivo aziendale di massimizzazione del valore per gli azionisti. Tale parametro si ottiene sottraendo il costo del capitale investito dal reddito operativo prodotto dall'impresa. In altri termini, l'EVA rappresenta la differenza tra il profitto netto di un'azienda e il costo del capitale investito per generare tale profitto. Questa misura è utile per valutare se un'azienda sta generando un valore aggiunto superiore al costo del capitale investito. Un EVA positivo indica che l'azienda sta creando valore per gli azionisti.

2. Perché la Finanza Aziendale è importante?

2.1. Come rispondere

Per rispondere a questa domanda occorre innanzitutto tracciare due tipi di problemi che si incontrano in campo finanziario:

1. Primo, l'imprenditore nel portare avanti la sua azienda spende denaro per acquistare vari tipi di attività reali, come stabilimenti, impianti e macchinari. Le decisioni che riguardano quali specifiche attività acquistare (o in quali investire) sono le “decisioni di investimento”.
2. Il secondo tipo di problema riguarda il modo di ottenere denaro o credito necessario alla realizzazione dell’investimento. Le modalità di accesso al denaro sono svariate. L’imprenditore può prenderlo a prestito, accordandosi per un mutuo con una banca o mettendo sul mercato titoli di debito (obbligazioni a lungo termine) oppure può raccoglierlo attraverso l’emissione di nuove quote azionarie contro denaro. In entrambi i casi l’imprenditore cede fogli di carta (chiamati passività finanziarie) il valore dei quali si basa sui diritti che conferiscono sul profitto generato dalle attività reali dell’azienda. Le decisioni che afferiscono alle modalità di raccolta del denaro sono “decisioni di finanziamento”.

Le problematiche richiamate e afferenti precipuamente a due momenti decisionali importanti per la sopravvivenza dell’azienda, rivelano l’importanza della Finanza Aziendale nella gestione d’impresa. In effetti, la Finanza aziendale studia le dinamiche del capitale nell’ambito della gestione d’impresa svolgendo un compito di orchestrazione dell’intera problematica attinente all’investimento (Impieghi) e all’acquisizione (Fonti) delle risorse finanziarie. A tal proposito, la Figura 3 fornisce una descrizione sintetica della dinamica del capitale.

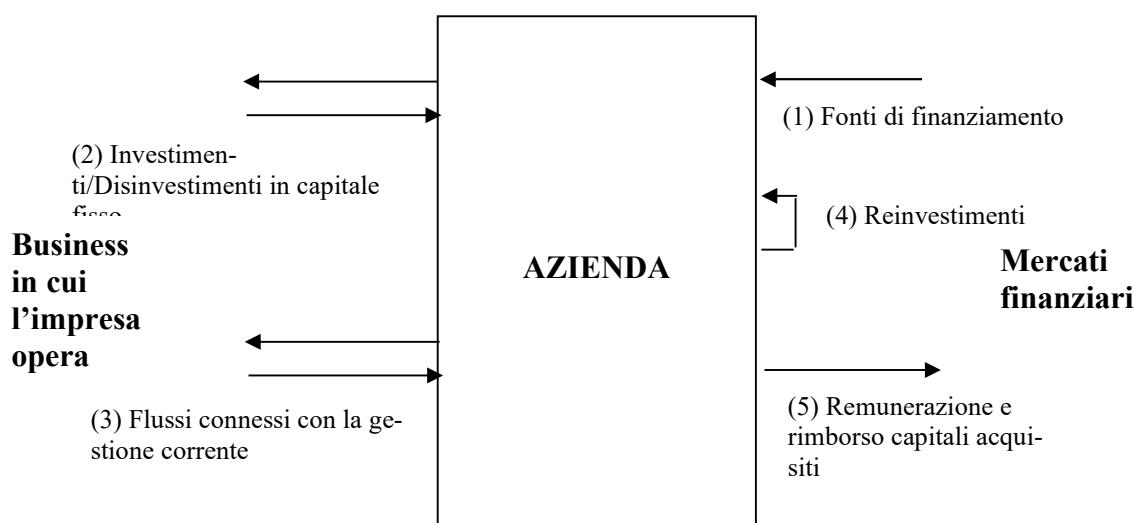


Figura 5. Le componenti della dinamica del capitale (*Fonte: Brusa, Guelfi, Zamprogna, 2001, op. cit.*).

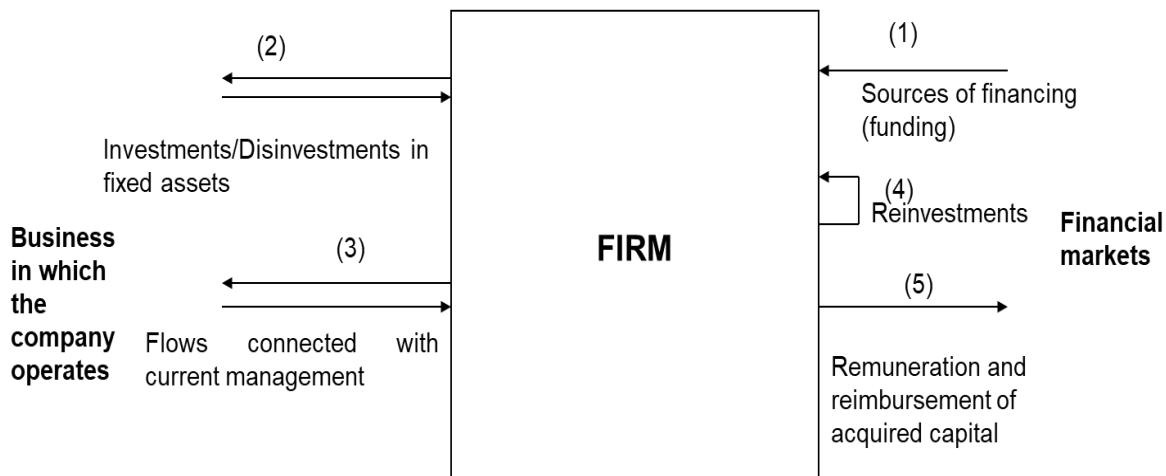


Figure 6. The components of the dynamics of capital (*Source: Brusa, Guelfi, Zamprogna, 2001, op. cit.*).

La gestione d'impresa è, quindi, un sistema di flussi di capitali, così articolato:

- *FLUSSO 1 – FONTI.* Approvvigionamento di mezzi di finanziamento (azioni, obbligazioni, mutui etc.).
- *FLUSSO 2 – IMPIEGO.* Investimento in immobilizzazioni (materiali, immateriali, finanziarie).
- *FLUSSO 2 – FONTI.* Disinvestimento di immobilizzazioni (materiali, immateriali, finanziarie).
- *FLUSSO 3 – IMPIEGO.* Risorse (di capitali) generate dalla gestione operativa corrente, quest'ultima intesa come insieme di operazioni ripetitive collegate all'attività tipica dell'impresa (liquidità, crediti commerciali, crediti verso l'erario, scorte, ratei e risconti, etc.).
- *FLUSSO 3 – FONTI.* Risorse di capitali assorbite dalla gestione operativa corrente, quest'ultima intesa come insieme di operazioni ripetitive collegate all'attività tipica dell'impresa (debiti commerciali, debiti verso l'erario, debiti verso dipendenti, debiti verso enti previdenziali, fondo TFR, etc.).
- *FLUSSO 4 - IN ENTRATA.* Flusso netto in entrata originato dal risultato d'esercizio positivo che viene reinvestito in azienda.
- *FLUSSO 5 - IN USCITA.* Flusso netto in uscita originato dal risultato d'esercizio positivo che è destinato a remunerare e rimborsare i capitali precedentemente acquisiti.

Alla luce di quanto sopra rappresentato la Finanza Aziendale è una disciplina a supporto di coloro (manager della funzione finanza - CFO -, amministratori, imprenditori etc.) che devono prendere decisioni concernenti:

- ❖ Il volume e la composizione dei mezzi investiti (IMPIEGHI);
- ❖ L'approvvigionamento di risorse finanziarie (FONTI);

- ❖ Le scelte afferenti alla distribuzione o reinvestimento dei flussi prodotti dalla gestione;
- ❖ Il governo equilibrato dei flussi FONTI e flussi IMPIEGHI.

A tal fine, la Finanza Aziendale fornisce una serie di strumenti coadiutori nel prendere decisioni relative al governo del capitale e aggregabili in due logiche fondamentali, uno ispirato al modello contabile della gestione d'impresa, l'altro ispirato al modello del valore.

Il primo, di tipo contabile, prende in esame lo stato patrimoniale, il rendiconto finanziario e il conto economico nella valutazione concernenti le dinamiche del capitale, mentre il secondo, quello del valore, tiene conto del valore finanziario del tempo e del rischio.

3. La Finanza aziendale. Come viene studiata oggi nelle business school?

3.1. Cinque tematiche fondamentali

Le business school erogano i propri corsi di finanza aziendale focalizzandosi oggi su cinque tematiche, diciamo dominanti o fondamentali, così articolate:

1. Decisioni di investimento delle imprese.
2. Decisioni di struttura finanziaria delle imprese.
3. Imprese & mercato dei capitali.
4. Valutazione delle imprese.
5. Gestione dei rischi.

Tematiche, quelle elencate, che qualsiasi CFO deve conoscere e fare proprie. Vediamole in dettaglio.

3.2. Decisioni di investimento delle imprese

Per iniziare, posso affermare che le aziende prendono molteplici decisioni, tra cui quelle di acquisizione di nuove attività/asset per raggiungere obiettivi di crescita.

In Finanza, le decisioni riguardanti gli investimenti riguardano le modalità con cui i fondi di un'azienda devono essere investiti in diverse attività con l'obiettivo di ottenere il massimo rendimento per gli investitori. In altri termini, le decisioni di investimento riguardano l'attivo patrimoniale dell'impresa e i suoi investimenti in capitale fisso e circolante. L'idea è che le "fonti del valore d'impresa" siano nelle decisioni di investimento. In questo contesto, gli investimenti a lungo termine, in particolare gli investimenti in immobilizzazioni, sono fondamentali in quanto garantiscono una crescita di lungo termine. Le decisioni di investimento sono condizionate da una serie di fattori come il tasso di rendimento, il periodo, il flusso di cassa e quant'altro. La discussione sulle decisioni di investimento aziendale, in particolare sugli investimenti in asset intangibili, ha attirato l'attenzione di molti studiosi di finanza aziendale. Nel corso degli ultimi decenni gli studi sulle decisioni di investimento si sono concentrati sugli asset intangibili in quanto generatori di maggior valore per l'impresa. Questa tendenza è legata a molteplici eventi/fattori, da ultimo la "transizione digitale ed ecologica", che

hanno visto il mondo della finanza e delle imprese formulare giudizi di valore sulla base dei rendimenti e dei livelli di rischio connessi agli investimenti in asset non tangibili. Lato “investitori istituzionali”, le decisioni di investimento appaiono sempre più integrarsi con i fattori ESG.³ In questo ambito, l'integrazione ESG può essere percepita come un compromesso tra la promozione degli obiettivi ESG e i rendimenti finanziari corretti per il rischio. In effetto, molti studi empirici e accademici trovano prove contrastanti sull'effetto dell'integrazione ESG sui rendimenti finanziari. Ad esempio: 1) L'integrazione dei fattori ESG può ridurre la diversificazione dei portafogli e, di conseguenza, aumentare il rischio; 2) I fattori ESG nelle decisioni di investimento possono avere un effetto non negativo o addirittura positivo sui rendimenti finanziari e sulle misure di rischio. In linea generale, ci si aspetta che gli investitori istituzionali agiscano secondo i principi di trasparenza e protezione dei consumatori finanziari, e quindi comunichino se i fattori e i rischi ESG sono presi in considerazione nel loro processo decisionale di investimento. Un rilevante filone della letteratura si è inoltre focalizzato sull'impatto degli ESG score sul costo del capitale sia di equity, sia di debito, nonché sul relativo rischio, evidenziando che le aziende con buoni standard di sostenibilità godono di un costo del debito e del capitale proprio significativamente più basso. Pertanto, una maggiore attenzione ai fattori ESG sembra rappresentare una modalità di minimizzazione del rischio corporate.

3.3. Decisioni di struttura finanziaria delle imprese

In Finanza, le decisioni di struttura finanziaria delle imprese seguono il principio della struttura finanziaria ottimale che è intimamente legato al concetto di costo del capitale. Il costo del capitale è quindi un indicatore utile a misurare il valore creato dalla combinazione di “equity” e di “debt”. In altri termini, la struttura finanziaria ottimale è quella che rende minimo il costo medio ponderato del capitale e, pertanto, massimizza il valore del capitale economico dell'impresa. In letteratura troviamo molte teorie idonee a interpretare la struttura capitale. Penso, ad esempio, al teorema di Modigliani-Miller, alle Teorie del trade-off, alle Teorie del pecking-order e alle teorie del market timing. In particolare, in letteratura si riscontrano molteplici determinanti la struttura finanziaria delle imprese. Ad esempio: le imposte, il disseto finanziario, i conflitti di agenzia, le asimmetrie informative, la dimensione aziendale, la struttura proprietaria e altri. Ognuna di queste determinanti viene proposta dalla letteratura in relazione alla loro capacità di massimizzare il valore per i soci dell'impresa e dell'azienda nel suo complesso. Credo che non esista una teoria universalmente valida che sia in grado di fornire indicazioni sulla struttura finanziaria ottimale. Si tratta di esaminare i vantaggi relativi dei diversi strumenti finanziari a seconda delle condizioni nelle

³ QUINTILIANI A. (2025). *ESG and Value Creation from a Corporate Finance Perspective – Integrating Sustainability into Financial Strategy*. Springer Nature, Switzerland AG (Book series: Sustainable Finance). Hard-cover ISBN: 978-3-03203146-4 (Due: 22 October 2025) - Softcover ISBN: 978-3-032-03149-5 (Due: 22 October 2026) - eBook ISBN: 978-3-032-03147-1 (Due: 22 October 2025) - Series ISSN: 2522-8285 - Series E-ISSN: 2522-8293.

quali le imprese operano. In una mia recente monografia⁴ ho evidenziato che le imprese intangibile intensive si autofinanziano o ricorrono ai mercati dei capitali equity rispetto a quello bancario. Questo perché le banche non sono dotate di sistemi di rating idonei a captare le soft information. In prospettiva, l'educazione finanziaria, la transizione tecnologica e la transizione ecologica saranno cruciali nel determinare le scelte di finanziamento delle imprese. È inevitabile come i noti parametri di rischio dei capitali saranno rivisti proprio in relazione alle capacità delle imprese e dei partner finanziari di cogliere i cambiamenti in atto.

3.4. Imprese & mercato dei capitali

Il mercato dei capitali può articolarsi in due grandi tipologie: pubblico e privato. Lato pubblico, si dibatte oggi molto sui finanziamenti agevolati e in particolare sui fondi del PNRR. È bene precisare che gli interventi pubblici si rivelano concretamente utili ed efficaci se indirizzati alle sole imprese che dimostrano di possedere spiccate capacità di ripresa, modelli di business convincenti e valide prospettive di reddito e di mercato. Il rischio è quello di trovarsi dopo gli interventi di sostegno pubblico con imprese il cui valore post-money è largamente inferiore al valore degli interventi stessi. Lato privato, negli ultimi anni la crisi dei rendimenti, l'innalzamento dei tassi e i fenomeni di disintermediazione hanno visto l'esplosione della c.d. finanza alternativa, come il Private Equity, il Venture Capital, il Club Deal, il Crowdfunding. Personalmente, credo che il segmento pubblico italiano sia sottodimensionato rispetto a quello dei principali paesi europei, non riuscendo così a svolgere appieno il proprio ruolo di volano della competitività delle imprese italiane e del Paese in generale. Il mercato privato, invece, è troppo frammentato, con una prevalenza di piccoli operatori e un'offerta che non copre le diverse fasi del ciclo di vita delle imprese. Di conseguenza, le aziende con forti ambizioni di crescita e un significativo potenziale faticano a trovare investitori in grado di sostenerle, sia finanziariamente che nello sviluppo di progetti industriali, soprattutto nelle fasi più delicate della crescita aziendale. Posso aggiungere che il sistema creditizio alle imprese dipende ancora in larga misura dai prestiti bancari e il ricorso al mercato dei capitali è ancora limitato. Ciò è dovuto sia al sottosviluppo della finanza non bancaria, sia alla scarsa propensione delle imprese verso i segmenti di capitale di rischio. Credo che questi fattori ostacolino l'ulteriore sviluppo del sistema produttivo. Un sistema finanziario più diversificato e un mix più equilibrato di fonti di finanziamento aziendale possono contribuire a stimolare la crescita potenziale dell'economia. Il finanziamento azionario, che adotta un approccio a lungo termine, può sostenere investimenti e piani di sviluppo a lungo termine che comportano rischi più elevati. Può anche coprire investimenti in beni immateriali, come ricerca e sviluppo o innovazione, che sono strategici per la competitività delle imprese.

⁴ QUINTILIANI A. (2016). *Internal Rating Systems e Soft information. Il ruolo degli intangibili e del contesto territoriale nella valutazione del merito creditizio delle PMI*. Collana di Studi e Ricerche aziendali, Franco Angeli, Milano.

3.5. Valutazione delle imprese

La valutazione d'azienda è un tema fondamentale della finanza d'impresa. Molti sono i metodi, da quelli reddituali e patrimoniali a quelli finanziari. Tutti noi attingiamo dai modelli precursori dell'analisi del valore d'azienda nella prospettiva shareholder vision. Penso, ad esempio, allo "Shareholder Value Approach" di Rappaport (1986), oppure "all'Approccio McKinsey" di Copeland, Koller e Murrin (1990), oppure "all'EVA" formulato da Stewart (1991), oppure al "Total Shareholders Return" e al "Total Business Return" del Boston Consulting Group (1995-1996). Non meno importanti i pionieri della teoria classica della finanza. Penso, ad esempio, al modello di Hirshleifer (1958) del "Net Present Value" o "l'Internal Rate of Return" di Irving Fisher (anni Trenta). Tutti questi modelli si fondano sulla logica del Discounted cash-flow che si pone come tecnica incontrastata di qualsiasi movimento orientato alla valutazione d'azienda. Credo che la valutazione d'impresa sia strategica non solo in occasione delle note operazioni straordinarie, ma anche nell'ottica di continuità dell'impresa. La pandemia ha fatto innalzare i livelli di attenzione sul tema della valutazione d'azienda: i titolari di azioni e di titoli di debito sono mossi dal desiderio di quantificare il rendimento e il livello di rischio dei loro investimenti mentre le società reclamano stime affidabili del valore per adempiere alle proprie responsabilità nei confronti degli stakeholder. Ma la straordinaria volatilità dei mercati azionari e dei titoli del debito pubblico, congiuntamente alla crescita esponenziale del margin debt, hanno reso i processi di stima del valore d'impresa ancora più impegnativi rispetto al periodo pre-pandemia. L'approccio all'analisi del valore presenta molti vantaggi (pro), ma credo che il modello "Discounted Cash Flow" (DCF) debba essere ripensato alla luce dell'evento Covid. Innanzitutto, dovrà collocarsi all'interno del piano strategico d'impresa; inoltre, dovrà rivelarsi strumentale alla quantificazione del valore d'impresa nei diversi scenari evolutivi di una crisi esogena non controllabile. Ritengo che l'approccio all'analisi del valore sia focale e strategico in questo momento storico. Affrontare il percorso di crisi muovendo "esclusivamente" da parametri finanziari e contabili correnti è rischioso in quanto tali parametri non esprimono necessariamente il merito d'impresa. Personalmente, ritengo che l'impresa debba dotarsi di un CFO 2.0, ossia un manager che non rinnega asetticamente le analisi di bilancio ma che si prefigge di complementare gli indici di allerta con le metriche di valutazione future-oriented, che, in quanto tali, meglio si prestano a catturare il valore d'azienda e, di conseguenza: 1) la sostenibilità del modello di business; 2) le cause delle difficoltà che l'impresa manifesta alla data corrente; 3) le condizioni ambientali necessarie al recupero dell'equilibrio economico e finanziario; 4) la relazione fra valore dell'azienda pre-money (ante interventi di ricapitalizzazione o di rifinanziamento) e valore dell'impresa post-money (post interventi).

3.6. Gestione dei rischi⁵

Il “risk management” (o gestione del rischio) è uno dei processi aziendali che punta a proteggere l’impresa da possibili minacce, interne ed esterne, capaci di metterne in crisi la sua stabilità.

Parliamo, sì, di un processo – per di più di un processo continuo, costante, che accompagna le attività dell’azienda già a partire dai suoi primi momenti – la cui rilevanza si pone sullo stesso piano di altri percorsi di gestione, come quella di tesoreria o contabile. Il “rischio finanziario” rappresenta la categoria di rischi più immediatamente percepita dalle imprese, anche grazie alla recente entrata in vigore in Italia del nuovo Codice della Crisi d’impresa. Il rischio finanziario, a sua volta, comprende:

- il rischio di mercato,
- il rischio di liquidità,
- il rischio di credito.

Il *rischio di mercato* riguarda l’andamento dei mercati, che può portare a una variazione dei prezzi imprevista.

Anche il *rischio di credito* può dirsi, in un certo senso, imprevedibile, sebbene in questo caso con una gestione attenta del portafoglio clienti – per esempio – è possibile attenuarlo. Il rischio di credito, noto anche come rischio di insolvenza, consiste nella possibilità che il debitore non assolva nei termini prestabiliti, anche solo in parte, ai suoi obblighi di rimborso del capitale o al pagamento degli interessi al suo creditore.

Il *rischio di liquidità* (o rischio di cash flow) concerne la difficoltà a reperire le risorse monetarie che servono per far fronte a tutte le spese legate alla gestione aziendale.

Lo stato dell’arte vede il risk management sofferente per i più articolati motivi; tra questi, la sua scarsa diffusione nelle imprese (soprattutto le PMI) e la sua narrativa, palesemente non entusiasmante.

Credo che la bassa diffusione del risk management nelle imprese sia da addebitare al convincimento, errato ma purtroppo diffuso, che le analisi di rischio siano di ostacolo all’innovazione.

È bene precisare che anche le grandi aziende sono lontane dall’integrare il risk management nei processi core. Per fare un esempio, sono ancora molto poche le grandi aziende che attribuiscono i bonus ai CEO (Chief Executive Officer – Amministratore Delegato) in base agli indici di performance risk adjusted (es. “EBIT risk adjusted”), come anche è bassissima la percentuale di medio-grandi aziende che nei processi di capital budgeting e nella formulazione del WACC (Weighted Average Cost of Capital) adottano esplicitamente i modelli di risk management.

A valle di quanto finora argomentato, ritengo che il gestore dei rischi debba essere chiamato a svolgere le sue funzioni anche in sede di pianificazione strategica.

Preso atto che il cambiamento “is the new normal”, appare evidente come il CFO (Chief Financial Officer - Direttore finanziario) debba mostrarsi fortemente sensibile alle tematiche del rischio. In partnership con il CRO (Chief Risk Officer – responsabile del rischio) o in autonomia, qualora questa figura non sia presente in azienda, il

⁵ QUINTILIANI A. (2021). *L’impresa ai tempi del Covid-19: Pianificare è meglio che sanificare*. G. Giappichelli Editore, Torino.

CFO (Chief Financial Officer - Direttore finanziario) dovrà sviluppare modelli predittivi, di natura qualitativa, in grado di captare e mitigare il rischio di cambio, il rischio di tasso d'interesse, il rischio prezzo delle commodities, il rischio rappresentato dai crediti deteriorati, etc.