



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia e gestione delle imprese

**LA FUNZIONE FINANZIARIA NELLA
GESTIONE DELL'IMPRESA,
TRA SUPPORTO E CENTRO DI PROFITTO.
UN CASO PRATICO: "LA DORIA" S.p.A.**

Relatore

Prof.ssa Federica Brunetta

Candidato

Mario Simoniello

Matr. 214461

Anno Accademico 2018/2019

*A nonno Mario e ai miei genitori,
da cui in vita e per la vita tutto ebbi.*

INDICE

INTRODUZIONE	<i>pag.</i>	1
CAPITOLO PRIMO		
<i>L'importanza della struttura finanziaria per la creazione di valore all'interno della dinamica d'impresa.</i>	<i>pag.</i>	4
1.1. La scelta della struttura finanziaria tra creazione e conservazione del valore.	<i>pag.</i>	4
1.2. L'individuazione delle fonti di finanziamento e la loro rilevanza per la visione strategica dell'impresa.	<i>pag.</i>	11
1.3. Le diverse strategie adottate dalle moderne imprese per perseguire il vantaggio competitivo: la ricerca di innovazione gestionale e finanziaria.	<i>pag.</i>	15
CAPITOLO SECONDO		
<i>La funzione finanziaria e la sua rilevanza all'interno delle funzioni manageriali: la gestione del fattore capitale.</i>	<i>pag.</i>	23
2.1. La gestione del fattore capitale: considerazioni generali sul ruolo svolto dalla funzione finanziaria e suo mutamento nel corso degli anni.	<i>pag.</i>	23
2.2. Gli strumenti della pianificazione finanziaria. Il budget.	<i>pag.</i>	27
2.3. I processi di creazione di valore che originano dalla conciliazione tra le esigenze dei portatori di capitale e dei finanziatori esterni e le necessità gestionali dell'impresa.	<i>pag.</i>	34
2.3.1. La copertura del fabbisogno finanziario a breve termine e le differenze con la pianificazione a lungo periodo.	<i>pag.</i>	37
2.4. La determinazione della struttura finanziaria dell'impresa.	<i>pag.</i>	39
2.4.1. La creazione di valore per gli azionisti.	<i>pag.</i>	42
2.4.2. L'allocazione ottimale delle risorse in ottica interna e di efficienza di mercato.	<i>pag.</i>	44
2.4.3. La gestione speculativa dei flussi finanziari.	<i>pag.</i>	46
2.5. La struttura finanziaria ottimale e la visione di Modigliani e Miller.	<i>pag.</i>	50

CAPITOLO TERZO

<i>La funzione finanziaria in ottica strategica</i>	<i>pag.</i>	54
3.1. La rilevanza strategica del supporto fornito dalla gestione finanziaria alla gestione dell'impresa.	<i>pag.</i>	54
3.1.1. La finanza subordinata.	<i>pag.</i>	64
3.1.2. La finanza integrata.	<i>pag.</i>	65
3.1.3. La finanza strategica.	<i>pag.</i>	67
3.2. Il fattore dimensionale e il suo impatto sull'efficienza ed efficacia della funzione finanziaria: le difficoltà delle Piccole e Medie Imprese nella pianificazione finanziaria e nella gestione di fonti e impieghi.	<i>pag.</i>	68
3.3. Tassazione e finanziamento: l'impatto delle dinamiche macroeconomiche sulla scelta della struttura finanziaria e sulle decisioni strategiche delle imprese che operano a livello internazionale.	<i>pag.</i>	78

CAPITOLO QUARTO

<i>Analisi di un caso empirico di funzione finanziaria: "La Doria" S.p.A.. Il suo ruolo di supporto alla realizzazione delle scelte strategiche.</i>	<i>pag.</i>	89
4.1. L'azienda. Considerazioni di carattere storico e organizzativo.	<i>pag.</i>	89
4.2. Profili economico-finanziari salienti de "La Doria" S.p.A.	<i>pag.</i>	92
4.2.1. Principali indicatori economico-finanziari e relative valutazioni. Analisi della redditività, solidità, ciclo del circolante e liquidità.	<i>pag.</i>	94
4.2.2. Scelta strategica di <i>policy</i> commerciale aperta all'import-export e supporto della funzione finanziaria.	<i>pag.</i>	101
4.3. Gli strumenti derivati per gestire il rischio cambio.	<i>pag.</i>	106
4.3.1. L'esperienza personale in operazioni di copertura del rischio cambio.	<i>pag.</i>	108
CONCLUSIONI	<i>pag.</i>	112
BIBLIOGRAFIA	<i>pag.</i>	114

INTRODUZIONE

La *struttura finanziaria* è un elemento centrale di qualsiasi tipologia di impresa. In realtà, una struttura finanziaria o meglio l'equilibrio finanziario è condizione necessaria, sia per le attività produttive, all'interno della dinamica di mercato, sia per gli enti pubblici; altrettanto, per famiglie e persone fisiche, che debbono confrontarsi quotidianamente con una gestione equilibrata, organizzata e programmata delle uscite, in funzione del proprio reddito. Una pianificazione certamente semplice – almeno per determinati soggetti – ma che diventa necessaria per sopravvivere. Ed, in effetti, non pochi sono gli studi sull'attitudine delle persone a saper gestire determinati flussi finanziari. Studi, come anche quello del premio Nobel, F. Modigliani, nei quali si evidenzia come gli individui spendono maggiormente in particolari fasi della vita, mentre decidono di accumulare in altre fasi, in funzione della propria vecchiaia. Ora se la pianificazione finanziaria è utilissima a livello familiare, risulta facile immaginare quanto sia essenziale per le imprese di qualsiasi dimensione. Le grandi imprese dispongono di direzioni finanziarie che svolgono un ruolo cruciale per il buon andamento dell'entità produttiva. La gestione finanziaria è dunque funzionale alle esigenze dell'impresa, genera valore e può essere impiegata per valorizzare al meglio la stessa attività caratteristica nonché i flussi finanziari in entrata/uscita. Non a caso prima della crisi finanziaria della seconda metà degli anni 2000 - accesa dalla bolla immobiliare e dai mutui *subprime* negli USA - si parlava di *finanziarizzazione dell'economia*, ovvero della prevalenza delle operazioni e della ricerca del profitto finanziario all'interno del mondo della produzione. Occorre sottolineare, quindi, che al pari della funzione produttiva e commerciale, la gestione delle fonti finanziarie ed il loro impiego risulta essere elemento fondamentale e caratteristico dell'impresa. A

questo deve sommarsi poi la necessaria integrazione tra le funzioni tipiche della gestione finanziaria, le opportunità consentite dai progressi tecnologici, grazie a nuove elaborazioni ed enormi quantità di dati raccolti internamente e sul mercato, e i sistemi di controllo. Tale integrazione, in ragione del potenziamento delle capacità di supporto, pianificazione e programmazione degli andamenti finanziari, ha reso la gestione dei relativi flussi finanziari ancor più nevralgica per le strategie aziendali. Non solo rendicontazione, ma anche elaborazione dei dati in chiave previsionale e quindi di riduzione dell'incertezza. Non più finanza subordinata o integrata all'interno della gestione aziendale, ma soprattutto strategia, finanza strategica orientata a sostenere i cambiamenti nei modelli di business e nello stesso tempo generare valore. Il primo capitolo del presente lavoro definisce la funzione finanziaria, le caratteristiche e le mansioni e la colloca nella gestione aziendale. Occorre puntualizzare che le riflessioni proposte all'interno del presente lavoro hanno riguardato non certamente solo le aziende di dimensioni tal da individuare una direzione finanziaria. Anzi l'analisi è stata rivolta anche alla piccola dimensione ed a quella media. All'interno di tali imprese la gestione finanziaria deve, infatti, superare rilevanti ostacoli in alcuni casi generati proprio dalle caratteristiche del mercato stesso. Il secondo capitolo più che di direzione finanziaria si è occupato di struttura finanziaria, che possiamo definire efficiente e, quindi, orientata a mettere l'azienda nelle condizioni di sopportare gestione e cambiamento strategico, con il sostegno dato dalla disponibilità di fonti adatte alle proprie esigenze. L'esistenza di una struttura finanziaria ponderata ed in equilibrio consente peraltro alle imprese di competere sul mercato. E', infatti, questo il concetto che viene ribadito nel corso anche del terzo capitolo, momento in cui le riflessioni teoriche in merito ai sistemi di pianificazione e controllo

finanziario trattati nella prima parte vengono confrontati con le dinamiche di mercato e, quindi, riportati alla realtà aziendale. In particolare si sottolinea come le aziende di piccola e media dimensione dovrebbero maggiormente implementare strategie di controllo e di pianificazione della struttura finanziaria al fine di risultare più stabili e solide all'interno della dinamica competitiva. L'ultima parte del lavoro è dedicata ad un approfondimento empirico, nato dalla personale esperienza vissuta dallo scrivente all'interno della gestione finanziaria del Gruppo "La Doria", azienda leader nella produzione di prodotti per marchi *private label* della Grande Distribuzione Organizzata. La gestione finanziaria de "La Doria" si presenta molto complessa ed orientata a cercare la creazione di valore anche attraverso l'espansione commerciale sui mercati internazionali, alla quale sono funzionali tanto le diverse operazioni straordinarie organicamente inquadrate nel progetto di consolidamento e potenziamento del *business* e che hanno positivamente segnato la vita del Gruppo conducendolo ad una posizione di rilievo in ambito nazionale ed internazionale, quanto le analizzate attività di copertura del rischio cambio.

CAPITOLO PRIMO

L'importanza della struttura finanziaria per la creazione di valore all'interno della dinamica d'impresa.

1.1. La scelta della struttura finanziaria tra creazione e conservazione del valore.

La struttura finanziaria all'interno della dinamica imprenditoriale rappresenta la fonte, la base economica delle scelte strategiche ed operative di una realtà produttiva. Sin dai primi istanti di vita una impresa ha bisogno, per sussistere all'interno del mercato, di fonti di finanziamento da impiegare all'interno dei diversi ambiti di operatività aziendale. Ed in effetti sono necessarie risorse di natura finanziaria per mantenere la struttura organizzativa, per supportare la pianificazione strategica e chiaramente per garantire la presenza di beni e servizi sul mercato. Allo stesso modo l'attività imprenditoriale è caratterizzata dalla produzione di flussi finanziari da utilizzare, appunto, all'interno dell'azienda stessa e al suo esterno per raggiungere determinati obiettivi in termini di creazione di valore per i diversi portatori di interesse¹. Parlare della struttura finanziaria significa, quindi, soffermarsi in modo diretto sul complesso equilibrio di impieghi di risorse e fonti di finanziamento sul quale si basa, da un punto di vista prettamente finanziario, l'equilibrio gestionale di una determinata attività produttiva. Le imprese orientate alla creazione di valore e alla permanenza sul mercato spesso hanno delle strutture finanziarie che tendono all'equilibrio. Con tale affermazione si vuole sostenere che qualsivoglia impresa, orientata a permanere con successo all'interno della dinamica di mercato ha bisogno di equilibrare la sua struttura finanziaria, trovare un

¹ AGAPTSOV, S.A.. Financial control as an element of an effective management cycle. Public Service: Popular Science Journal, 1(87), 2014, 34-36

giusto compromesso - *alcuni studiosi lo chiamano infatti baricentro finanziario*² -, che consenta di avere risorse a disposizione per supportare le proprie scelte strategiche e nello stesso tempo conservare la capacità di remunerare queste risorse attraverso l'attività di impresa³.

Con il termine remunerare si fa riferimento al quel processo che consente non solo di recuperare le fonti di finanziamento che vengono impiegate per supportare le scelte produttive, commerciali e strategiche ma anche di remunerarle in relazione all'andamento dei mercati. E' chiaro che nel momento in cui si sceglie di investire ed utilizzare determinate risorse all'interno dell'attività di impresa, la remunerazione del capitale investito e quindi delle fonti di finanziamento deve essere confrontata con il mercato anche se determinate risorse sono, soprattutto nelle imprese di piccola e media dimensione, riconducibili al capitale proprio. Utilizzare delle fonti di finanziamento impone una remunerazione di mercato e quindi il coprire il tasso di interesse praticato all'interno della dinamica finanziaria ed un premio per il rischio, ovvero una remunerazione aggiuntiva che deve essere tenuta in considerazione nel momento in cui vengono destinate risorse finanziarie a copertura di scelte strategiche all'interno di un determinato mercato. E' chiaro che le risorse finanziarie vengono poi utilizzate da diversi operatori economici. Nel nostro caso le imprese sono tradizionalmente soggetti in deficit che cercano di utilizzare le risorse finanziarie in surplus di altri operatori economici, comprese le famiglie, per finanziare la propria espansione e i progetti strategici. In effetti, autori del calibro di Samuelson⁴ o

² BOLSHAKOV, N., & ENTS, G. Evaluating the effectiveness of financial control as a tool for social management. *Problems of the Theory and Practice of Management: International Journal*, 1,2010, p. 41-49.

³ SAU L. La rilevanza della struttura finanziaria in un contesto di asimmetria informativa, *Dissertazione di Dottorato in Economia Politica, VI ciclo, mimeo, 1994, p. 5 e ss.*

⁴ SAMUELSON P.A., The effect of interest rate increases on the banking system, in *The American Economic Review*, 1945, p. 14 e ss.

Minsky⁵ hanno tradizionalmente distinto gli agenti economici in diverse categorie in funzione proprio dell'equilibrio finanziario andando ad isolare coloro i quali presentano quasi costantemente una posizione coperta, ovvero dei flussi in entrata che eccedono i flussi in uscita in ogni istante temporale, coloro che assumono una posizione speculativa e che quindi hanno delle entrate previste future superiore alle uscite⁶. A questi due gruppi si sommano poi le posizioni ultraspeculative mantenute da quei soggetti che oltre ad essere in posizione speculativa, in certe scadenze devono prendere a prestito anche per poter far fronte al flusso di interessi sulle passività⁷. In effetti, la struttura finanziaria di una economia si colloca nella scala solidità – fragilità proprio in funzione della combinazione delle diverse posizioni finanziarie coperte, speculative ed ultraspeculative. Maggiore è l'incidenza delle posizioni speculative tanto più variazioni dei tassi di interesse possono compromettere la solvibilità degli stessi operatori e quindi portare a delle crisi finanziarie⁸.

Indipendentemente dalla considerazioni esposte poc'anzi, molto più vicine alle dinamiche tipiche degli intermediari finanziari, si può affermare che le imprese - siano esse intermediari finanziari o imprese attive nel mercato dei beni o dei servizi - sono soggette a determinati vincoli finanziari. La necessità di avere risorse a disposizione è un problema ed anche una risorsa per le attività produttive in quanto utile per garantire un equilibrio idoneo a fronteggiare le

⁵ MINSKY H.P., Finance and Profits. The Changing Nature of American Business Cycles, in *Business cycle and public policy*, 1990, p. 258 e ss.

⁶ CIOLI V., *Struttura finanziaria e valore. Antologia e strumenti di pianificazione finanziaria*, Franco Angeli, Milano, 2010.

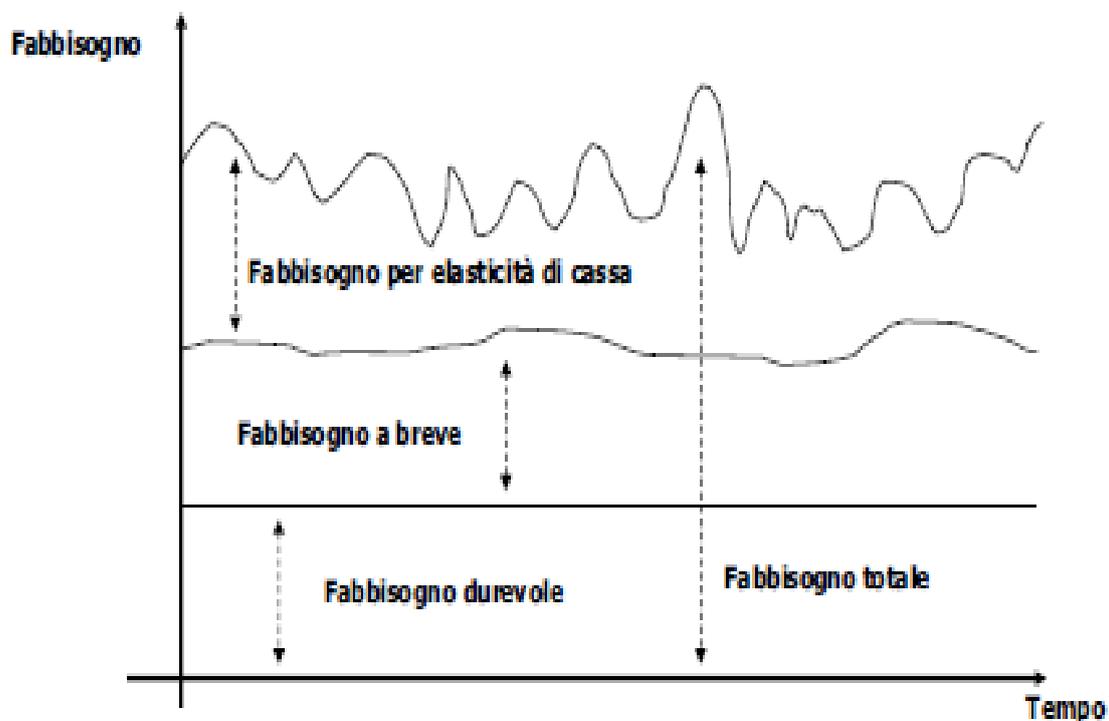
⁷ BRUNETTI G, *Le decisioni finanziarie nell'economia d'impresa*, Milano, Franco Angeli, 1978.

⁸ JENSEN, M. E MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, 1976, pp. 305-360.

uscite in un determinato periodo di tempo. Occorre, infatti, ricordare che le risorse finanziarie sono spesso scarse e molto onerose.

Lo stesso fabbisogno finanziario è da considerare una entità che prende forma dalla tipica attività svolta da una determinata impresa e varia la sua composizione a seconda di momenti storici che attraversa l'azienda e alle scelte strategiche. E' chiaro che il fabbisogno finanziario è da considerare ancorato ad esigenze che possiamo definire di cassa per poi cambiare in relazione alle decisioni strategiche a breve e a lungo periodo⁹. Il suo ammontare totale è dato dalla somma delle singole necessità finanziarie ma la sua composizione è decisamente varia, ancorata all'elemento temporale ed all'associazione della strategia d'impresa all'elemento temporale. Il grafico n. 1 rappresenta la composizione del fabbisogno finanziario.

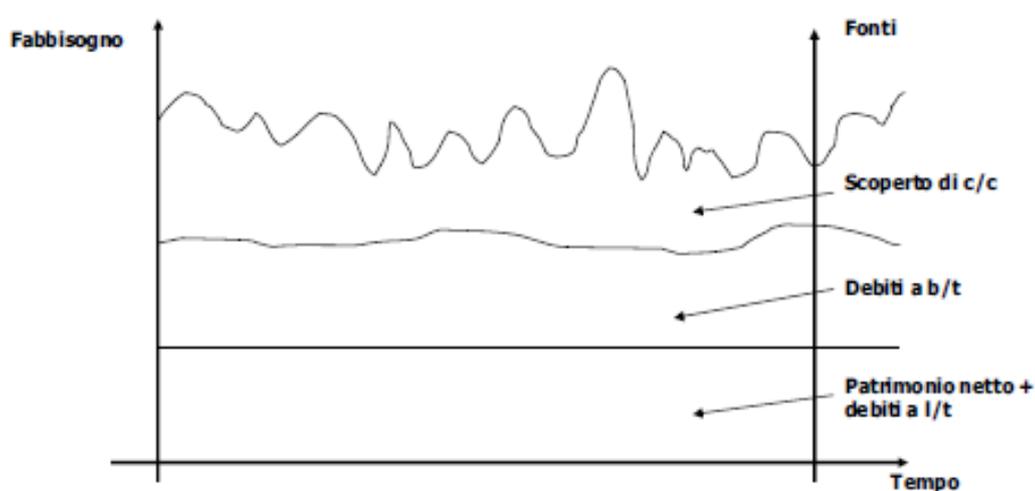
Grafico 1. Fabbisogno finanziario (Nostra elaborazione, fonte: Sinergie 2013)



⁹ GALEOTTI M. , Gerarchie Fiscali e Finanziarie nel Finanziamento delle imprese: una breve rassegna, *Notiziario Economico Bresciano*, vol. 1, n. 1, 1991 pp. 16-24.

Come vedremo nel corso del presente lavoro la copertura del fabbisogno finanziario può adottare strumenti che possiamo definire *diversi*. In particolare gli strumenti finanziari dovrebbero essere utilizzati in collegamento diretto con tempistiche e caratteristiche tipiche del bisogno di risorse. Le necessità di cassa e quindi la liquidità a breve dovrebbe, in effetti, essere soddisfatta solamente con degli accordi con le banche per aperture in conto corrente e/o anticipi s.b.f., tali da permettere la disponibilità di risorse a brevissimo termine utili per adempiere alle necessità gestionali. Progetti di espansione o di sviluppo come del resto potrebbe accadere nel caso dell'acquisto di un capannone industriale non possono essere certamente soddisfatte attraverso la cassa o comunque apertura di conto corrente. La scelta deve ricadere su finanziamenti a medio lungo termine. Con tale tipologia di riflessione si intuisce come la struttura finanziaria, la sua gestione e nello stesso tempo la composizione è da considerare *funzione* delle esigenze dell'impresa stessa¹⁰.

Grafico 2. Strumenti per soddisfare il fabbisogno finanziario (Nostra elaborazione, fonte: Sinergie 2013)



¹⁰ BUTT, B.; HUNJRA, A.; AND REHMAN, K.. Financial Management Practices and Their Impact on Organizational Financial Management Challenges In Small and Medium-Sized Enterprises: A Strategic Management Approach Performance. World Applied Sciences Journal, 9(9), 2010 997-1002.

Se l'evidenza empirica restituisce questo genere di risultati è da un punto di visto teorico che è necessario approfondire, rispetto alla strutturazione dell'assetto finanziario, i diversi approcci che nel corso degli anni hanno caratterizzato lo studio della dinamica finanziaria. In particolare l'obiettivo sia degli studi che della gestione aziendale è sempre stata quella di individuare un livello di bilanciamento ottimale tra risorse interne e risorse esterne, oltre a capire con quali modalità e tempistiche si possono, invece, andare a determinare le caratteristiche delle scelte di finanziamento. Occorre a tal proposito sottolineare come, alla stregua di quanto avviene negli studi riguardanti le scelte strategiche di produzione e commercializzazione, difficilmente si possono elaborare delle teorie che rendano la struttura finanziaria un concetto che possiamo definire stereotipato e quindi applicabile in modo schematico a diversi contesti. Appare, infatti, ovvio sottolineare che malgrado esistano delle precise teorie il baricentro finanziario di qualsivoglia impresa è da definire in base alla specifica attività svolta, le risorse possedute e il mercato di riferimento¹¹.

Tuttavia esistono dei principi che si collocano alla base di qualsivoglia decisione e scelta di tipo finanziario e quindi orientano i decisori nell'assumere determinate decisioni in contesti che possiamo definire simili. Si posso distinguere a tal proposito i filoni di pensiero più classici secondo i quali è possibile individuare un livello di indebitamento ottimo che permette di aumentare il valore dell'impresa. Un punto di riferimento è poi sempre stato il teorema di Modigliani e Miller secondo cui, invece, non è possibile aumentare il valore dell'impresa attraverso l'indebitamento e perciò qualsiasi scelta di struttura finanziaria è irrilevante ai fini del valore finale dell'impresa. Diverse sono poi le conclusioni che si desumono dall'applicazione della teoria dell'agenzia che individua il debito come un meccanismo disciplinare

¹¹ PETERSEN M., RAJAN R.G., «The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationship», *Quarterly Journal of Economics*, 110, 1995.

rilevantissimo nei confronti del manager che anzi vedrebbero ridotte le discrasie tra proprietà e management¹². Di tale tipologia di riflessioni ci occuperemo nel dettaglio nel corso del presente lavoro. Per ora basta precisare, a livello introduttivo, le considerazioni classiche e più intuitive. Tra queste, certamente, la teoria di Graham, chiamata classica in quanto basa la sua validità sul concetto di leva finanziaria. Con la leva finanziaria è possibile aumentare il valore dell'impresa. Esse giustificavano le loro tesi partendo dalla semplice osservazione del costo medio ponderato del capitale (WACC) attraverso cui è possibile calcolare il valore dell'impresa:

$$1 - WACC = K_e x \left(\frac{S}{S+B}\right) + K_d X \left(\frac{B}{S+B}\right)$$

Dove B rappresenta il debito proprio ed S il capitale proprio mentre Ke e Kd rispettivamente il costo del capitale proprio e del capitale di terzi. Secondo i tradizionalisti per bassi livelli di indebitamento gli azionisti non percepiscono l'aumento di rischio, di conseguenza, come è facilmente intuibile dalla formula del WACC, se il peso del debito aumenta e il rendimento richiesto dagli azionisti resta invariato il WACC diminuisce e il valore dell'impresa aumenta. Certificata l'importanza della struttura finanziaria e della sua influenza sul valore dell'impresa attraverso il debito, molti studiosi hanno cercato di andare a calcolare, utilizzando diverse assunzioni la struttura finanziaria ottimale. L'approccio comune a tutte quante le costruzioni teoriche ha visto l'individuazione delle variabili che si vogliono studiare e il segno atteso del legame col *leverage* determinato dalla o dalle teorie da cui la determinante è supposta, dopodiché si passa all'analisi dei risultati empirici a supporto o in contrasto del segno atteso.

¹² CIOLI V., Struttura finanziaria e valore. Antologia e strumenti di pianificazione finanziaria, Franco Angeli, Milano, 2010.

1.2. L'individuazione delle fonti di finanziamento e la loro rilevanza per la visione strategica dell'impresa.

Le fonti di finanziamento sulle quali costruire la struttura finanziaria e con essa l'operatività stessa di una determinata impresa non sono tutte uguali. Tale concetto risulta essere decisamente intuibile, ma il significato di questa affermazione è di cruciale importanza. Ciascuna entità produttiva deve pensare alla struttura finanziaria come ad un elemento da plasmare a seconda delle esigenze e degli obiettivi dell'impresa stessa. Le fonti di finanziamento, del resto, variano non solo per entità e flussi ma anche per le caratteristiche intrinseche in esse riscontrabili¹³. Ci riferiamo sicuramente al costo del capitale che viene utilizzato, ai relativi piani di rimborso ed al loro ammontare: in poche parole, alla tipologia di risorsa che entra a far parte della dinamica aziendale¹⁴.

Un primo parametro potrebbe essere rappresentato dal periodo di rimborso o meglio dal piano di restituzione di determinate fonti. Utilizzare risorse finanziarie esterne all'azienda che prevedono dei piani di rimborso che non coincidono e non sono compatibili con i flussi finanziari che genera una determinata attività imprenditoriale conduce certamente a disequilibri, molto pericolosi che possono sbilanciare in modo critico la struttura finanziaria dell'impresa. Allo stesso modo avere accesso a fonti di finanziamento in un contesto di difficile remuneratività potrebbe minare alla base la redditività, stessa dell'azienda e quindi portare al disequilibrio. La scelta della struttura finanziaria deve essere, quindi, funzionale anche a sostenere la pianificazione aziendale e ridurre l'esposizione ovvero il rischio finanziario, che è presente,

¹³ AGAPTSOV, S.A.. Financial control as an element of an effective management cycle. Public Service: Popular Science Journal, 1(87), 2014, pp. 34-36.

¹⁴ GIANNOLA A., SARNO D., «Strutture finanziarie, vincoli di liquidità, performance e crescita delle imprese. Un'analisi territoriale», in Bagella M. (a cura di), Finanza e crescita. Quali vincoli, quali rischi?, Il Mulino, Bologna, 2004.

in termini indissolubilmente caratterizzanti, all'interno di qualsiasi attività, dinamica economica. D'altronde, il termine rischio - *nel mondo finanziario e imprenditoriale* - è rappresentativo di un concetto senza il quale ogni tipo di riflessione, pianificazione o azione sul mercato non potrebbe esistere. In un articolo del 1937, Kalecki sostiene che il limite fondamentale all'espansione di ogni impresa è rappresentato dall'ammontare del capitale proprio. Ciò avviene essenzialmente per due motivi: il primo è dato dal fatto che quanto più grande è l'investimento di un imprenditore tanto maggiore sarà la sua esposizione patrimoniale nel caso in cui il progetto non sia profittevole; il secondo è dato dal pericolo di «illiquidità». Kalecki a proposito afferma: «La vendita di un bene così specifico come una fabbrica è quasi sempre accompagnata da perdite. Così l'ammontare investito k deve venir considerato come un elemento patrimoniale completamente illiquido in caso di necessità improvvisa di capitale»¹⁵.

E' altresì intuibile che il mondo degli affari deve tenere in considerazione il rischio come elemento fondamentale e caratterizzante. Del resto qualsiasi rendimento, profitto o azione economica, in quanto tali, non potrebbero essere privi di una componente di rischio. Nel mondo dell'intermediazione finanziaria sia se considerata come attività economica, sia se vista come attività di scambio ad opera del singolo investitore, il rischio caratterizza sempre gli scambi¹⁶.

E' comunque opportuno sottolineare che i rischi dell'attività finanziaria sono anche del (*ed estesi al*) mercato, vista la velocità di propagazione degli shock all'interno del mercato dei capitali e quindi in grado di minare la stabilità finanziaria di interi sistemi economici. In sostanza il principio del rischio

¹⁵ KALECKI M., The Principle of Increasing Risk, *Economica*, vol. 4., n. 2, pp. 440-447; tradotto in Chilosi A. (a cura di) (1979), *Kalecki*, Bologna, Il Mulino, 1937 pp. 92-102.

¹⁶ MANSI S. A., REEB D. M., "Corporate International Activity and Debt Financing", *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, No. 1, 2002, pag. 129-147.

crescente afferma che la disponibilità dell'imprenditore a diventare illiquido, cioè a «cristallizzare» risorse finanziarie in capitale fisso, diminuisce al crescere dell'ammontare stesso investito. L'investimento è quindi influenzato anche dalle risorse interne, essenzialmente utili non distribuiti più ammortamento¹⁷.

La scelta della struttura finanziaria per una determinata impresa dipende in modo diretto da una serie di fattori, compresi quelli legati all'attività finanziaria e quindi alla stabilità sistemica del mercato. Tuttavia la singola impresa cerca fonti di finanziamento nel momento in cui deve finanziare delle precise scelte in termini di investimento e di alienazione, per mantenere il livello delle scorte, avere la possibilità di consentire ai clienti di dilazionare i pagamenti e per mantenere un determinato livello di liquidità da destinare al supporto dell'attività aziendale. La scelta delle fonti di finanziamento presuppone, quindi, una individuazione precisa del tipo di necessità da soddisfare. Il capitale proprio, ad esempio, è una fonte di finanziamento che possiamo considerare strutturale e quindi a lunghissima scadenza. L'autofinanziamento è, alla stregua del capitale proprio, una fonte in grado di soddisfare il fabbisogno finanziario in modo strutturale. Il finanziamento dei soci è una fonte che possiamo definire occasionale e da programmare per un orizzonte temporale medio, alla stregua di un mutuo bancario che seppur considerato una risorsa straordinaria caratterizza comunque l'impresa per un lungo periodo di tempo. A queste si possono sommare le risorse a breve termine come per esempio quelle associate alla cessione dei crediti. Le decisioni sulla struttura finanziaria risentono anche dell'andamento del

¹⁷ BUTT, B.; HUNJRA, A.; AND REHMAN, K.. Financial Management Practices and Their Impact on Organizational Financial Management Challenges In Small and Medium-Sized Enterprises: A Strategic Management Approach Performance. World Applied Sciences Journal, 9(9), 2010, pp. 997-1002.

mercato finanziario, infatti, nello scegliere il modo migliore per finanziarsi le imprese tengono conto delle condizioni favorevoli o meno sia dei mercati azionari sia dei mercati del debito, in modo da effettuare la scelta più efficiente. L'individuazione delle risorse finanziarie deve essere nei fatti collegata alle necessità delle imprese e quindi la scelta deve essere il frutto di una visione sistemica dell'azienda stessa.

La strategia, del resto, dipende in modo diretto dalle risorse in termini di fonti presenti all'interno della dinamica aziendale o reperibili all'esterno. La scelta di attuare una strategia di crescita all'interno di mercati contigui o lontani attraverso delle operazioni straordinarie di acquisizione, ad esempio, deriva dal fatto che essa porta l'impresa a ottenere alcuni benefici sia economici che finanziari che possono essere individuati facilmente nella teoria del *coinsurance effect* e nella teoria dei *costi di transazione*; infatti, secondo queste due teorie l'impresa è in grado di sfruttare alcune sinergie che le permettono sia di ottenere delle prestazioni migliori sia di aumentare la propria capacità di *leverage* in modo da sfruttare appieno i vantaggi derivanti dallo scudo fiscale del debito.

Ovviamente l'attuazione di una strategia di produzione non comporta soltanto dei vantaggi, ma costringe l'impresa a sostenere anche dei costi che sono rappresentati principalmente dai costi di *agenzia*, di conseguenza l'impresa dovrà confrontare i benefici che può ottenere dalla strategia di diversificazione di produzione con i costi che dovrà sostenere e se i primi supereranno i secondi allora converrà diversificare la propria produzione. In particolare autorevoli studiosi¹⁸ hanno storicamente sostenuto che solamente l'allontanamento dal mercato perfetto dei capitali, quindi, attraverso la

¹⁸ MANSI S. A., REEB D. M., "Corporate International Activity and Debt Financing", *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, No. 1, 2002, pag. 129-147.

considerazione dell'asimmetria nell'informazione tra manager (o imprenditori) e finanziatori a vario titolo, può avvalorare la tesi della rilevanza della struttura finanziaria e il sorgere di vincoli finanziari sotto forma di razionamento del credito e/o di razionamento azionario. Tra queste due forme di razionamento, vi sono poi delle strette analogie; nel caso di razionamento nelle emissioni azionarie, infatti, l'impresa incontrando dei limiti nella raccolta di fondi esterni dovrà ridurre i propri investimenti e non sarà, ancora una volta, in grado di diversificare il proprio rischio.

Inoltre l'informazione non omogenea tra debitori e creditori spiega come il costo per il finanziamento esterno possa differire dal costo opportunità per il finanziamento interno e come il primo possa essere funzione inversa del livello di *internal cash-flow* dell'impresa.

1.3. Le diverse strategie adottate dalle moderne imprese per perseguire il vantaggio competitivo: la ricerca di innovazione gestionale e finanziaria.

La variabilità sistemica, alla quale le imprese attive sui mercati soprattutto transnazionali hanno dovuto adattarsi, ha imposto il rinnovamento continuo dei paradigmi alla base delle decisioni strategiche e della gestione operativa. In alcuni casi e seguendo determinati filoni teorici¹⁹ si può affermare che le moderne imprese da un approccio volto a fronteggiare la variabilità del contesto competitivo siano progressivamente passate a sfruttare proprio i cambiamenti per generale valore e vantaggio competitivo. Tale tipologia di riflessione, se collocata in ambito finanziario, porta direttamente a sostenere che se una azienda ricerca nuove opportunità di sviluppo e crescita anche in mercati che possiamo definire contigui e

¹⁹ VENANZI D., "La scelta della struttura finanziaria: Teoria ed evidenza empirica", UTET Università, Torino, Italia, 1999, p. 147 e ss.

diversi da quelli tradizionalmente battuti per generare profitto, anche la funzione finanziaria ha dovuto nel corso del tempo prepararsi a sostenere i cambiamenti repentini che per scelta o imposizione del mercato le realtà produttive hanno dovuto sostenere. In effetti, come accennato nel corso del primo paragrafo del presente capitolo, se le teorie classiche basate sul *leverage* o, come vedremo, le riflessioni di Modigliani e Miller si basavano su concetti abbastanza definiti, attualmente il tentativo di dare una soluzione teorica univoca sul ruolo della struttura finanziaria delle imprese ha stimolato diverse analisi sviluppatesi in tutto il mondo. Fin dal lavoro iniziale di Fazzari, Hubbard e Petersen (Fazzari et al., 1988)²⁰, la ricerca empirica si è indirizzata verso la verifica della presenza di una correlazione positiva tra la crescita e le condizioni di liquidità complessiva dell'impresa. I numerosi studi effettuati con questo scopo hanno tentato di testare la significatività di questa relazione, stimando una funzione degli investimenti, nella quale sono incluse anche variabili rappresentative della struttura finanziaria. Ad esempio la relazione positiva tra gli investimenti e il cash flow dell'impresa è stata interpretata come prova dell'esistenza di vincoli finanziari o, alternativamente, di buone opportunità d'investimento. Vi sono attualmente sia a livello prettamente strategico che finanziario²¹ numerosi motivi che portano a ritenere che l'intensità con cui questo legame tra crescita e finanza interna si manifesta nelle imprese di dimensione minore sia più forte.

Da un lato, infatti, le condizioni di opacità informativa che caratterizzano il rapporto dell'impresa con i mercati del credito rendono più difficile l'accesso e l'approvvigionamento di risorse finanziarie da fonti bancarie. Questo fa sì

²⁰ BURGMAN T. A., "An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure", *Journal of International Business Studies*, Vol. 27, No. 3, 1996, pag. 553-570.

²¹ SALTARI E., «Struttura finanziaria e decisioni di investimento. Una rassegna critica del lavoro teorico ed empirico», in Bagella M. (a cura di), *Finanza e crescita. Quali vincoli, quali rischi?*, Il Mulino, Bologna, 2004.

che il cuneo nel costo d'uso delle risorse esterne ed interne diventi più ampio per cui risulta più conveniente utilizzare la finanza interna come fonte prioritaria di finanziamento dell'impresa. Dall'altro lato, trattandosi nella stragrande maggioranza dei casi di imprese in cui proprietà e management in larga parte si sovrappongono, l'effetto di diluizione della proprietà, che accompagnerebbe l'emissione di equity, scoraggia fortemente l'utilizzo di questo ulteriore canale di finanziamento. Prescindendo da tale particolare riflessione si può affermare che la flessibilità che caratterizza le decisioni di investimento, data l'incertezza del mercato è modellizzata con una opzione il cui valore comprende il valore attuale netto del progetto più il valore delle possibili scelte che le imprese possono essere chiamate a fare in condizioni contingenti per far fronte al rischio connesso al contesto competitivo²². Diversi studi²³ sostengono, infatti, che quando l'impresa si trova di fronte alla possibilità di subire limitazioni ai propri profitti a seguito di un minore riconoscimento dei costi sostenuti da parte del mercato, una maggiore incertezza circa le future condizioni economiche che influenzano il valore del progetto può portare ad un minore valore del progetto stesso. Sempre nel tentativo di legare la scelta strategica alla pianificazione finanziaria si può affermare che preciso compito della funzione finanziaria è quello di valutare un investimento sia in chiave prettamente legata alle risorse che in termini di profittabilità complessiva. Valutando dalle due prospettive ci si accorge come prima che l'investimento abbia luogo, l'incentivo ad investire cresce in funzione della quota dei costi recuperabili a seguito dell'eventuale abbandono del progetto. Quando il progetto di investimento è già in fase di realizzazione, un maggiore valore di tale quota può a seconda dei casi

²² SAU L., *Struttura finanziaria, asimmetria informativa e la teoria dell'investimento di HP Minsky*, *Eco Pol*, 1999, III, 1145 e ss.

²³ MANSI S. A., REEB D. M., *"Corporate International Activity and Debt Financing"*, *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, No. 1, 2002, pag. 129-147.

aumentare o ridurre l'incentivo ad abbandonare il progetto prima del suo completamento²⁴. Del resto nel momento in cui l'impresa deve rifinanziarsi, perché ha un immediato bisogno di liquidità, essa peggiora la sua struttura finanziaria perché genera un *out-flow* di risorse.

L'emissione di nuove azioni potrebbe scongiurare questa eventualità (poiché non determina un impegno futuro di pagamento) essa tuttavia, da un lato fa sorgere il problema della diluizione del capitale nei confronti dei vecchi azionisti e, dall'altro, può provocare una caduta del loro valore di mercato, a ragione del *signalling effect* negativo²⁵.

Occorre poi ricordare che tradizionalmente i diversi filoni di studio legati alle analisi delle dinamiche evolutive, alla base dell'attività delle imprese, prendono come riferimento empirico le grandi imprese, ma considerato che la maggior parte delle imprese europee sono di piccole e medie dimensioni, diventa fondamentale capire come le conclusioni teoriche alle quali giungono le molteplici speculazioni scientifiche, possano trovare riscontro nella realtà economica. In particolare il moderno contesto di mercato impone alle imprese di cercare una flessibilità a livello organizzativo, produttivo e commerciale che mette a dura prova gli assetti della struttura finanziaria. Se, come precisato poc'anzi, la struttura finanziaria risulta essere particolarmente difficile da assestare in base alle esigenze dell'impresa, tale tipologia di funzione diventa molto difficile da pianificare se il contesto competitivo varia in continuazione e le imprese hanno fatto della variabilità sistemica un punto fondamentale della pianificazione strategica.

Con ciò si vuole affermare che se essenziale per la funzione finanziaria è sicuramente quello di ponderare le esigenze finanziarie in base al tempo ed

²⁴ Ibidem, p. 130 e ss.

²⁵ OLINER S., RUDEBUSCH G., Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment», Review of Economics and Statistics, 74, 1992

alla strategia, tale tipologia di compito si complica nel momento in cui la dinamica competitiva spinge per il cambiamento e propone, anzi impone, modificazioni continue per assecondare il mercato. Gli anni della crisi economica, in realtà non ancora passata ed in procinto di aggravarsi ancora, hanno stressato la funzione finanziaria delle imprese per la scarsità di risorse disponibili (*ovvero per la gravosità delle condizioni per avere credito*) e per i punti critici che la regolazione del mercato finanziario e gli eventi nefasti iniziati nel 2008 negli Stati Uniti d'America hanno fatto emergere. Ad esempio, Lyon e Mayo (2005)²⁶ studiando il settore elettrico statunitense tra il 1970 ed il 1991 verificano empiricamente l'effetto dell'incertezza circa il comportamento del regolatore sulle decisioni di investimento delle imprese. L'analisi empirica conferma che le imprese soggette a limitazioni per quanto concerne le quote recuperabili dei costi di investimento (*cost disallowance*) riducono sensibilmente i propri investimenti.

Tuttavia, i risultati mostrano anche che quando le scelte del regolatore sono essenzialmente una «punizione» del *bad managerial judgement* (in pratica *over investment*), allora le restrizioni su alcune imprese hanno un effetto positivo sulla propensione ad investire delle altre imprese, suggerendo che in definitiva, le restrizioni imposte dal regolatore sono più una forma di punizione per le scelte sbagliate delle imprese che un comportamento opportunistico. La difficoltà nella gestione delle imprese industriali, per questo, è motivo, elemento di insicurezza nel cammino di crescita intrapreso dalle imprese. L'irrelevanza della struttura finanziaria postulata da Modigliani e Miller è valida se sono verificate determinate assunzioni tra le quali l'inesistenza della tassazione del reddito d'impresa, condizione quest'ultima decisamente irrealizzabile. Al contrario risulta fondamentale

²⁶ LYON, T. E MAYO, J., Regulatory opportunism and investment behavior: evidence from the U.S. electric utility industry, in *Rand Journal of Economics*, n. 36, pp. 628-644.

l'importanza della tassazione dei redditi che introduce, nel momento in cui si pianifica l'assetto finanziario di un'impresa, la convenienza relativa per il finanziamento in debito, a causa della deducibilità degli interessi passivi nella definizione dell'imponibile. Nel nostro Paese le aliquote attualmente in vigore, comportano una influenza notevole della tassazione sui comportamenti imprenditoriali. L'influenza della tassazione si fa pressante anche nel momento in cui gli intermediari portatori di capitale di rischio contribuiscono a sostenere lo sviluppo. Questi soggetti sono chiaramente attratti dall'investimento se esiste la possibilità di realizzare una plusvalenza, che viste le tendenze dei mercati finanziari attuali, dovrebbe giungere rapidamente²⁷. Se diventa quindi di primaria importanza guardare alla concretizzazione di scelte più coerenti possibili delle forme di finanziamento in relazione alle esigenze imprenditoriali, occorre tenere presente che un'impresa per crescere ha bisogno di investire in capitale circolante, impianti, attrezzature, nuovi prodotti e così via. La pianificazione finanziaria è lo strumento da utilizzare per comprendere le implicazioni dei loro *business plan* e studiare le conseguenze di strategie finanziarie alternative²⁸.

Si può stabilire, nel tentativo di razionalizzare l'approccio alle diverse forme di finanziamento, una gerarchia degli strumenti finanziari in base al costo dei medesimi e la messa in atto di un progetto può risultare o meno conveniente a seconda del tipo di strumento con cui viene finanziata. Poiché al vertice di questa gerarchia troviamo l'autofinanziamento che, senza ombra di dubbio, risulta essere il metodo meno costoso con cui le imprese si procurano i fondi è lecito concludere che la domanda di investimenti sarà tanto più elevata,

²⁷ WESTHEAD P., STOREY D.J., «Financial Constraints on the Growth of High Technology Small Firms in the United Kingdom», *Applied Financial Economy*, 7, 1997.

²⁸ SAPIENZA P., 1997, Le scelte di finanziamento delle imprese italiane, in Angeloni I., Conti V., Passacantando F. a cura di *Le banche e il finanziamento delle imprese*, Il Mulino, Roma.

tanto più alti saranno i profitti delle imprese²⁹. Tale fenomeno è particolarmente pronunciato per le piccole e medie imprese per le quali i costi di finanziamento, con fondi esterni anziché interni, sono più elevati che per altre.

In Italia, le piccole imprese si finanziano all'esterno quasi esclusivamente con prestiti bancari a breve termine. A livello microeconomico, la situazione ha delle ripercussioni di varia natura sull'entità e sulla qualità, a basso contenuto innovativo, degli investimenti effettuati dalle piccole imprese sul grado di rischi di quest'ultime e, quindi, sulla solvibilità delle componenti del sistema bancario che con esse presentano più stretti legami, sulle loro possibilità di crescita e così via. La scarsa tendenza alla pianificazione qualitativa e quantitativa testimoniata dalla presenza di elevate esposizioni debitorie a breve termine delle piccole imprese hanno implicazioni anche a livello macroeconomico, in particolare nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Manovre restrittive tenderanno a riflettersi prevalentemente sulle piccole e medie imprese per due principali ragioni. Da un lato l'aumento dei tassi di mercato e, quindi, dei tassi bancari a breve termine si traduce in una crescita particolarmente elevata degli oneri finanziari a loro carico, mettendo in serio pericolo la solvibilità delle stesse; dall'altro la minore propensione delle banche a erogare fondi, che si verifica in una fase restrittiva, tende a ripercuotersi in misura più marcata sulle piccole imprese, per le quali è più costoso sostituire prestiti bancari con altre forme di finanziamento³⁰.

²⁹ CIOLI V., *Struttura finanziaria e valore. Antologia e strumenti di pianificazione finanziaria*, Franco Angeli, Milano, 2010.

³⁰ BUTT, B.; HUNJRA, A.; AND REHMAN, K.. *Financial Management Practices and Their Impact on Organizational Financial Management Challenges In Small and Medium-Sized Enterprises: A Strategic Management Approach Performance*. *World Applied Sciences Journal*, 9(9), 2010, pp. 997-1002.

Questo tipo di problemi di natura microeconomica e macroeconomica influenzano non poco la dinamica di scelta delle forme di finanziamento più adeguate e inducono a pianificare modalità di azione in grado di portare un miglioramento complessivo del *leverage* e ad una riduzione dell'esposizione delle piccole imprese al ciclo monetario.

CAPITOLO SECONDO

La funzione finanziaria e la sua rilevanza all'interno delle funzioni manageriali: la gestione del fattore capitale.

2.1. La gestione del fattore capitale: considerazioni generali sul ruolo svolto dalla funzione finanziaria e suo mutamento nel corso degli anni.

Come già indicato nel corso del presente lavoro ed agevolmente intuibile, le risorse finanziarie rappresentano la linfa vitale di qualsiasi tipologia di impresa. Con riferimento alle società, occorre dire che proprio le risorse finanziarie rappresentano l'elemento costitutivo della personalità giuridica. Lo stesso principio non si applica alle società di persone, ma nei fatti una azienda è comunque sempre rappresentata dalla sua strategia, dall'idea imprenditoriale, dai suoi punti di forza e dalle risorse finanziarie, ovvero dalle fonti di finanziamento. Questa apertura e piccola premessa anche su tematiche di natura giuridica poco ha a che fare con l'analisi da condurre, ma è strumentale a sottolineare come la funzione finanziaria rappresenti un nodo cruciale nella gestione dell'impresa. La condizione, la vincola, la sostiene in modo costante. La crescita, del resto, sia essa interna o esterna, deve essere considerata un'azione connessa, legata direttamente alle risorse finanziarie disponibili e utilizzabili. A livello interno è la struttura finanziaria a validare le scelte strategiche in una relazione che possiamo definire di causa - effetto; del resto, senza le risorse, investimenti non se ne possono attuare, così come scegliendo la via delle operazioni straordinarie – *ancor di più* – la gestione finanziaria deve essere in grado di fornire quei flussi idonei a realizzarle.

Nel corso degli anni il ruolo della funzione finanziaria all'interno delle imprese deve essere considerato in termini di continua evoluzione. Questo perché se in passato le stesse imprese si concentravano attraverso strategie che possiamo definire poco flessibili sull'ottimizzazione della produzione e

quindi nella riduzione dei costi di produzione, anche attraverso strategie di internazionalizzazione, attualmente il contesto competitivo risulta essere totalmente cambiato.

Con questo si vuole affermare che le imprese agiscono sempre di più secondo logiche che possiamo definire orientate ad una diversificazione delle proprie attività e da ultimo in una espansione che parte della letteratura aziendalistica³¹ definisce *convergente*.

La funzione finanziaria, quindi, si trova coinvolta in processi strategici molto complessi, all'interno dei quali gli obiettivi finali non sono spesso legati all'ottimizzazione dei costi in funzione di maggiori profitti, ma a realizzare complesse strategie di ingresso all'interno di mercati diversi o in settori nuovi. Si pensi alle complesse valutazioni che la struttura finanziaria del Gruppo multinazionale Lvmh ha dovuto compiere e compie, all'interno di una strategia di crescita basata su un vero e proprio shopping di aziende concorrenti ed attive nel settore del lusso (*oggi il portafoglio del Gruppo vanta più di 60 brand, tra cui notissimi marchi italiani e americani della moda*). Una funzione finanziaria impegnata a gestire una enorme quantità di risorse finanziarie liquide artefici, in una logica che possiamo definire di causa-effetto, di una pianificazione strategica volta alla crescita esterna e all'acquisizione rapida di vantaggio competitivo. Un esempio lampante delle caratteristiche aperte della funzione finanziaria in grado di *supportare* ovvero di indirizzare in modo coerente alle proprie finalità la pianificazione strategica e quindi ad influenzare le prerogative dell'azienda stessa. Occorre dire che una ulteriore tendenza, guardiamo al Gruppo FC Auto, è quella di una gestione finanziaria quasi in autonomia rispetto alle scelte aziendali.

³¹ QUINTILIANI A., Strumenti di analisi e pianificazione finanziaria per le piccole e medie imprese, Aracne, 2009, p. 741 e ss.

In tale prospettiva la funzione finanziaria rappresenta un *centro di profitto* che possiamo definire a se stante e questa funzione dell'impresa con evidenti strategie autonome che possono condurre ad una gestione che possiamo definire, in taluni casi anche *speculativa* ³².

In generale, comunque, **la struttura finanziaria (ovvero la gestione della stessa) svolge la cruciale funzione di programmare gli investimenti e quindi tendenzialmente lontana dalla gestione speculativa delle risorse ma orientata a scegliere le fonti di finanziamento e programmare gli investimenti nell'ottica della conservazione del valore.** In particolare una adeguata ed efficiente gestione finanziaria è quella che può essere inquadrata sotto diversi profili: un profilo di natura *strategica* che si riferisce alla programmazione di lungo periodo degli investimenti e della loro copertura e un profilo che possiamo definire *tattico/operativo* relativo alla gestione e controllo delle decisioni che vengono prese nel lungo e nel breve periodo.

La gestione finanziaria ha, quindi, una natura strategica nel momento in cui si concentra sulla raccolta dei fondi e nell'ottimizzazione degli investimenti. Ha poi degli imprescindibili risvolti operativi nel momento in cui ci si riferisce all'attuazione delle decisioni e al controllo delle azioni.

L'ottimizzazione degli investimenti risponde ad una logica molto intuitiva. Gli investimenti orientati a massimizzare i profitti attraverso il potenziamento della capacità produttiva o l'acquisizione di altre aziende devono essere ottimizzati in merito al fattore temporale e soprattutto da un punto di vista di rientro delle risorse investite. La struttura finanziaria dell'impresa risentirebbe in termini decisamente negativi, nel momento in cui si attuerebbero degli investimenti con un tempo di recupero degli stessi molto lungo o con flussi finanziari che non sono in grado di mantenere

³² WELCH I., Capital structure and stock returns. Journal of Political Economy 112, 2004, p. 106-132.

stabile il baricentro finanziario dell'impresa stessa. Ottimali sono quelle scelte che non espongono una determinata impresa a rischi finanziari ragionevolmente non sostenibili in termini di oscillazioni di mercato e costi dei capitali, compatibilmente con i flussi di rientro delle risorse. Fare degli investimenti che prevedono l'esborso di ingenti somme di danaro comporta una esposizione ai rischi tipici sia del mercato finanziario sia del settore all'interno del quale si effettua un determinato investimento.

Una ottimizzazione degli investimenti comporta chiaramente il calcolo e il tentativo di prevedere determinati rischi. Ottimizzare con ottica strategica gli investimenti significa pianificare le uscite, ponderare le possibili entrate e fondere con le esigenze di finanziamento anche la pianificazione e gestione delle entrate in modo da non provocare degli stress o magari gettare l'azienda in situazioni caratterizzate da scarse risorse finanziarie.

Connessa a tale funzione è quella di ottimizzazione dei fondi e quindi scegliere le risorse più adatte all'azienda stessa in termini di scadenze e tipologie di flussi. Abbiamo accennato anche nel primo capitolo che le risorse finanziarie devono essere prese in considerazione in funzione diretta delle proprie esigenze di finanziamento.

Non tutte le risorse finanziarie disponibili sul mercato sono da considerare adeguate a finanziare i progetti di investimento di una impresa. Rilevanti sono i tassi e le condizioni di rimborso che le caratterizzano, che devono essere compatibili con i flussi in entrata. Non solo risorse disponibili, ma risorse anche compatibili con la propria esigenza e, al tempo stesso, possibilità di finanziamento.

La scelta e la progettazione del finanziamento è sicuramente da considerare cruciale all'interno della dinamica aziendale e funzione prioritaria della funzione finanziaria.

Quest'ultima, di certo, non si caratterizza solamente per l'aspetto strategico, ma anche per l'attuazione operativa delle scelte in termini di investimento. Si fa riferimento al processo di attuazione delle decisioni e di controllo delle azioni stesse in termini di scelta delle fonti e della struttura finanziaria ³³.

2.2. Gli strumenti della pianificazione finanziaria. Il budget.

La pianificazione finanziaria risulta essere un elemento di fondamentale importanza all'interno della gestione aziendale. Rappresenta il primo strumento attraverso il quale prendono forma e si sostanziano prospetticamente le scelte strategiche che nascono proprio cercando di generare quel valore idoneo a produrre quei flussi finanziari in parte destinati a coprire le fonti e quindi a garantire l'equilibrio, in parte a distribuire ricchezza ai vari portatori di interessi interni o esterni all'azienda. Il flusso finanziario, in particolare, insieme alla scelta delle fonti di finanziamento deve essere considerato un elemento importantissimo da valutare e gestire, oltre che pianificare all'interno delle dinamiche tipiche della direzione finanziaria dell'impresa. In particolare le analisi devono riguardare la consistenza del flusso finanziario, la sua capacità di remunerare le fonti da un punto di vista sia prettamente finanziario sia sistemico in quanto le grandezze del flusso sono da valutare anche, come detto, in una logica di distribuzione del valore³⁴. Il compito dell'analista e comunque della direzione finanziaria è quello di cercare di prevedere ex ante l'andamento

³³ VENANZI D., La struttura finanziaria delle imprese, Pearson, 2010, p. 36 e ss.

³⁴ BUTT, B.; HUNJRA, A.; AND REHMAN, K.. Financial Management Practices and Their Impact on Organizational Financial Management Challenges In Small and Medium-Sized Enterprises: A Strategic Management Approach Performance. World Applied Sciences Journal, 9(9), 2010, pp. 997-1002.

finanziario di un determinato investimento e quindi comunicare all'esterno l'efficacia e l'efficienza di determinate scelte in termini economici.

Le valutazioni consentono di prendere atto degli sforzi finanziari da realizzare all'interno della dinamica aziendale e quindi cercare di organizzarsi per reperire un determinato quantitativo di risorse. Senza tale processo difficilmente si potrebbe giungere a determinare le prospettive future di certe scelte e quindi programmare la stabilità dell'equilibrio finanziario aziendale per un orizzonte temporale più lungo possibile. Da un punto di vista esterno e quindi con valutazioni che potrebbero scaturire dai portatori di interesse esterni all'azienda le valutazioni che vengono effettuate in termini finanziari per una determinata azienda prendono come riferimento i dati pubblicati e depositati presso le cancellerie dei tribunali ovvero degli *annual report* che soprattutto i gruppi di grandi dimensioni cercano di pubblicare per rendere il mercato consapevole dei piani di sviluppo intrapresi e più in generale della linea strategica seguita. La valutazione in questo caso parte da un logica ex post, ovvero basata su dati certi e non previsionali orientata alla formulazione di un giudizio complessivo sull'azienda³⁵. Al fine di svolgere tali analisi si utilizzano determinati strumenti, peraltro potenziati anche dall'evoluzione della potenza di calcolo degli algoritmi e dall'enorme mole di dati che caratterizza la dinamica economica moderna.

Esistono strumenti a supporto della programmazione finanziaria che utilizzano modelli di previsione sui flussi di cassa e non hanno un impatto molto forte in termini di progettazione degli stessi sistemi, di selezione dei dati. Sono utili per verificare la fattibilità finanziaria di alcuni piani industriali, di crescita, di investimento in particolari tipologie o segmenti di

³⁵ VENANZI D., La struttura finanziaria delle imprese, Pearson, 2010, p. 36 e ss.

mercato. La logica che li caratterizza vede il management impegnato nella determinazione della potenziale resa finanziaria, a seguito di un esborso, di un particolare progetto e quindi utile per orientare la strategie. Ulteriori strumenti sono quelli che invece vengono utilizzati dai servizi di tesoreria interni all'azienda in una logica che possiamo definire più tecnica.

Si parla, quindi, della corretta rilevazione dell'utilizzo di liquidità che genera l'attività di impresa nel breve periodo. Utilissimo in tale fase potrebbe essere proprio l'utilizzo di valutazioni orientate a ottimizzare al meglio la gestione della tesoreria e, quindi, destinarla, anche in parte, a sostenere determinati investimenti per periodi di tempo brevissimi, studiando ciclicamente i momenti durante i quali la stessa liquidità è più abbondante³⁶.

A questo proposito vengono elaborati, nella scelta degli strumenti finanziari, i piani finanziari costituiti da prospetti che ricalcano la logica della suddivisione tra impieghi e fonti di finanziamento per andare a capire in modo dettagliato da dove provengono le risorse finanziarie da utilizzare.

In questo modo il piano finanziario, opportunamente redatto, è utile per andare a capire la compatibilità dei piani strategici con le possibilità effettive di impiego e copertura. Lo stesso piano finanziario consente di andare a considerare i livelli di indebitamento che il finanziamento di una specifica area strategica può comportare, i risultati in termini di dividendi da distribuire e l'utilizzo, ad esempio, degli affidamenti totali sui quali si può contare o le aperture di credito che l'impresa può avere dagli intermediari finanziari. Il piano finanziario consente poi di andare a calcolare anche i

³⁶ GUELFÌ S., Il rendimento economico per l'impresa e gli azionisti. Creazione di valore corrente e strategica, operativa e finanziaria, Egea, I Manuali, 2019, p. 78 e ss.

tempi di realizzazione di determinate scelte e le loro conseguenze in termini di vincoli, sempre temporali, di rientro delle risorse³⁷.

Tale tipologia di piano, soprattutto con riferimento ai vincoli temporali, siano essi lunghi o brevissimi deve essere costantemente aggiornato in quanto la veridicità dell'apporto finanziario dei flussi si ottiene proprio prendendo come riferimento specifico le tempistiche. L'equilibrio finanziario, chiave di successo di qualsiasi tipologia di scelta di investimento che implichi esposizione finanziaria si costruisce proprio tenendo conto del periodo di rientro di determinate risorse³⁸.

Il budget di natura finanziaria ha come logica di base quella che caratterizza la pianificazione finanziaria e qualsiasi piano finanziario. Il budget però pretende una maggiore specificazione delle voci che sono articolate per provenienza e destinazione. E' uno strumento più analitico che non si accontenta di una valutazione e quindi di una congruità generica. E' un piano finanziario molto dettagliato che, potremmo dire, verifica lo stesso e la compatibilità con i progetti creati secondo quelle che sono le dinamiche tipiche dell'impiego e della copertura. L'analisi preventiva del rispetto di obiettivi e vincoli periodali di natura strutturale e congiunturale sono poi dallo stesso budget posti in primo piano³⁹. Lo scopo finale di tale tipologia di documento è quello di andare ad allungare le scadenze ed anticipare le entrate con una logica semplice che vedo l'esborso come un qualche cosa da dilazionare il più possibile e l'incasso, al contrario, un fattore da ricevere il prima possibile.

³⁷ BRUSA L., Sistemi manageriali di programmazione e controllo, Giuffrè, Milano, 2012, p. 78 e ss.

³⁸ QUINTILIANI A., Strumenti di analisi e pianificazione finanziaria per le piccole e medie imprese, Aracne, 2009, p. 147 e ss.

³⁹ DOMENICHELLI O., Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici, Giappichelli, Torino, 2013, p. 741 e ss.

Il budget, quindi, può essere creato su orizzonti temporali funzionali alle valutazioni del management e, ancor di più, ai singoli progetti di investimento che caratterizzano la vita dell'azienda⁴⁰.

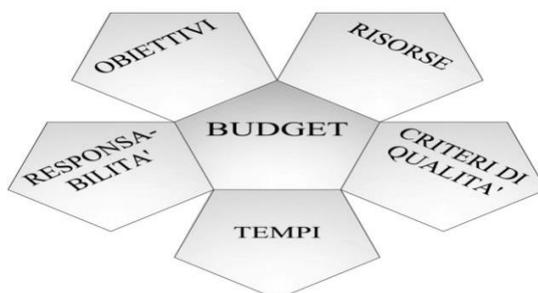
Analogamente lo strumento budget diventa più settoriale e particolare quando assume le vesti dell'essenziale budget di tesoreria che altro non è che un prospetto in grado di contrapporre le entrate e le uscite attraverso un approccio dettagliato e minuzioso che si sofferma anche sulle modalità di copertura ed impiego al fine di calcolare il fabbisogno o l'eccedenza in un determinato periodo di tempo. Il budget di tesoreria serve per andare a programmare l'attività di tesoreria e, quindi, il volume complessivo di flusso generato da un particolare investimento e della sua copertura attraverso le forme di finanziamento. Tale tipologia di attività riscontra la compatibilità degli indirizzi forniti dal budget finanziario attraverso il quale si fanno anche delle valutazioni preventive per andare a stimare eventuali proventi ed oneri di natura finanziaria. L'aggiornamento dello stesso avviene a piacimento della direzione finanziaria, ma risulta essere molto più efficace quanto più spesso ciò avviene⁴¹. Il budget è anche uno strumento cardine per l'orientamento al futuro dell'attività di direzione. Lo è in particolare per quell'attività in cui il processo decisionale è focalizzato sull'utilizzo della "capacità installata" anziché sulla predisposizione di una capacità, tecnologica, organizzativa e distributiva. Tale attività nella terminologia anglosassone viene definita attività di "Management Control", termine tradotto in genere con "Controllo Direzionale". Il Budget è dunque importante strumento a supporto anche di quest'ultima attività, anche se è fondamentale utilizzarlo in modo integrato in una più ampia direzione per

⁴⁰ LA ROCCA M., La gestione finanziaria dell'impresa. Prospettive d'analisi e valutazione, Rubettino, Catanzaro, 2012, p. 47 e ss.

⁴¹ KARADAG H., Financial management challenges in small and medium sized enterprises: a strategic management approach, Emerging market journal, 2015, II, p. 563.

obiettivi, nella consapevolezza dei suoi potenziali impatti organizzativi. Gli elementi principali che lo caratterizzano sono riportati nel seguente grafico:

Grafico 3. Elementi del budget (fonte: Quality Management, Simeoni, 2001)



Al fine di comprendere meglio i vari tipi di budget va ricordato che le attività delle unità operative possono essere distinte in "attività standard" e "attività non standard". Delle prime fanno parte le attività correnti e straordinarie, delle seconde fanno parte le attività connesse a progettualità ad hoc e quelle collegate all'innovazione. Per ognuna di queste attività è previsto un budget specifico come riportato nel grafico successivo:

Grafico 4. Unità operative (fonte: Quality Management, Simeoni, 2001)

LE ATTIVITA' DELLE U.O. E BUDGET CORRISPONDENTI			
ATTIVITA' STANDARD		ATTIVITA' NON STANDARD	
Correnti	Straordinarie	Interventi	Innovazione
↓	↓	↓	↓
BUDGET OPERATIVO	BUDGET INCENTIVI	BUDGET PROGETTI	BUDGET INNOVAZIONE
SISTEMA DI PROGRAMMAZIONE E CONTROLLO	SISTEMA INCENTIVANTE	SISTEMA GESTIONE PROGETTI	SISTEMA GESTIONE INNOVAZIONE
SISTEMA DEI BUDGET		PROJECT MANAGEMENT	

Se il *budget operativo* e quello *degli incentivi* fanno parte del sistema dei budget vero e proprio, il *budget dei progetti di intervento* e il *budget di innovazione* pur

facenti parte del sistema di project management utilizzano logiche budgetarie molto simili a quelle del sistema precedente. In tal senso **il budget è uno strumento di guida perché deve fornire ai dirigenti delle precise indicazioni relativamente a quali obiettivi raggiungere e con quali risorse a disposizione**⁴². I sistemi di programmazione e controllo rivestono un ruolo fondamentale nell'attivare e mantenere la motivazione professionale nel giusto solco; risulta, infatti, indispensabile comprendere e controllare le spinte motivazionali "individuali" dei responsabili delle unità operative che sovente sono legate anche ad interessi individuali (professionali, ecc.) e non sempre allineate con le finalità strategiche e generali dell'azienda. I sistemi di programmazione e controllo sono molto importanti, quindi, per orientare le spinte dei singoli verso le finalità dell'azienda (*controllo centripeto*). Tali spinte devono essere esplicitate e comprese nelle loro dimensioni strategiche, valoriali e di finalità generali. **I sistemi di programmazione e controllo sono, quindi, di supporto "professionale" nella definizione della "meta" aziendale** (*approccio bottom-up e di benchmarking*). La definizione di obiettivi precisi, inoltre, favorisce l'interiorizzazione degli obiettivi stessi perché permette il soddisfacimento dei bisogni di stima e di autostima. I sistemi di programmazione e controllo possono, inoltre, svolgere un'attività contro il rischio di frammentazione dell'azienda in unità operative multiple, "indipendenti e fortemente scoordinate. Molto spesso, infatti, fra unità operative eroganti direttamente il servizio ai clienti e le unità operative che erogano prestazioni a queste prime unità non vi è una programmazione concordata, questa asincronia può spesso portare ad una difficoltà sia nel reperimento delle risorse che nel loro

⁴² SERPELLONI G., SIMEONI E., Budget operativo, UPM (Unità di Project Management) - Dipartimento delle Dipendenze - Azienda ULSS 20 Verona.

utilizzo ottimizzato”⁴³. I budget, quindi, se gestiti con la logica del “master budget” sono in grado di assicurare che gli obiettivi e le decisioni dei singoli centri di responsabilità non siano in contrasto tra loro e siano coerenti con gli obiettivi generali dell’azienda.

2.3. I processi di creazione di valore che originano dalla conciliazione tra le esigenze dei portatori di capitale e dei finanziatori esterni e le necessità gestionali dell’impresa.

La struttura finanziaria e le scelte della gestione finanziaria, siano esse dipendenti da logiche interne che orientate al mercato, **condizionano le decisioni strategiche**. In particolare giova sottolineare come la gestione finanziaria amministri le fonti di finanziamento degli assetti strategici. Ulteriore elemento da considerare è la dipendenza dal contesto di riferimento. Fermo restando che ogni decisione di investimento debba essere contestualizzata all’interno di una dinamica temporale precisa e valutata con ottica economica, occorre dire che molto spesso le aziende che attuano processi di autofinanziamento riescono a generare maggior valore. Tale assunto vale soprattutto in momenti storici di crisi e di incertezza o ancora in momenti all’interno dei quali il costo del danaro risulta essere decisamente elevato. L’evoluzione e la storia degli ultimi anni dimostra, però, che il tasso di interesse non sempre è indice e termometro delle scelte di finanziamento delle imprese. Potrebbero verificarsi momenti nei quali a fronte di tassi di interesse che possiamo definire molto bassi, le scelte di finanziamento, in modo voluto o condizionato, comunque non optano per l’utilizzo di capitali esterni. Tale fenomeno si è del resto recentemente verificato e continua a verificarsi in uno scenario di crisi che ha coinvolto e travolto l’attività bancaria e che stenta

⁴³ Ibidem.

ad essere superato. La crisi iniziata nel 2008, in continua evoluzione sino ai giorni nostri, ha visto il crollo dei tassi di interesse (*il debito governativo tedesco e giapponese viene emesso sul mercato addirittura con rendimenti di valore negativo, realizzando così un trasferimento di ricchezza in favore del soggetto debitore*) per effetto soprattutto delle scelte di politica monetaria della BCE, del Federal Reserve System americano e banche centrali asiatiche, ma una contrazione del credito a disposizione delle stesse imprese. Ciò è avvenuto per la crisi patrimoniale degli istituti bancari, i quali dopo la crisi del 2008 si sono dimostrati poco limpidi nelle valutazioni patrimoniali e poco capitalizzati rispetto alle esigenze dei mercati e all'efficienza degli stessi. Questo per dire che le esigenze dei portatori di capitali possono essere molto variabili e certamente una impresa che riesce a finanziare i propri progetti di espansione e di investimento attraverso l'autofinanziamento potrebbe raggiungere dei risultati migliori all'interno dei processi di generazione del valore⁴⁴.

La scelta di autofinanziarsi non è certamente l'unica tipologia di decisione che può impattare a livello strategico. Occorre dire che il legame tra gestione finanziaria e gestione strategica è sempre di *causa - effetto* e quindi interdipendente. Del resto la scelta della struttura finanziaria impatta sempre sulle decisioni strategiche delle imprese. Ad esempio, imprese che hanno una pianificazione strategica orientata a diversificare il rischio di impresa con investimenti che spaziano in diversi settori, correlati o diversi, hanno maggiori probabilità di reperire risorse finanziarie.

Questo per introdurre anche il concetto di irrilevanza della struttura finanziaria sostenuto da Modigliani e Miller che, in questo specifico caso, entra molto in contraddizione con quanto riscontrabile nella realtà. Esiste, in effetti, un fenomeno detto della *coinsurance effect*, secondo cui le imprese diversificate

⁴⁴ VARFOLOMEEVA, YU.A. Financial control: nature and types. Auditor, 2, 2006, p.16-22.

riescono a contrarre una quantità maggiore di debito rispetto alle imprese non diversificate, supponendo così una relazione positiva fra diversificazione e grado di indebitamento dell'impresa. Il *coinsurance effect* consiste in una riduzione del rischio operativo di impresa che avviene in seguito alla riduzione della volatilità del reddito operativo di impresa e, di conseguenza, dei flussi di cassa che verranno utilizzati per ripagare il debito. La riduzione del rischio operativo si traduce in una minor probabilità di fallire da parte dell'impresa, in quanto la minor volatilità dei flussi di cassa permette all'impresa di prevedere con certezza quali saranno le sue entrate future, aumentando così la capacità di indebitamento dell'impresa stessa.

Infatti, tutti i possibili finanziatori sono più propensi a concedere prestiti a imprese che presentano una bassa volatilità del reddito operativo piuttosto che a imprese che presentano un reddito elevato ma allo stesso tempo molto volatile, inoltre le imprese che presentano una bassa volatilità del reddito operativo non solo presentano una capacità di indebitamento maggiore, ma riescono anche ad ottenere dei tassi di interesse minori. La bassa volatilità del reddito operativo può essere ottenuta attraverso una strategia di diversificazione di produzione; infatti, la combinazione di due flussi finanziari, provenienti da business differenti e non perfettamente correlati, produce un effetto *pooling* per cui il rischio specifico congiunto è inferiore rispetto alla somma dei singoli rischi specifici connessi ai flussi suddetti, in tal modo le imprese che diversificano le loro attività riescono a ridurre il rischio di dissesto e/o fallimento.

In definitiva, constatiamo, da un lato, quale effetto principale del *pooling*, l'aumento della capacità di indebitamento dell'impresa, che decide di diversificare la propria produzione, dall'altro, il *coinsurance effect*, che, soprattutto grazie alla segmentazione dei mercati finanziari, permette alle

imprese diversificate geograficamente di ottenere dei finanziamenti con un tasso di interesse minore⁴⁵.

2.3.1. La copertura del fabbisogno finanziario a breve termine e le differenze con la pianificazione a lungo periodo.

Abbiamo ricordato nel corso del presente lavoro come l'elemento temporale sia fondamentale per la copertura del fabbisogno finanziario. Una adeguata pianificazione dei tempi consente la scelta delle fonti di finanziamento ottimali e vicine alle esigenze delle imprese. Risulta abbastanza intuitivo che il tempo di restituzione delle fonti, o meglio il periodo di recupero siano esse di provenienza interna che esterna, è di cruciale importanza al fine di pianificare degli investimenti in grado di mantenere l'equilibrio finanziario. Del resto l'utilizzo dei diversi tipi di budget compreso quello di tesoreria, ad esempio, consente di svolgere una adeguata pianificazione in termini di scelta delle fonti di finanziamento soprattutto nel breve periodo. La liquidità immediata, quella che caratterizza la gestione aziendale, potrebbe - *infatti* - essere utilizzata per finalità diverse rispetto alla copertura delle spese correnti in virtù di una pianificazione che dovrebbe essere precisa, per non stravolgere gli equilibri interni. Allo stesso modo avviare degli investimenti consistenti su orizzonti temporali lunghi potrebbe richiedere la scelta di un intermediario finanziario e dei servizi da questi offerti più consona alle esigenze dell'azienda stessa. Parlando di piccole e medie imprese si potrebbe dire che lo strumento maggiormente utilizzato per poter andare ad effettuare un investimento di lungo periodo, riguardante ad esempio le immobilizzazioni necessarie allo svolgimento

⁴⁵ Ibidem.

delle proprie attività, risulta essere il mutuo concesso dall'intermediario. Si pensi ad esempio, all'acquisto di capannoni industriali. In questo caso la scelta di una fonte di finanziamento in grado di assicurare un esborso mensile concordato e spalmato su un periodo lungo e quindi su un numero di anni decisamente molto elevato risulterebbe una scelta coerente con una gestione orientata a far perdurare l'azienda per un lungo periodo all'interno del mercato. Sarebbe, in effetti, errato andare a sostenere attraverso una liquidità presente all'interno dell'azienda l'acquisto di un bene strumentale, come ad esempio i luoghi di produzione, destinato a svolgere la sua durata utile su un orizzonte temporale medio lungo. Finanziare un acquisto del genere con le risorse disponibili potrebbe compromettere l'attività aziendale, il pagamento dei fornitori e nello stesso tempo paralizzare gli investimenti in marketing e comunicazione, molto più a breve periodo ed in grado di imporre flussi finanziari in uscita a breve termine⁴⁶. **Questo per dire che ogni investimento, sia esso finanziato con risorse proprie che con capitale di rischio proveniente da fonti esterne, ha necessità di essere valutato su un determinato orizzonte temporale.** Tale tipologia di scelta consente di scegliere le fonti di finanziamento più adeguate e consone all'attività svolta. Occorre dire che non sempre tale tipologia di riflessione può essere intrapresa in modo lineare a causa di condizioni di contesto decisamente molto influenti, come dimostra anche la verifica empirica del teorema di Modigliani e Miller, i quali postulavano l'irrilevanza della struttura finanziaria. Situazioni di crisi, parametri di accesso al credito particolarmente stringenti, crisi aziendali compromettono un modello di scelte che potremmo definire ideali. Ricorre, infatti, il paradigma che vede ogni impresa attiva in

⁴⁶ DOMENICHELLI O., Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici, Giappichelli, Torino, 2013, p. 56 e ss.

un contesto di mercato particolare ed orientato in modo decisamente molto legato alle specifiche condizioni nelle quali la stessa si trova⁴⁷.

2.4. La determinazione della struttura finanziaria dell'impresa.

La struttura finanziaria di una determinata impresa dipende da diversi fattori, interni ed esterni all'impresa stessa. Tale prima affermazione contrasta, come vedremo nel corso del presente capitolo con quanto assunto – *almeno in un primo momento* – da Modigliani e Miller. In realtà **la scelta della struttura finanziaria non è condizionata solamente dalle esigenze finanziarie, ma da una serie di fattori spesso esterni all'azienda**. A livello sistemico l'efficienza dei mercati finanziari rappresenta un punto di partenza importante. Mercati finanziari efficienti riescono a garantire lo spostamento delle risorse da soggetti in surplus a soggetti in deficit senza frizioni ed in modo rapido. L'efficienza dei mercati è tuttavia una condizione ideale difficilmente verificabile a causa della tendenza dei diversi operatori di massimizzare la propria funzione di profitto e quindi ad assumere comportamenti opportunistici. Tale fattore comporta certamente una perdita di efficienza complessiva che potrebbe condurre una determinata impresa ad assumere le proprie decisioni di investimento non in modo efficiente e quindi in linea con le proprie esigenze e con le regole base della finanza, ma ricercare strade alternative. Si fa riferimento, ad esempio, alle difficoltà per una impresa di piccole dimensioni di accedere ad esempio al credito bancario che costringe la stessa azienda ad utilizzare magari delle risorse interne per finanziare investimenti di lungo periodo e questo comporterebbe una perdita di efficienza complessiva in quanto le stesse risorse potrebbero essere utilizzate diversamente, magari per espandere il potenziale

⁴⁷ VENANZI D., La struttura finanziaria delle imprese, Pearson, 2010, p. 96 e ss.

commerciale⁴⁸. E' risaputo, infatti, che **per gli investimenti l'impresa può scegliere tra diverse fonti: l'autofinanziamento, l'emissione di nuovi strumenti finanziari e il finanziamento esterno** di solito fornito dagli intermediari creditizi e i differenti costi che esse comportano danno luogo a una gerarchia delle fonti di finanziamento. In questa gerarchia i manager e l'impresa hanno informazioni sul valore delle attività dell'impresa e sul rendimento dei nuovi investimenti e il controllo dei fondi interni. Ciò significa che "quando la domanda di investimenti è bassa, essa può essere finanziata internamente a discapito di una maggiore distribuzione di dividendi. Tale fonte di finanziamento presuppone la capacità di un'impresa di generare un cash flow positivo e stabile nel tempo. Quando la domanda di investimento è molto alta le imprese devono emettere nuovi strumenti e trovare quindi investitori, i quali non distinguono la qualità dei progetti da finanziare e chiedono un *risk premium* più alto. Il ruolo delle asimmetrie informative risulta in questo caso rilevante per i nuovi finanziatori i quali, non avendo le stesse informazioni⁴⁹ potrebbero essere penalizzati". Ulteriore elemento che determina l'assetto della struttura finanziaria è certamente la *variabile fiscale*. La deduzione degli interessi passivi indirizza le scelte che quindi potrebbero essere prese non in ottemperanza a logiche di efficienza. In sintesi, le successive rielaborazioni dei modelli di Modigliani e di Miller e le analisi empiriche tendono ad affermare che la fiscalità condiziona la struttura finanziaria delle imprese. Questo appare particolarmente rilevante quando si verificano cambiamenti significativi nelle modalità di tassazione del reddito d'impresa e in capo agli individui. Sono, quindi, tantissimi i fattori che condizionano la struttura finanziaria dell'impresa, che per

⁴⁸ DOMENICHELLI O., Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici, Giappichelli, Torino, 2013, p. 78 e ss.

⁴⁹ LOPES A., Accesso al credito, vincoli patrimoniali e sistema bancario. L'esperienza della crisi finanziaria, Rivista economica del Mezzogiorno, Fascicolo 3, settembre 2014, p. 147 e ss.

raggiungere un determinato equilibrio deve includere all'interno di un potenziale calcolo anche fattori non implicitamente coinvolti all'interno della dinamica finanziaria.

Ad esempio l'attività di gestione dei prestiti è storicamente quella che ha maggiormente caratterizzato l'operatività bancaria, in particolare nei sistemi finanziari che poggiano l'attività di intermediazione principalmente sulle banche. La moderna teoria dell'intermediazione finanziaria, basata sulle asimmetrie informative tra datori e prenditori di fondi, pone una particolare enfasi su quest'aspetto della gestione bancaria sia per giustificare l'intervento degli intermediari sia, soprattutto, per evidenziare, sul fronte degli impieghi, la specificità della banca. Secondo le impostazioni teoriche più recenti, la banca "si afferma come meccanismo allocativo più efficiente rispetto al mercato, perché può godere della disponibilità di informazioni riservate e dei vantaggi collegati all'approccio alla clientela cosiddetto «relazionale» (*relationship lending*), basato su rapporti stabili e di lungo termine. È proprio nell'ambito delle cosiddette «relazioni di clientela» che il credito bancario crea maggior valore, sia per la banca che per le imprese finanziate, grazie alle connesse attività di selezione (*screening*) e controllo (*monitoring*) dei richiedenti e di trasformazione delle scadenze (*liquidity transformation*)"⁵⁰.

La determinazione della struttura finanziaria certamente dipende da tale tipologia di rapporto e quindi potrebbe indurre le imprese a preferire soggetti e fonti di finanziamento di un determinato tipo, piuttosto che altre. La scelta della struttura finanziaria è quindi legata sempre di più a fattori esterni e questo porta inefficienza e penalizza il mercato stesso e soprattutto le piccole e medie imprese. Se Modigliani e Miller avevano postulato l'irrilevanza della struttura finanziaria si può dire che nell'incerto contesto

⁵⁰ VON THADDEN E.L. Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: The Winner's Curse, Working Paper, 2001, p. 196 e ss.

attuale la determinazione della struttura finanziaria risulta pesantemente condizionata da elementi non legati strettamente alla ricerca del profitto o comunque alla generazione di valore.

2.4.1. La creazione di valore per gli azionisti.

Struttura e funzioni del sistema finanziario possono giocare un ruolo determinante ai fini della «qualità» dello sviluppo economico: non è dunque indifferente il divenire di ciascun sistema finanziario nazionale. In effetti, soprattutto nelle aziende quotate, la gestione e, quindi, in primo luogo quella finanziaria dovrebbe essere orientata a servire il mercato, sia in termini aziendali sia con riferimento agli azionisti che veicolano risorse verso l'impresa in funzione di un profitto. Il mercato del resto realizza l'incontro tra coloro i quali necessitano di capitali e coloro i quali li possono cedere alla ricerca di un profitto per tale tipologia di operazione⁵¹.

Proprio per le caratteristiche della nostra struttura produttiva, la «relazione» che si instaura col prestito deve evolvere verso un rapporto che, accanto agli interventi tradizionali, veda sempre più la presenza di servizi «sostanziosi» volti a far maturare la gestione finanziaria delle imprese fino a far assumere loro una struttura ed un assetto finanziario in grado di garantire un vero e proprio salto dimensionale ma anche e soprattutto, un carattere manageriale alla gestione ed un assetto di *governance* più formalizzato.

La creazione di valore per gli azionisti non è sempre un qualcosa di logicamente scontato per la gestione finanziaria di una determinata impresa. «L'evoluzione dell'analisi economica e quella dell'intervento pubblico hanno una evidente motivazione comune: il riconoscimento di una asimmetria, in

⁵¹ GUELFU S., Il rendimento economico per l'impresa e gli azionisti. Creazione di valore corrente e strategica, operativa e finanziaria, Egea, I Manuali, 2019, p. 46 e ss.

termini di informazione e di potere, fra chi investe la propria ricchezza e chi la gestisce. È meno agevole, invece, rinvenire intersezioni e interazioni fra i variegati risultati di una letteratura in tumultuosa crescita, da un lato, e la legislazione e la pratica della supervisione dei mercati, dall'altro. Forse non ci si deve sorprendere per questa parziale incomunicabilità. L'elaborazione teorica ha avuto intenti positivi più che normativi e, sino a pochi anni fa, lasciava poco spazio a un'analisi delle istituzioni"⁵².

Del resto le asimmetrie che caratterizzano il mercato finanziario originano sempre per fattori riconducibili a comportamenti opportunistici ovvero alla ricerca di profitto da parte di singoli soggetti sia all'interno del mercato finanziario sia all'interno della direzione finanziaria di una determinata impresa. Mentre la delega dei poteri di gestione è inevitabile (essendo inconcepibile una soluzione assembleare), un controllo effettivo del modo in cui quei poteri vengono esercitati trova ostacolo in un problema «di azione collettiva» (o di *free riding*). Un monitoraggio efficace, "poiché offre vantaggi diffusi (a tutti gli azionisti) ma è costoso per chi se ne assume l'onere, è un bene pubblico offerto in quantità tanto più esigua quanto maggiore è il frazionamento della proprietà e quanto minore pertanto è l'internalizzazione dei benefici. Questo rapporto di agenzia è afflitto da un'endemica asimmetria informativa fra il gestore, un insider, e gli azionisti, che restano outsider. Successivamente alla stipulazione del contratto (*acquisto o sottoscrizione delle azioni da parte dell'investitore*), il primo possiede informazioni privilegiate (*hidden information*), non disponibili agli azionisti, e può assumere decisioni da questi non conoscibili né controllabili (*hidden actions*). Ne deriva una tipica situazione di azzardo morale, in cui l'insider ha la possibilità di perseguire

⁵² DI STASI L., Pianificazione e controllo di gestione. Sistemi tradizionali e strumenti innovativi: *activing based costing, balanced scorecard*, Franco Angeli, Milano, 2003, p. 89 e ss.

interessi propri in contrasto con quelli degli azionisti”⁵³. La creazione di valore per gli azionisti non solo potrebbe andare a favorire alcuni soggetti piuttosto che altri, ma potrebbe compromettere gli equilibri sui quali si basa lo stesso mercato dei capitali. Comportamenti opportunistici potrebbero scoraggiare gli investitori a mettere a disposizione le proprie risorse in eccedenza in funzione del mercato e quindi determinare una perdita di efficienza complessiva. In tal senso rilevante è la funzione delle istituzioni e della regolamentazione che potrebbe certamente intervenire nella gestione finanziaria dell’impresa e condizionarne le scelte. Occorre, comunque, dire che gli interventi pubblici di regolazione che si sono succeduti negli anni hanno per lo più ricevuto impulso dal manifestarsi di episodi di patologia acuta e trovata motivazione nella necessità di proteggere gli investitori inconsapevoli dalla sottrazione di risorse operata a loro danno. Politicamente si connotano spesso come una reazione populista contro i potenti insider, per punirne i misfatti⁵⁴.

2.4.2. L’allocazione ottimale delle risorse in ottica interna e di efficienza di mercato.

La soluzione alle problematiche tipiche sottese alle scelte finanziarie potrebbe rinvenirsi nella ricerca di una efficiente struttura finanziaria in grado di produrre benevoli effetti anche sul mercato finanziario. La scelta è

⁵³ TIROLE J., *The Theory of Corporate Finance*, Mimeo (di prossima pubblicazione, MIT Press), 2005, p. 785 e ss.

⁵⁴ Così è avvenuto negli Stati Uniti, sia con le due leggi del 1933 e del 1934, sia, più recentemente, con la legge Sarbanes-Oxley. Il presupposto della regolazione è che gli investitori non sono in grado di valutare il *pledgeable income* effettivo della società e di proteggersi da comportamenti che li danneggino; il suo fine primario è di porre rimedio a questa situazione con interventi di prevenzione e di sanzione. È indubbio che un’adeguata protezione promuove alla lunga un benefico sviluppo finanziario; ma lo fa proprio perché allevia le conseguenze distributive, che altrimenti vi sarebbero e che invece sono escluse dai modelli teorici a cui mi sono riferito. Cfr. SPAVENTA L., *La protezione dell’investitore: teorie, misura e pratica*, *Rivista italiana degli economisti*, 2005, III, 789 e ss.

complicatissima ed ancorata a diverse variabili. In primis, il più volte evidenziato comportamento degli intermediari finanziari, anche questo molto legato alle dinamiche economiche e ad importanti problematiche di efficienza, come ha dimostrato la crisi economica dell'ultimo decennio, non ancora cessata. Del resto proprio gli accordi di Basilea hanno confermato problemi ancora aperti. La concessione di credito alle imprese dipende non tanto dall'impresa, ma molto dai mercati e dalle valutazioni degli intermediari che non possono, come avviene di recente, esporsi a causa delle problematiche in termini di capitalizzazione che si riscontrano, ad esempio, in Stati come il nostro. In tale prospettiva una allocazione ottimale delle risorse risente di diversi fattori⁵⁵.

L'intermediario finanziario che concede prestiti non negoziabili - *ad esempio* - ha "un forte incentivo a operare in modo da limitare l'azzardo morale insito nei contratti di debito. L'argomento dell'azzardo morale fornisce altri motivi per capire perché gli intermediari finanziari, grazie a contratti non negoziabili (*prestiti*), rappresentano un circuito di allocazione di fondi più efficiente rispetto a quello dei mercati dei titoli negoziabili. I problemi causati dalla selezione avversa e dall'azzardo morale costituiscono un ostacolo al corretto funzionamento dei mercati finanziari, ma ancora una volta gli intermediari finanziari possono contribuire ad attenuarli o a risolverli, poiché sviluppano esperienza nel monitoraggio delle controparti a cui prestano fondi, riducendo in questo modo le perdite derivanti dall'azzardo morale"⁵⁶. Gli intermediari finanziari svolgono, quindi, un ruolo importante nell'economia perché offrono servizi di liquidità, promuovono la

⁵⁵ DOMENICHELLI O., Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici, Giappichelli, Torino, 2013, p. 79 e ss.

⁵⁶ LOPES A., Accesso al credito, vincoli patrimoniali e sistema bancario. L'esperienza della crisi finanziaria, Rivista economica del Mezzogiorno, Fascicolo 3, settembre 2014, p. 147 e ss.

trasformazione e la riduzione del rischio e attenuano i problemi derivanti dall'asimmetria informativa. Quanto ai mercati finanziari, gli stessi sono caratterizzati da asimmetrie informative troppo rilevanti che potrebbero materialmente portare a scelte non efficienti sia per quanto concerne il comportamento degli investitori che delle stesse imprese. In effetti, non si comprende la penetrazione delle pratiche di gestione *finance-oriented* in Italia se non si considera la diffusione di alcune idee relative al modo di intendere la comunicazione, la contabilità e il controllo di gestione dell'impresa: idee dapprima elaborate e diffuse in ambito consulenziale e accademico; poi promosse da atti di regolamentazione e di autoregolamentazione⁵⁷.

L'allocazione ottimale delle risorse finanziarie va, in definitiva, vista come un concetto da adattare alle singole imprese e non ad una regola generale.

Non può esistere uno stereotipo di allocazione ottimale delle risorse in quanto la generazione del valore segue, in concreto, percorsi totalmente diversi. L'idea di diffusione del valore pone un'istanza di connessione costante fra l'attività dell'impresa e la platea degli investitori: rendendo la seconda sensibile alle vicende della prima, quindi la prima sensibile alle esigenze della seconda. Nell'ottica dei sostenitori dello shareholder value questa connessione giova non soltanto agli investitori «breveperiodisti», ma anche agli imprenditori meno impazienti, ai detentori dell'intero capitale, e persino agli stakeholders non azionisti, lavoratori inclusi.

2.4.3. La gestione speculativa dei flussi finanziari.

La gestione dei flussi di cassa è una attività che possiamo definire cruciale e viene svolta dalla direzione finanziaria. Il flusso di cassa, come già

⁵⁷ SAITA M, KAINICH F., SARACINI P., La pianificazione strategica e il controllo di gestione nella sanità, Il Sole 24 Ore, Milano, 2010, p. 147 e ss.

detto in esordio del presente lavoro per le risorse finanziarie, è elemento vitale per l'azienda impegnata da un punto di vista finanziario a garantire un equilibrio funzionale alla creazione del valore. Tale tipologia di funzione ha acquisito una maggiore rilevanza negli ultimi anni quando proprio la gestione dei flussi impatta direttamente sull'economia dell'impresa a causa di assenza di consistenza degli stessi flussi finanziari. Molto spesso proprio la situazione di crisi economica ha spinto la gestione finanziaria a scovare all'interno del capitale circolante eventuali *driver* di liquidità proprio in termini di ottimizzazione dei flussi di cassa. Non va, infatti, trascurato il ruolo della gestione finanziaria nello sforzo di arginare le cause degli eccessi di fabbisogno finanziario derivanti dall'insoddisfacente andamento economico, dal rilevante impiego di capitale circolante, dall'eccesso di esborsi di finanziamenti e relativi pagamenti. La crisi ha imposto una diversa gestione delle risorse circolanti. In effetti, le vicende che hanno portato all'attuale crisi globale iniziano negli Stati Uniti nel corso del 2007 per accentuarsi nell'autunno del 2008 come crisi bancaria, in seguito all'accumulazione nei bilanci delle banche di titoli «tossici» che incorporavano prestiti immobiliari a mutuatari resi insolventi dalla loro disoccupazione, dall'aumento dei tassi di interesse e dallo scoppio della bolla immobiliare.

Questi fattori avevano condotto all'ipertrofia delle transazioni finanziarie, "soprattutto centrate su cartolarizzazioni, prodotti derivati (*il cui valore dipende da quello di asset sottostanti, quali azioni, obbligazioni, prezzi di materie prime e valute*) e altri strumenti finanziari originariamente creati allo scopo di diversificare e distribuire il rischio individuale, poi trasformati invece in strumenti di assunzione e moltiplicazione del rischio e di pura

speculazione”⁵⁸. Ecco che, attualmente, la gestione finanziaria, che possiamo definire operativa, è molto spesso orientata a rendere disponibili delle manovre dirette a ridurre i tempi di incasso con conseguenze sul fatturato e sull’immagine aziendale, con una selezione dei clienti diversa e il rafforzamento delle procedure di incasso. A livello indiretto una gestione che potrebbe portare ad una visione più profittevole ed anche speculativa dei flussi di cassa potrebbe essere una ricerca di una efficiente finanziabilità del circolante netto con il cambiamento dei modi di incasso ed utilizzando il *factoring*. Diciamo che in caso di eccedenza di flussi in entrata si potrebbe anche optare per un reinvestimento e la ricerca di rendimenti nell’immediato. Tale prassi risulta essere sempre molto rischiosa ma se si pensa ai grandi gruppi internazionali, uno per tutti il già citato LVMH, campione di liquidità per le caratteristiche dell’attività svolta, è quasi fondamentale. La speculazione sui flussi finanziari ha consentito al gruppo di andare ad appropriarsi di tutti i brand attivi nel settore del lusso che potevano in qualche modo arricchire il portafoglio prodotti rapidamente. Si pensi all’acquisizione di Bulgari, nel caso dell’orologeria di alta gamma. **Attualmente una gestione speculativa sui flussi finanziari risulta essere per le stragrande maggioranza delle imprese fortemente rischiosa, in primis per i margini risicati e poi per le caratteristiche dei mercati finanziari molto altalenanti.**

Sulla centralità degli intermediari finanziari in una moderna economia di mercato e sui nessi tra fluttuazioni dell’economia reale e andamento dei mercati finanziari e bancari, vanno ricordati gli studi di Aliber e

⁵⁸ LOPES A., Accesso al credito, vincoli patrimoniali e sistema bancario. L’esperienza della crisi finanziaria, Rivista economica del Mezzogiorno, Fascicolo 3, settembre 2014, p. 147 e ss.

Kindleberger (2011)⁵⁹ secondo i quali i fallimenti nel mercato finanziario e “i fallimenti degli istituti di credito influenzano il livello degli investimenti produttivi e l’andamento dell’economia reale. In conclusione se le banche e gli intermediari hanno un ruolo preminente nel processo di creazione del credito, fornendo liquidità alle imprese che non possono finanziare altrimenti i propri progetti d’investimento, allora tutti quei fattori che riducono la disponibilità di credito hanno degli effetti macroeconomici potenzialmente molto rilevanti”⁶⁰.

Se le imprese fossero indifferenti rispetto alle diverse forme di finanziamento, allora una riduzione del credito bancario non cambierebbe i loro comportamenti. In realtà il legame banca-impresa è inscindibile e da sempre molto forte e un blocco del canale del credito porta alla riduzione degli investimenti con effetti potenzialmente rilevanti sull’economia reale. Inoltre la contrazione nell’erogazione del credito assume un particolare rilievo riguardo alle differenti caratterizzazioni che può assumere il rapporto tra banche e imprese. Le imprese che hanno una gestione finanziaria equilibrata hanno anche un rapporto più maturo con il sistema creditizio e considerano la banca come un fornitore di servizi e quindi un partner affidabile. Occorre poi puntualizzare che la letteratura aziendalistica parla a tal proposito di *sistema di tesoreria anticipata*, in quanto chi si occupa della gestione della tesoreria ha la possibilità di controllare l’operatività con le banche e una maggiore integrazione e velocizzazione delle transazioni rendono più efficiente il lavoro tra le due entità⁶¹.

⁵⁹ ALIBER R.Z., KINDLEBERGER C., *Manias, Panic and Crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave, Macmillan, 6a ed., 2011, p. 158 e ss.

⁶⁰ LOPES A., *Accesso al credito, vincoli patrimoniali e sistema bancario. L’esperienza della crisi finanziaria*, *Rivista economica del Mezzogiorno*, Fascicolo 3, sett. 2014, p. 147 e ss.

⁶¹ ALESSANDRINI P., PRESBITERO A.F., ZAZZARO A., *Banks, Distances and Firms’ Financing Constraints*, in «*Review of Finance*», vol. 13, n. 2, Oxford University Press, 2009, p. 123 e ss.

2.5. La struttura finanziaria ottimale e la visione di Modigliani e Miller.

Con riferimento alla struttura finanziaria, i teoremi di Modigliani e Miller rappresentano un punto di riferimento importante. Sono detti dell'*irrilevanza* della struttura finanziaria e si basano su due assunti: **l'invarianza del valore di una azienda in funzione delle passività e l'invarianza del valore dell'impresa con riferimento alla politica dei dividendi**. La prima proposizione è di gran lunga più importante in termini di valore di studio rispetto a quella relativa ai dividendi, perché la teoria sui dividendi è stata assunta come riferimento per rispondere alle critiche che vengono mosse alla prima. La scelta tra emissione di debito oppure emissione di azioni per andare a sostenere un investimento non influisce sul valore di una impresa in quanto non esiste un rapporto di indebitamento ottimale rispetto ai mezzi propri. Modigliani e Miller sostengono inoltre che, in tali condizioni, anche la scelta di adottare una determinata politica dei dividendi porta a riconsiderare il valore di una determinata azione e quindi non ci può essere un rapporto tra utili e dividendi stessi. L'irrilevanza è la proposizione, ovvero l'elemento principale dei teoremi che configurano poi delle proposizioni di neutralità o proposizioni di invarianza. In particolare l'ammontare dell'indebitamento non influisce sul valore dell'impresa e la struttura di questo indebitamento non implica nessun effetto sul valore se non ci sono tasse e se il fallimento dell'impresa non ha costi reali di liquidazione e nessuna influenza per i suoi dirigenti oltre al fatto che i mercati finanziari sono perfetti e quindi concorrenziali e non in grado di provocare danni legate alle asimmetrie informative. Si tratta quindi di una riflessione che possiamo definire di natura teorica, alla pari di un teorema tipico delle scienze fisiche e naturali, all'interno delle quali si postulano dei teoremi "perfetti" all'interno di scenari ideali per poi determinare e

prevedere le variazioni di tali sistemi perfetti all'interno di contesti imperfetti, quali quelli reali. Il teorema stabilisce che il valore di una determinata impresa coincide con il valore attuale del flusso di cassa compresi gli interessi, con il tasso di interesse che consiste nel rendimento atteso su fattori che appartengono ad una precisa classe di rischio. Il valore di impresa dipende, quindi, dal tasso di sconto appena indicato, dai flussi di cassa dell'impresa e dalle sue attività di natura patrimoniale mentre non dipende dalle passività che vengono utilizzate per andare a finanziarie queste attività patrimoniali.

Lo stesso teorema implica che il costo medio del capitale non dipende dalla struttura del debito e coincide con il rendimento atteso dagli investitori per imprese che appartengono alla stessa classe di rischio. Nonostante l'indebitamento possa sembrare più conveniente dell'emissione di azioni, l'aumento del rapporto di indebitamento non ridurrebbe il costo medio del capitale per l'impresa in quanto il tutto verrebbe compensato dal maggior costo del capitale di rischio. Le decisioni sugli investimenti possono essere nettamente separate dal loro finanziamento e quindi dovrebbero essere prese in base al criterio della massimizzazione del valore dell'impresa e quindi il costo del capitale da utilizzare in decisioni razionali sugli investimenti equivale al suo costo totale, misurato in base al tasso di rendimento atteso per aziende finanziate da azioni appartenenti alla stessa classe di rischio⁶².

Quindi, il valore di mercato di qualsiasi impresa è indipendente dalla struttura finanziaria e segue la sottostante relazione:

$$V_j = (S_j + B_j) = \frac{X_j}{Wacc_j}$$

⁶² BONGINI P., DI BATTISTA M.L., NIERI L., BROGI M., COMANA M. , Relationship banking: mito o realtà? Una rassegna della letteratura, in Banca, sistemi e modelli, Saggi in onore di Tancredi Bianchi, vol. I, Bancaria Editrice, 2009, p. 158 e ss.

V_j è il valore dell'impresa che dipende direttamente dalla capitalizzazione del rendimento atteso dalla sua operatività X_j in rapporto al rischio operativo delle imprese che appartengono ad una determinata classe $Wacc_j$, con S_j che è il valore di mercato delle azioni ordinarie dell'impresa e B_j il valore di mercato dei debiti dell'impresa. Modigliani e Miller sostenevano anche che il tasso di rendimento atteso di una quota azionaria è uguale al tasso di capitalizzazione WACC appropriato per un flusso di rendimenti operativi della stessa classe di rischio, più un premio correlato al rischio finanziario, calcolato moltiplicando il divario tra WACC e costo del debito K_d per il rapporto fra indebitamento e capitale proprio. Il WACC resta costante indipendentemente dalla struttura finanziaria scelta, al contrario il rendimento richiesto dagli azionisti aumenta man mano che aumenta il rapporto di indebitamento, inoltre si può notare che al di sotto di una certa soglia il debito è privo di rischio e il suo costo resta costante, superata questa soglia il debito diviene rischioso e il suo costo inizia ad aumentare in quanto il rischio d'impresa si trasferisce lentamente sui debitori, infatti, contemporaneamente, il rendimento degli azionisti inizia ad aumentare meno velocemente.

Negli anni successivi, nonostante la consegna del premio Nobel per l'economia, le tesi di Modigliani e Miller furono criticate molto duramente soprattutto dai tradizionalisti come D. Durand, che però non riuscivano a trovare ragioni valide a sostegno delle loro critiche. Furono gli stessi Modigliani e Miller nel 1963 a individuare un difetto e a comunicarlo al mondo attraverso il famoso articolo "Corporate Income Taxes and Cost of Capital: A Correction", in cui i due autori ammettono di aver commesso un errore nel non considerare l'effetto delle imposte. Infatti poiché tutti gli Stati del mondo permettono di dedurre gli interessi sul debito dal reddito è

possibile ottenere dei benefici che portano ad un aumento dei flussi totali e di conseguenza ad un aumento del valore dell'impresa attraverso l'indebitamento⁶³.

Il teorema di Modigliani e Miller viene comunque fortemente criticato anche e soprattutto quando "si considera la possibilità di «fallimenti di mercato» dati, ad esempio, da asimmetrie informative tra datori e prenditori di fondi"⁶⁴. A tale riguardo, Akerlof (1970) mostra che "nel mercato dei capitali le asimmetrie informative spiegano una forma di razionamento dei finanziamenti laddove il mercato nega i fondi a prenditori che hanno caratteristiche identiche a quelli che invece li ricevono. Tutte queste considerazioni portano a identificare il motivo per cui il finanziamento interno ed il finanziamento esterno sono perfetti sostituti e i rispettivi costi sono differenti"⁶⁵.

⁶³ WELCH I., Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy* 112, 2004, p. 106-132.

⁶⁴ LOPES A., Accesso al credito, vincoli patrimoniali e sistema bancario. L'esperienza della crisi finanziaria, *Rivista economica del Mezzogiorno*, Fascicolo 3, settembre 2014, p. 147 e ss.

⁶⁵ DI GIULIO D., Finanziamenti bancari al settore produttivo: credit crunch o extracredito, in «Temi di Economia e Finanza», ABI, novembre, n. 1., 2009, p. 258 e ss.

CAPITOLO TERZO

La funzione finanziaria in ottica strategica

3.1. La rilevanza strategica del supporto fornito dalla gestione finanziaria alla gestione dell'impresa.

I concetti espressi nei capitoli che precedono richiamano l'attenzione sulla presa d'atto che qualsiasi decisione si intraprenda, da un punto di vista finanziario o più generale, questa dipende in modo diretto da una visione strategica complessiva che deve appartenere alle imprese, qualsiasi sia la dimensione. Occorre chiaramente sottolineare che **la gestione finanziaria è strategia, controllo e supporto nello stesso momento** nelle mani di una direzione che deve svolgere nel medesimo momento compiti di programmazione, gestione e controllo di determinate azioni e verificarne l'andamento sempre coerentemente con gli obiettivi tipici del mantenimento di un equilibrio tra impieghi e fonti. Ed, in effetti, proprio l'attività di direzione rappresenta un continuo susseguirsi ed intrecciarsi di decisioni e conseguenti azioni dalle quali dipendono in misura più o meno mediata i risultati aziendali. Si deve decidere, si deve agire e, soprattutto, si deve saper far agire. A tal proposito Simon scrive che "tra i compiti di un dirigente non rientra solo la formulazione delle decisioni, ma anche l'accertarsi che l'azienda o la parte di essa che dirige ne attui il contenuto"⁶⁶. L'attuazione delle decisioni adottate da parte della direzioni implica l'utilizzo di risorse finanziarie, che certamente non possono essere frutto di valutazioni casuali. Devono, invece, essere stanziati e destinati ad uno specifico obiettivo oltre che frutto di opportuna pianificazione in termini di modalità di ricerca e di utilizzo delle stesse, con specifico riferimento al piano di rientro riguardante l'eventuale esposizione nei confronti di finanziatori o del mercato. In tale

⁶⁶ SIMON, Direzione di Impresa e automazione", Etas libri, Milano, 1968, p. 147.

prospettiva e nella visione tipica della gestione finanziaria dirigere significa quindi scegliere le direttive da impartire in merito ai fattori produttivi materiali e personali da impiegare, alle loro modalità d'uso e ai risultati che si desidera conseguire e fare in modo che qualcuno agisca in conseguenza delle direttive prescelte. Tuttavia svolgere in modo efficace le attività direttive non è altro che una premessa all'efficace fluire della gestione. Molta dell'efficacia e dell'efficienza dipendono poi dal configurarsi delle attività esecutive che devono essere in grado di conciliarsi con quelle che possono essere definite le decisioni strategiche che nel caso finanziario coincidono direttamente con i meccanismi di reperimento delle fonti. Occuparsi dell'attività di direzione è quindi un approccio parziale, che taglia in "trasversale" i tre momenti dell'amministrazione aziendale, tralasciandone gli aspetti esecutivi. I tre momenti sopracitati sono l'attività di decisione (scelta delle direttive), l'attività di comando (trasmissione delle direttive scelte) e l'attività di controllo (verifica dell'attuazione delle direttive trasmesse). La distinzione nell'ambito delle attività direttive fra compiti di decisione, comando e controllo è totalmente indipendente dai caratteri delle attività da dirigere. Nel caso della struttura finanziaria, infatti, una gestione strategica delle fonti deve essere in grado di condurre l'impresa verso il raggiungimento strategico degli obiettivi facendo riferimento ad un insieme complesso di fonti finanziarie interne e provenienti dal mercato che devono essere equilibrate e destinate a servire lo scopo strategico, oltre a dover continuamente essere sottoposte a controllo e verifica. Partendo da Fayol e passando per Bernard (1938), Urwick (1943), Drucker (1954), Koontz (1955) e Newman (1951), la letteratura ha formulato precise proposte su quali siano i compiti direttivi oltre che di verifica e controllo da parte della direzione finanziaria, quali siano i metodi più efficaci per svolgerli e quali gli strumenti

a tal fine più utili. Ma quali che siano le definizioni accolte e gli aspetti enfatizzati, a chi dirige resta da prendere una scelta di fondo; “per decidere si aspetta il verificarsi dell’evento che rende indilazionabile la decisione oppure si anticipa il verificarsi dell’evento decidendo subito che cosa si farà in futuro?”⁶⁷. All’interno della dinamica finanziaria e della gestione delle fonti molto importante è sicuramente la possibilità di prevedere l’andamento di determinate variabili. Se poi l’ammontare delle fonti ed il loro valore risulta essere anche legato all’andamento dei mercati la gestione strategica deve essere in grado di inglobare nei suoi processi di valutazione innumerevoli fattori da monitorare nelle diverse fasi. Esistono perciò due modi di impostare l’attività di direzione: il primo attende il verificarsi degli eventi, il secondo cerca di prevenirli e anticipare alcune decisioni. Non si può dire quale dei due sia il modo migliore. Sicuramente la complessità che caratterizza la nostra epoca e che “si presenta come difficoltà e come incertezza non come chiarezza e come risposta”⁶⁸ sta mettendo in crisi il primo approccio. Tuttavia, non esiste alcuna prova empirica che permetta di dare una risposta concreta e certa all’interrogativo proposto. Si tratta più che altro di una scelta di metodo: scegliere se orientare la direzione finanziaria al presente e passato attuando un comportamento di tipo reattivo basato sulla razionalità della decisione secondo una logica di causa-effetto, oppure stare attenti al futuro e alle sue implicazioni gestionali e attuare un comportamento di tipo proattivo⁶⁹. Bisogna prestare attenzione al fatto che pianificare e programmare non sono attività naturali e perciò richiedono uno sforzo che deve essere indirizzato stimolato e coordinato e reso più agevole

⁶⁷ BUBBIO A., Budget, terza edizione, Il Sole 24 Ore, Milano, 2009, p. 189.

⁶⁸ MORIN, Le vie della complessità, in La sfida della complessità (a cura di G. Bocchi e M. Ceruti), Feltrinelli, Milano, V edizione, 1990, p. 12.

⁶⁹ MORGAN, Sull’onda del cambiamento. Manager verso il 2000: la sfida del secolo”, F. Angeli, Milano, 1989, p. 19 e ss.

da un punto di vista realizzativo. A questo scopo vengono concettualizzati i sistemi di pianificazione e controllo tipici di ogni area aziendale e soprattutto di quella finanziaria: per quest'ultima - come accennato nel corso del presente lavoro - si tratta di un insieme di procedure, metodologie e strumenti informativi che cercano di influire sul comportamento delle persone che operano a vari livelli in impresa affinché queste assumano comportamenti in grado di facilitare e consentire il conseguimento dei risultati desiderati⁷⁰. E' stato a lungo oggetto di dibattito se sia opportuno distinguere i termini *pianificazione* e *programmazione* o se sia opportuno trattarli da sinonimi. Nella letteratura italiana è marcata la tendenza ad effettuare una distinzione tra i due termini; distinzione che partendo da quella *zappiana* legata al differente orizzonte temporale, si è ampliata considerando il diverso oggetto delle scelte preordinate. Sono oggetto dell'attività di pianificazione le scelte concernenti le alternative di azione con orizzonti temporali di lungo termine e attinenti la dimensione strategica della gestione, mentre sono oggetto di programmazione le scelte di gestione operativa, tipicamente di breve periodo. La pianificazione "strategica" (*strategic planning*) è caratterizzata da una prospettiva di lungo termine ed è un'attività specifica della direzione strategica. Da un punto di vista che possiamo definire prevalentemente finanziario nell'attività di pianificazione si definiscono gli obiettivi generali di un'impresa e le politiche aziendali e si compongono le scelte relative alla struttura di fondo dell'impresa (*scelte attinenti le combinazioni di prodotto/mercato/tecnologia, la capacità produttiva da installare e la stima del fabbisogno finanziario*). Per quel che riguarda, invece, la programmazione, al fine di meglio comprenderne l'utilizzo oltre che i limiti,

⁷⁰ FLAMHOLTZ, "Organizational Control Systems as a Managerial Tool", California Management Review, n.2 (Trad.it. "Il sistema di controllo come strumento di direzione" in Misurazioni di azienda. Programmazione e Controllo, a cura di F. Amigoni, vol .I, Giuffrè, Milano 1988), p. 58 e ss.

è necessario cogliere che nell'attività di programmazione al livello di risorse finanziarie si definiscono gli obiettivi di gestione operativa, assumendo come vincolanti e nella cornice delle scelte di primo tipo, di cui alla pianificazione suddetta. E' fondamentale tener conto del fatto che esistono diversi livelli di programmazione. La programmazione "di gestione" (*management control*) è una programmazione di medio termine dove vengono definiti il budget e i piani di azione ed è di competenza del controllo di gestione, come esposto anche nel capitolo secondo del presente lavoro⁷¹. La programmazione "operativa" (*task control*) è la programmazione "day by day" e cioè di breve termine caratteristica della operatività quotidiana e di competenza delle unità operative⁷². Distinguiamo quindi due momenti, il momento operativo, il quale concerne il coordinato impiego dei fattori produttivi, dati certi prodotti, certi mercati, certe tecnologie e certi rapporti dell'impresa con i molteplici interlocutori dell'ambiente esterno, e il momento strategico in cui si compongono le scelte relative a tutti questi aspetti che il primo assume come "dati", cioè che cosa produrre, per chi produrre e come produrre. A diversi oggetti corrispondono diverse informazioni, su cui basare le decisioni, e diversa durata e rilevanza degli effetti delle scelte operate in sede di pianificazione rispetto a quelle composte in sede di programmazione. Nonostante queste diversità, simile è il tipo di attività mentale esercitato nei due processi, cioè definire gli obiettivi da raggiungere e decidere ciò che si deve fare in un futuro più o meno lontano, affinché l'impresa, date certe previsioni e assunzioni e definiti i risultati desiderati, proceda costantemente nella direzione desiderata. Viste le caratteristiche peculiari delle attività di pianificazione e programmazione in ambito finanziario, spesso si

⁷¹ Si richiamano infatti le considerazioni in tema di budget formulate al para 2.2.

⁷² CASATI G., Programmazione e controllo di gestione nelle aziende sanitarie, McGraw-Hill, Milano, 2000, p. 178 e ss.

confondono queste due attività con l'attività di previsione. Quest'ultima è un'attività chiamata a prospettare la probabile evoluzione di alcuni andamenti a livello finanziario e quindi legati all'ambiente esterno e di impresa, ma in assenza di decisioni da parte della direzione volte a dominare l'evolversi dei fenomeni stessi. La previsione è perciò una premessa alla pianificazione e programmazione, ma è da queste distinta. Pianificare e programmare è difficile, ma è importante soprattutto in un ambiente turbolento dove guardare avanti, fissarsi degli obiettivi e definire delle azioni per raggiungerli, sono condizioni essenziali per la vitalità dell'impresa. **Inoltre, non bisogna aver timore di rimettere sempre tutto in discussione in conseguenza di imprevedibili evoluzioni dell'ambiente.** Un'ultima precisazione è che pianificare e programmare non significa non lasciare nulla al caso ed eliminare ogni ambiguità, ma significa strutturare lo strutturabile, dominare il dominabile, definire le coordinate di un'attività che sappia cogliere l'ordine superiore per anticipare o gestire tempestivamente i cambiamenti. È utile chiarire che i termini "programmazione e controllo" sono inscindibili in quanto fasi logiche della stessa medaglia che parte da una azione di programmazione (definizione degli obiettivi attesi) e continua, attraverso le proprie attività, con un controllo costante dei risultati (rilevamento del dato osservato) e delle risorse impiegate⁷³. La programmazione e il controllo sono due concetti complementari che trovano un significato se e solo se messi in correlazione reciproca. La programmazione e il controllo fondano la loro attività, principalmente sul confronto tra obiettivi preposti e risultati raggiunti. Attraverso l'attenta analisi degli scostamenti si cerca di comprendere se è il caso di porre in atto

⁷³ BORGONOV E., *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*", Egea, Milano, 1990, p. 56 e ss.

eventuali azioni correttive. Tali azioni possono anche portare alla modifica degli obiettivi sulla base di ciò che è stato rilevato ma normalmente sono finalizzate al miglioramento della performance senza modificare gli obiettivi predefiniti nel caso in cui si ritenga che tali obiettivi siano effettivamente raggiungibili. Il controllo di gestione, e cioè l'analisi degli scostamenti e la ricerca di azioni correttive, ha significato se esiste una programmazione precedente, se è costante durante tutto lo svolgimento delle attività, se è frequente ed è in grado di far "aggiustare il tiro" in tempo.

Grafico 5. Programmazione e controllo (fonte: nostra elaborazione testo Simeoni, 2001)



L'attività di direzione anche a livello finanziario si completa solo ove si assolva anche una funzione di controllo, attraverso un confronto tra risultati desiderati e risultati conseguiti, da cui maturano occasioni di apprendimento, nascono stimoli al cambiamento. È la fase che rappresenta la chiusura logica di un ciclo direzionale e contemporaneamente il momento di avvio di un nuovo ciclo. È nella fase di controllo dell'equilibrio finanziario che si attivano processi di accumulo di esperienza, tanto maggiori quanto più

si individuano, attraverso un'analisi approfondita, le cause di determinati risultati, più o meno in linea con gli obiettivi prefissati. Quante più volte si percorrono le varie fasi del ciclo di pianificazione, programmazione, gestione e controllo, tanto più si apprende. L'apprendimento è più probabile che scatti quando, nel confrontare i risultati effettivi con quelli desiderati, ci si spinge in un'analisi delle variazioni che evidenzia non solo le cause di primo livello, ma stimoli ulteriori approfondimenti alla ricerca delle "cause delle cause"⁷⁴. Gli interventi per riportare i risultati dell'attività in linea con quelli desiderati sono differenti a seconda delle cause. L'attività di controllo ha estrema rilevanza all'interno del processo decisionale, tuttavia il termine "controllo" può risultare talvolta ambiguo. Di questo termine sono stati fatti usi svariati e non sono quindi mancati problemi di ordine semantico. Basti ricordare tre scuole: Harvard, la Columbia University e quella Californiana dei Comportamentisti. La prima, con il lavoro di Anthony, proponeva nel 1965 un approccio in base al quale si distingueva: la pianificazione strategica dal controllo direzionale (*management control*) e dal controllo operativo (*operational control*) o controllo del compito (*task control*). Per ognuna di queste attività venne data una definizione che condizionò per più di vent'anni larga parte della letteratura del management statunitense: "la pianificazione strategica è il processo attraverso il quale si decidono cambiamenti negli obiettivi di un'impresa, nelle risorse che debbono essere utilizzate nel perseguimento di questi obiettivi, e nelle politiche che governano l'acquisizione e l'utilizzo di queste risorse"; mentre il controllo direzionale venne definito come "il processo attraverso il quale si cerca di

⁷⁴ BUBBIO A., L'analisi della redditività nelle imprese MULTI-A.S.A.", *Amministrazione & finanza*, 8(2), 1994, pp. 93-101.

assicurare che le risorse siano ottenute e utilizzate efficacemente ed efficientemente nel perseguimento degli obiettivi aziendali”⁷⁵. Ne emerge una visione un po’ meccanicistica del processo, quasi che le persone non siano coinvolte. Uno schema preciso e razionale, finalizzato a proporre una separazione per attività che nella realtà aziendale spesso non lo sono o se lo sono questo costituisce più una fonte di problemi che un’efficace soluzione. Si deve recepire che esiste un qualcosa di non quantificabile e non formalizzabile e che non si può considerare questo come qualcosa di non esistente. Si deve cercare di affrontare la complessità riconoscendola e non cercando di semplificarla⁷⁶. Questa distinzione è apparsa utile per definire diversi possibili approcci alla comprensione delle funzioni della direzione finanziaria dell’impresa. È possibile distinguere un controllo della direzione di marcia, controllo si-no e controllo postazione. Il controllo della direzione di marcia o *steering control* degli equilibri finanziari è un’attività di controllo in base alla quale il confronto tra il risultato desiderato e quello effettivamente realizzato è finalizzato a prevenire insuccessi e ad attivare azioni correttive prima che il risultato finale venga conseguito. Un approccio tanto più importante quanto più l’ambiente nel quale ci si trova a operare è incerto, poco conosciuto o poco prevedibile (Newman, 1975). L’ultimo approccio, quello comportamentistico delle università californiane, ha una visione del controllo e della gestione finanziaria molto ampia e poco meccanicistica. Il controllo a livello finanziario, non si realizza unicamente attraverso il disegno e l’impiego di un sistema amministrativo formale, ma

⁷⁵ BUBBIO, A., “Budget”, terza edizione, Il Sole 24 Ore, Milano, 2009, p. 147.

⁷⁶ FRANCESCONI, A. “Il sistema di reporting”, in Programmazione e controllo di gestione nelle Aziende Sanitarie, a cura di gestione nelle Aziende Sanitarie (a cura di Giorgio Casati), McGraw-Hill, 2000, p. 189 e ss.

anche attraverso il controllo che i singoli esercitano su loro stessi e il controllo di clan o dei gruppi sociali presenti in un'organizzazione. La dottrina italiana non ha trascurato gli aspetti e le implicazioni organizzative del controllo sin da quando Coda ha distinto il controllo economico da quello esecutivo. Il primo è chiamato a verificare la convenienza economico-finanziaria delle azioni intraprese sia in generale sia rispetto a quanto prefissato in sede di programmazione. Il controllo esecutivo è invece destinato a monitorare in termini di risultati conseguiti o di attività svolte il comportamento delle persone che operano in una organizzazione. Diverse scuole hanno dunque utilizzato con diversi significati il termine controllo. A esso possono essere attribuiti, inoltre, significati differenti a seconda che ci si riferisca al termine originario francese *contrôl* o a quello inglese *control*. Il primo significa "riscontro, verifica", mentre nel secondo termine si racchiude il senso dei verbi "dirigere, regolare, pilotare". Proprio con quest'ultimo significato è utilizzato il termine controllo allorché si parla di controllo direzionale o "controllo di gestione". Se si vogliono evitare connotazioni negative, è opportuno abbinare il primo significato al termine programmazione. In quest'accezione ristretta, l'attività di controllo è comunque così legata a quella di programmazione da rendere opportuna l'identificazione di un unico processo composto da varie fasi. Tutte queste precisazioni terminologiche consentono di evidenziare che con i termini: programmazione e controllo, controllo direzionale e controllo di gestione si designano le medesime attività direzionali, distinte dalla pianificazione dai contenuti strategici.

3.1.1. La finanza subordinata.

L'attività della direzione finanziaria consente all'impresa di soddisfare il fabbisogno finanziario. In effetti, per **finanza subordinata si intendono l'insieme delle operazioni che** possiamo dire, sistematicamente, **una determinata impresa mette in atto per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario. Il fabbisogno finanziario, del resto, consente di soddisfare le esigenze gestionali e supportare anche la strategia.** Tali tipologie di operazioni divergono da quella che può essere definita finanza strategica, in quanto idonee materialmente a garantire il prosieguo delle attività aziendali quotidiani e quindi anche della strategia complessiva. La copertura finanziaria è quindi da intendere una variabile dipendente dalle esigenze dell'impresa e in tale contesto si adatta e quindi si subordina alle necessità aziendali. Tali necessità sebbene possano essere di natura contingente sono, comunque, strumentali a garantire all'impresa una sorta di indipendenza e quindi di autonomia nel perseguimento degli obiettivi. La direzione finanziaria a tal proposito per realizzare le esigenze della finanza subordinata deve essere in grado di pianificare l'uso e il reperimento delle risorse in precedenza. Le risorse possono, in tal caso, provenire dal flusso di cassa utilizzato internamente per mandare avanti la produzione o attinto da sistemi di erogazione del credito concordati con intermediari o fornitori che possono, ad esempio, accordare dilazioni di pagamento. In tale prospettiva la gestione finanziaria è come se fosse direttamente legata con un legame di consequenzialità alle necessità delle aziende e quindi la direzione finanziaria non potrebbe allargare l'orizzonte temporale e quindi organizzare le fonti in modo diverso da quello proveniente dalle necessità gestionali. **E' la gestione dell'impresa che impone alla gestione finanziaria un determinato comportamento.** Tale assetto di subordinazione ha i suoi aspetti positivi in

quanto inquadra la funzione finanziaria come una sorta di entità produttiva di risorse e quindi in grado di soddisfare le esigenze imprenditoriali. Tuttavia proprio per questo motivo andare oltre la gestione diventerebbe un grosso problema in quanto eventuali scelte extragestionali da parte del management non potrebbero essere soddisfatte se non dopo una riorganizzazione del tutto.

3.1.2. La finanza integrata.

Per finanza integrata si intende una funzione finanziaria svolta in modo tale che le scelte relative agli investimenti e quelle relative ai finanziamenti rappresentano parti di un unico processo decisionale che si riflette sulla dinamica degli utili correnti e sulla composizione patrimoniale. Le decisioni in questo caso vengono prese con un forte grado di interrelazione e con un diretto collegamento tra coloro i quali decidono di effettuare degli investimenti e i soggetti che devono assicurare copertura. **La finanza integrata rappresenta, forse, un buon compromesso tra una attività della direzione finanziaria orientata direttamente ad essere subordinata alla gestione e la visione strategica della scelta finanziaria.** Tale ultima ipotesi come vedremo pone l'azienda in una condizione decisamente diversa rispetto alle altre due visioni, con una impostazione della struttura finanziaria decisamente orientata al mercato.

Il fabbisogno finanziario nella visione integrata della finanza deve essere considerato come una variabile endogena che sollecita i portatori di interesse e quindi i finanziatori e gli azionisti a veicolare dei flussi verso l'azienda. Una volta acquisiti i flussi finanziari, tali risorse vengono inserite nel quadro di

gestione dell'investimento che viene realizzato.⁷⁷ Nel momento in cui gli investimenti iniziano a dare dei frutti tali risorse vengono poi ad essere distribuite ai diversi portatori di interessi. Occorre dire che tale visione blocca una pianificazione strategica orientata ad innovare il modello di business in modo radicale. Le risorse sono vincolate agli investimenti e da questi devono ritornare per remunerare gli azionisti. Occorre poi puntualizzare che, nei fatti, i vantaggi sia della visione di una finanza subordinata sia di quella di una finanza integrata risiedono direttamente nella presa d'atto del ruolo svolto dalla funzione finanziaria nell'economia d'impresa, quindi, se da un lato è bene che sia distinto in termini organizzativi dagli altri rami della gestione, dall'altro deve con questi interagire il più possibile per evitare che il suo esercizio risulti slegato dalla reale dinamica delle variabili aziendali. **Una visione distante da quella effettivamente legata all'attività aziendale può condurre direttamente a perdere di vista quello che è il ruolo della finanza d'impresa che non può in nessun modo protendere verso una eccessiva finanziarizzazione ma supportare la gestione aziendale.** Ed in effetti, la tendenza ad allontanarsi dal supporto della gestione caratteristica all'interno delle moderne imprese, è sempre stato molto forte. Questo comporta chiaramente che si facciano scelte di natura speculativa con ripercussioni importanti sulle funzioni aziendali e sul valore complessivo della struttura produttiva. Anche per collegarsi a quanto diremo nel secondo paragrafo del presente capitolo si può affermare che la finanza integrata sia da considerare una via di mezzo importante tra le due visioni proposte in quanto consente di realizzare uno stretto collegamento con le attività dell'azienda perché ognuna di esse produce o

⁷⁷ VARFOLOMEEVA, YU.A. Financial control: nature and types. Auditor, 2, 2006, p.16-22.

consuma liquidità, generando flussi di cassa in entrata o uscita che vanno previsti, controllati e gestiti.

3.1.3. La finanza strategica.

La finanza strategica definisce l’allocazione degli investimenti, la politica finanziaria, le decisioni di finanziamento e le scelte di struttura finanziaria. Il suo referente è il direttore finanziario. L’orizzonte temporale è di medio-lungo. Rispetto alle due visioni prospettate in precedenza occorre sottolineare che la finanza strategica si distacca da una visione ancorata prettamente alla gestione o integrata e quindi speculare ad un determinato investimento. Per finanza strategica si fa riferimento a un complesso di “decisioni di responsabilità degli organi di governo aziendale (assemblea degli azionisti, consiglio di amministrazione, direzione generale) che definiscono, da un lato, i rapporti tra le imprese, i propri investitori ed i mercati dei capitali, e dall’altro, gli obiettivi, i principi e gli strumenti che devono guidare la gestione finanziaria, tenuto conto delle specifiche finalità economiche delle singole imprese, degli interessi degli azionisti, della struttura aziendale (management e dipendenti) e delle logiche di funzionamento dei mercati dei capitali”⁷⁸.

Si tratta, quindi, di una funzione gestionale con cui il management delle imprese e gli operatori finanziari coinvolti nella gestione delle imprese possono generare valore attraverso delle azioni che facciano lievitare il valore delle risorse investite. **La finanza strategica, quindi, integra gli strumenti e le tecniche della gestione finanziaria e di quella strategica per poter andare a gestire le risorse e nello stesso tempo accrescere il valore dell’azionariato nel lungo termine.** Questi strumenti riguardano la valutazione delle

⁷⁸ Ibidem.

decisioni strategiche, la formulazione e l'implementazione delle decisioni ed anche la valutazione delle prestazioni e i relativi sistemi di controllo. Si viene a colmare la distanza che si crea tra la programmazione a lungo periodo e le decisioni gestionali della struttura finanziaria e quindi si viene a creare sostanzialmente un superamento delle dinamiche tipiche della gestione finanziaria orientata a misurare redditività e flussi di cassa o al massimo nel sincronizzarli con le uscite.⁷⁹

3.2. Il fattore dimensionale e il suo impatto sull'efficienza ed efficacia della funzione finanziaria: le difficoltà delle Piccole e Medie Imprese nella pianificazione finanziaria e nella gestione di fonti e impieghi.

Il tessuto produttivo italiano si caratterizza per la presenza importante di piccole e medie imprese. Tali entità produttive in realtà hanno costituito la spina dorsale del processo di creazione di valore del settore manifatturiero ed in generale della produttività del sistema Paese. Alcune di esse poi, anche in virtù di particolari produzioni e conservando un attaccamento con il territorio, sono diventate delle grandi imprese multinazionali. Prodotti di altissima qualità hanno letteralmente conquistato i mercati internazionali proponendo una idea di italianità difficile da replicare. Purtroppo le nostre aziende, soprattutto con riferimento all'aspetto dimensionale e a quello che possiamo definire il posizionamento sullo scenario internazionale, hanno subito e subiscono una certa chiusura da parte del sistema Paese che non garantisce un supporto valido alle strategie aziendali.⁸⁰ In effetti, il periodo di crisi iniziato nel 2008 ha acuito determinati fenomeni; il sistema di intermediazione finanziaria italiano si caratterizza per una certa chiusura nei

⁷⁹ SOSTERO, FERRARESE, MANCI, MARCON, *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, II edizione, Giuffrè, Milano, 2016, p. 412 e ss.

⁸⁰ QUINTILIANI A., *Strumenti di analisi e pianificazione finanziaria per le piccole e medie imprese*, Aracne, 2009, p. 74 e ss.

confronti delle imprese di piccole e media dimensione che cercano di intraprendere dei percorsi di sviluppo. Sicuramente ad aggravare determinati comportamenti sono le stesse strutture aziendali, spesso non orientate ad affrontare una crescita dimensionale sulla base di precise direttrici, che il mercato impone. Tuttavia l'accesso al credito da parte delle imprese di piccole dimensioni risulta essere oggettivamente difficile. L'importanza della pianificazione finanziaria, in tal senso, potrebbe contribuire a rendere tali processi più facili per le aziende che potrebbero capire in primis chi potrebbero essere i soggetti in grado di entrare all'interno delle dinamiche aziendali per supportarle adeguatamente. Ci si riferisce ad enti, istituti di credito ed anche strumenti finanziari da considerare adeguati per sostenere la crescita aziendale.

Nel momento della scelta della struttura finanziaria le imprese decidono come combinare quantitativamente e qualitativamente determinate risorse finanziarie per supportare al meglio le proprie decisioni di investimento. Chiaramente questo è un tema molto caldo: basti pensare alle implicazioni dal punto di vista teorico e pratico in termini di scelte operative.

E' questa una spiegazione plausibile delle molteplici iniziative, in ambito accademico, volte ad elaborare modelli teorici scarsamente suffragati da risultati empirici di rilevanza. Proprio l'analisi di casi pratici, come quello relativo alle piccole e medie imprese, conduce l'osservatore a concludere che gli esiti delle condotte aziendali non sono affatto univoci in quanto ogni attività imprenditoriale è caratterizzata da specifiche dinamiche produttive che la configurano come in un sistema di valori difficilmente replicabile.

Inoltre, la varietà e la variabilità degli studi sugli indirizzi gestionali delle imprese è indissolubilmente legata alle realtà geografiche all'interno delle quali risulta inserita l'impresa. Appare ancor più difficile, in questi termini,

estendere le conclusioni di modelli teorici sviluppati con riferimenti empirici di realtà aziendali statunitensi, alle imprese italiane, le quali operano in un contesto frammentato e con caratteristiche diverse non solo dal resto d'Europa, ma da regione a regione all'interno della stessa nazione ⁸¹.

Infatti, assolutamente non trascurabile è, soprattutto per le imprese di dimensione ridotta, il tema del *capital structure* che empiricamente ha implicazioni notevoli rispetto alla gestione dell'impresa. Rischio e costo del capitale, assetti proprietari, corporate governance, autofinanziamento e investimenti, rapporto con i mercati e con gli intermediari finanziari hanno delle implicazioni rilevanti nel momento in cui ci si sofferma, con intento speculativo, sulle scelte di gestione, e in particolare sulle scelte finanziarie, delle imprese. Diciamo anche che all'interno delle imprese di piccola dimensione molto spesso il collegamento tra le scelte della direzione finanziaria e la strategia aziendale sono molto più evidenti. L'azienda, svolge la propria attività produttiva impiegando delle risorse al fine di ottenere dei prodotti (beni o servizi) e destinarli alla vendita. Così definita, la gestione aziendale è composta da quelle operazioni volte alla generazione del reddito attraverso la vendita ad un prezzo superiore ai costi, garantendo in questo modo l'equilibrio economico.

Del resto, nella ridotta dimensione e nella sua semplicità, acquisto-trasformazione-vendita rappresentano le operazioni peculiari che definiscono il ciclo produttivo aziendale, il cui inizio è segnato dal sostenimento del costo mentre la fine è rappresentata dall'entrata di moneta dovuta al ricavo ⁸².

Da questa prospettiva, le operazioni di gestione aziendale sono facilmente collocabili in due aree specifiche e definite: l'area economica e l'area

⁸¹ SAPIENZA P., Le scelte di finanziamento delle imprese italiane, in Angeloni, Conti, Passacantando a cura di Le banche delle imprese, Il Mulino, Bologna 1997

⁸² REA M. A., Informazioni di bilancio e situazione finanziaria d'impresa, Giappichelli Editore, 2001.

finanziaria⁸³. Essendo parte integrante di uno stesso ciclo, questi due aspetti risultano essere correlati in quanto il raggiungimento dell'equilibrio economico non basta all'azienda per sopravvivere, poiché una crisi di liquidità, anche temporanea, non permette all'azienda di ottemperare alle obbligazioni contratte portandola, così, al fallimento.

L'area finanziaria permette, quindi, all'azienda di reperire i mezzi finanziari necessari per portare avanti il ciclo produttivo senza che si verifichino delle incongruenze tra la manifestazione monetaria dei costi e quella dei ricavi. A tal proposito, è la stessa gestione economica che, per sua natura, implica l'esistenza di tale fabbisogno e ciò è adducibile a due fattori, ovvero l'antieriorità dei costi rispetto ai ricavi e l'esistenza di moneta creditizia: questo sottolinea ulteriormente la stretta connessione tra le due aree nella gestione aziendale, rendendo così imprescindibile un'ottica biunivoca tra le scelte economiche e finanziarie di una qualsiasi azienda.

Dalle considerazioni appena espresse, è facile dedurre che l'area finanziaria influisce molto di più, nelle imprese di piccola e media dimensione, sulla produzione del reddito in maniera indiretta in quanto agisce da supporto all'attività economica.

In tale prospettiva, il processo di controllo si inserisce tra quelli decisionale ed operativo allo scopo di assicurare che le scelte, assunte a livello dell'amministrazione e della direzione aziendale, siano correttamente attuate da parte degli organi esecutivi. Ma il controllo serve a valutare la bontà delle decisioni prese e, secondo un'interpretazione estensiva, anche di quelle da formulare, cioè si riferisce sia al momento dell'attuazione delle operazioni di gestione sia allo stadio antecedente della loro programmazione. In relazione

⁸³ INCOLLINGO A., Il fabbisogno finanziario dell'impresa, Giuffrè, Milano, 1996.

a queste diverse finalità, si usa pertanto distinguere il **controllo direzionale** dal **controllo esecutivo**.

Il primo, si riferisce soprattutto al processo decisorio, in quanto tende a fornire gli elementi per assumere o per correggere le scelte definite in sede di organizzazione e di programmazione della gestione⁸⁴. Il controllo direzionale è il sistema con cui i dirigenti si accertano che la gestione si stia svolgendo secondo condizioni di efficienza e di efficacia coerenti con gli obiettivi di fondo definiti in sede di pianificazione strategica. Il controllo di gestione viene definito direzionale in riferimento al suo oggetto, che è rappresentato dalle prestazioni dei dirigenti. Esso possiede un grado piuttosto elevato di discrezionalità, in quanto si basa su meccanismi di verifica rispetto ai quali interviene il giudizio soggettivo. Lo stesso controllo di gestione, attraverso il monitoraggio dei risultati, ha come obiettivo quello di guidare le scelte dei manager verso gli obiettivi organizzativi e responsabilizzare i manager stessi sui risultati conseguiti.

Da un punto di vista esecutivo la gestione finanziaria ha il controllo di specifiche operazioni di gestione compiute per il perseguimento delle strategie e degli obiettivi di fondo previsti in sede direzionale. Esso, quindi, può considerarsi un controllo di ordine inferiore, seppure complementare a quello direzionale. Il controllo esecutivo, si attua sulla base di misurazioni strettamente quantitative e non comporta, di solito, né una complessa analisi delle cause e del luogo di certe disfunzioni né l'impiego di giudizio discrezionale da parte degli organi incaricati a realizzarlo. All'interno della direzione finanziaria qualsiasi controllo esecutivo, per distinguerlo da quello direzionale, si basa su meccanismi automatici di verifica rispetto ai quali non

⁸⁴ SANSONETTI F., "Riorientamento del controllo di gestione verso il performance management" in *Amministrazione Finanza & Oro*, n.1/2002, p. 71 e ss.

interviene il giudizio soggettivo; esso si impernia sulla fissazione di regole precise per lo svolgimento di compiti specifici e si traduce nella constatazione del rispetto o meno di tali regole. Anche se complementari, i due livelli di controllo differiscono quanto all'oggetto di riferimento. Nel controllo direzionale, l'oggetto è sostanzialmente costituito dalle prestazioni dei dirigenti, nel controllo esecutivo da specifiche azioni⁸⁵. Tale attività da parte della direzione finanziaria è dunque necessaria per assicurare l'ordinato svolgimento dell'attività aziendale, rappresentando una funzione che si diffonde a qualsiasi livello e a qualsiasi posizione organizzativa.

Il controllo ha subito una marcata evoluzione, infatti si è trasformato da strumento di "costrizione" in strumento di "indirizzo" dell'attività gestionale. L'ampliamento dei contenuti del processo di controllo è stato originato soprattutto dallo sviluppo della programmazione aziendale, che ha permesso di effettuare un riscontro preventivo e concomitante delle decisioni e delle prestazioni da realizzare nell'organizzazione. Tale processo si svolge in aderenza con la pianificazione finanziaria in tre momenti successivi e complementari:

- a) in via *antecedente* rispetto all'azione mediante i vari tipi di analisi di mercato, le tecniche di ricerca operativa, ecc.;
- b) in via *concomitante* allo svolgimento dell'azione mediante l'analisi degli scostamenti tra le prestazioni realizzate e gli obiettivi fissati in sede di programmazione;
- c) in via *sussequente* per mezzo della determinazione di valori e indici di efficienza aziendale⁸⁶.

⁸⁵ FERRARIS FRANCESCHI R., Pianificazione e controllo, Vol I: Sistemi manageriali e logiche di funzionamento, Giappichelli, Torino, 2007, p. 147.

⁸⁶ GIUNTA F, Analisi di Bilancio, Riclassificazione, Indici e Flussi, Centro Stampa il Prato, Firenze, 2007 , p. 49 e ss.

Sempre da un punto di vista finanziario il controllo antecedente serve a valutare preventivamente la validità di certe scelte e trova sostanza nello stesso processo di programmazione. Anche il controllo concomitante si lega alla programmazione poiché ha lo scopo di guidare, a tutti i livelli dell'organizzazione, l'attuazione dei piani formulati. Infine, il controllo susseguente va inteso come valutazione dell'efficienza e dell'efficacia della gestione, cioè come strumento d'indirizzo per la formulazione delle decisioni future. In ogni impresa, soprattutto in quelle di piccole e media dimensione, sarà dunque necessario organizzare la funzione in modo da soddisfare le esigenze di indirizzo e di coordinamento dei processi direttivi ed operativi: si perverrà così alla predeterminazione di un vero e proprio "sistema" di controllo di gestione, il cui fine dovrà essere appunto il miglioramento dell'efficienza aziendale. L'organizzazione di questo sistema richiederà l'assunzione di una serie di scelte attinenti a: a) aree e attività specifiche da sorvegliare; b) tipi di controllo da esercitare in ciascuna area o attività (controllo anticipato, concomitante o susseguente; supervisorio o indiretto; ecc.); c) modalità di attuazione dei controlli (tempi, luoghi e standard di riferimento per i riscontri da effettuare); d) unità aziendali da incaricare dei controlli e degli interventi di correzione; e) sistemi d'informazione e circuiti di comunicazione da predisporre.

Nel controllo finanziario della gestione deve poi inserirsi il cosiddetto controllo strategico; la cui finalità è quella di valutare le prospettive di sviluppo dell'azienda, in funzione della strategia adottata per incontrare la futura evoluzione dell'ambiente. Il controllo operativo si articola in due fasi: il controllo antecedente o preventivo e il controllo concomitante ed è finalizzato alla verifica dei risultati di gestione. Le valutazioni di rendimento rientrano nel controllo susseguente allo svolgimento delle prestazioni e si

concretano nelle misurazioni di efficacia e di efficienza delle politiche e delle risorse impiegate nell'azienda. Il controllo strategico, infine, è il controllo globale prospettico della strategia e della struttura aziendale, inteso a verificare la congruenza esterna ed interna dell'azione imprenditoriale⁸⁷.

Il controllo preventivo di un determinato investimento da parte della direzione finanziaria è un controllo di realizzabilità, in quanto è inteso a verificare la raggiungibilità degli obiettivi, prima di assumere le decisioni di realizzazione delle azioni dirette appunto al loro conseguimento. In sostanza, questo controllo serve a verificare in modo anticipato la compatibilità tra obiettivi, decisioni e attività programmate, tenuto conto dei risultati già ottenuti e dell'evoluzione dell'ambiente esterno all'impresa. In tal senso, il controllo antecedente appare strettamente legato a quello concomitante perché il primo, mettendo in fase il processo di programmazione con il mutamento delle condizioni interne ed esterne all'azienda, accresce l'efficacia del controllo concomitante, mentre quest'ultimo contribuisce a fare emergere la necessità del controllo preventivo.

L'attuazione di una gestione programmata consente, ma allo stesso tempo esige, l'esplicazione di una funzione concomitante di **controllo operativo**. Quest'ultimo può essere definito come la procedura attuata, durante lo svolgimento delle operazioni aziendali, allo scopo di seguire lo sviluppo della gestione e di assicurare, nei limiti del possibile, il rispetto degli obiettivi fissati in sede di costruzione dei piani soprattutto da un punto di vista finanziario. La programmazione permette la realizzazione di un tale tipo di controllo perché fornisce gli elementi di riferimento o standard su cui esso dovrà svolgersi. Infatti, mediante l'articolazione del piano, gli obiettivi

⁸⁷ AMPOLLINI C, "Un sistema integrato di misure: la Balanced Scorecard" in Amministrazione & Finanza Oro n.4/2003, p. 87 e ss.

aziendali vengono scomposti in rapporto ai principali segmenti operativi e nel tempo, in modo da rendere attuabile un controllo continuo delle prestazioni realizzate nell'organizzazione. Dal momento che a ciascun centro di produzione, ciascuna filiale, ciascun operatore sarà attribuita una meta da raggiungere in un determinato periodo di tempo, sarà poi possibile analizzare, in base ai risultati effettivamente ottenuti, gli eventuali scostamenti verificatisi e proporre le opportune misure correttive. Il controllo operativo si sostanzia nel raffronto fra gli obiettivi programmati e le prestazioni ottenute e serve, quindi, ad indirizzare l'azione futura in base ai risultati prefissati, ma è anche necessario per assicurare ai piani la dovuta flessibilità. L'analisi degli scostamenti può infatti rivelare, oltre ad eventuali inefficienze organizzative, la necessità di modificare gli obiettivi e le politiche di gestione. Per ogni attività da compiere si stabiliscono degli obiettivi (produrre un certo numero di pezzi, vendere una determinata quantità di prodotti finiti), da sottoporre a controllo. Gli obiettivi possono essere desunti dalla programmazione formulata o essere fissati in fase di attuazione di specifiche politiche o azioni operative⁸⁸.

La fissazione degli obiettivi è un momento particolarmente delicato dell'impostazione del processo di controllo operativo perché, se essi non sono chiaramente definiti, sarà difficile attribuire la dovuta rilevanza alle successive fasi di misurazione e di analisi dei risultati conseguiti. Inoltre sarà necessario ottenere tempestivamente i dati sulle prestazioni, raccogliendoli e sottoponendoli all'indispensabile processo di elaborazione. In ogni azienda bisognerà stabilire un sistema di *reporting*, in grado di far giungere con regolarità i dati sui risultati di gestione ai dirigenti interessati. Il raffronto tra gli obiettivi fissati e i risultati conseguiti potrà fare emergere degli

⁸⁸ DOMENICHELLI O., Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici, Giappichelli, Torino, 2013, p. 185 e ss.

scostamenti non tollerabili e indurre ad analizzare le prime cause di essi. L'analisi causale è un momento di grande importanza perché deve fornire elementi preziosi sulla nascita delle deviazioni. Un'analisi scorretta può orientare in modo sbagliato gli interventi di gestione. Nel concetto di controllo operativo la finalità della fase degli interventi di correzione è quella di verificare la concordanza tra obiettivi e risultati, preservandola o ristabilendola quando tra questi dovessero crearsi delle difformità.

È chiaro, infatti, che il controllo operativo, quale complemento della programmazione, deve assicurare il mantenimento dell'equilibrio tra obiettivi e risorse impiegate nell'attività di gestione. In tal senso, esso si traduce anche in un controllo preventivo o antecedente nei confronti delle prestazioni ancora da realizzare. La sua attuazione è stata agevolata dalla possibilità di utilizzare sistemi elettronici di elaborazione e di trasmissione a distanza dei dati.

Da impresa ad impresa il controllo operativo può essere attuato a intervalli diversi di tempo: in alcune imprese esso è realizzato settimanalmente, in altre, invece, mensilmente. Quest'ultima è la ricorrenza più frequente. La difficoltà del controllo operativo consiste nell'analisi degli scostamenti verificatisi. Questi, infatti, possono essere dovuti a cause di diversa origine che, proprio attraverso l'analisi, devono essere individuate e rimosse. Gli interventi di correzione, dunque, possono avere oggetto il livello delle prestazioni ottenibili nell'organizzazione o direttamente i piani. I primi, lasciando fermi gli obiettivi prefissati, tendono a riportare l'attività in linea con la programmazione, i secondi hanno invece per scopo il riadeguamento di quest'ultima alle condizioni interne ed esterne di svolgimento della gestione.

3.3. Tassazione e finanziamento: l'impatto delle dinamiche macroeconomiche sulla scelta della struttura finanziaria e sulle decisioni strategiche delle imprese che operano a livello internazionale.

La scelta della struttura finanziaria così come le singole azioni che la caratterizzano dipendono da molteplici fattori, come accennato nel corso del presente lavoro. Rilevante è l'andamento delle principali variabili macroeconomiche. Intuitivamente il valore assunto dal tasso di interesse potrebbe comportare delle scelte facilmente riscontrabili all'interno della dinamica aziendale. La scelta di indebitamento deriva soprattutto dal costo, o meglio, dallo sforzo finanziario che viene sostenuto da una determinata impresa. Con questo si vuole affermare che la decisione di finanziare un investimento con capitali provenienti dai mercati implica una valutazione legata al livello del tasso di interesse.

Un tasso alto aumenta la difficoltà operativa nella realizzazione dell'investimento in quanto i flussi di cassa devono essere in grado di remunerare il capitale investito in modo adeguato, coprendo il costo del capitale. Il rendimento, in una parola, deve coprire gli sforzi sostenuti e quindi remunerare in modo coerente con tempi e consistenza gli impegni presi. Allo stesso modo la tassazione influisce sulle scelte imprenditoriali. Come si è avuto modo di precisare nel corso del presente lavoro la deducibilità e quindi la possibilità di sfruttare gli oneri finanziari come elemento in grado di ridurre in modo significativo l'incidenza fiscale, comporta chiaramente il prendere atto che indebitarsi potrebbe costare meno di una strategia di crescita basata sull'**autofinanziamento**.⁸⁹

⁸⁹ GRANT R. M., L'analisi strategica per le decisioni aziendali, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 136 e ss.

I benefici di tale tipologia di strategia, l'autofinanziamento, sono considerati in modo oggettivo come determinanti del successo aziendale⁹⁰. L'autofinanziamento consente all'impresa di operare una gestione parsimoniosa delle fonti di reddito che originano dalla dinamica aziendale, danno consistenza all'operato del management e collocano una realtà produttiva in una posizione dominante all'interno del mercato. Oltre al fatto che proprio la presenza di risorse interne riduce la dipendenza dell'azienda stessa dai portatori di interesse interni od esterni all'attività aziendale. Prendere una decisione strategica contando sulle risorse interne consente alle imprese di intraprendere strade di creazione del valore diverse da quelle usualmente battute del mercato in quanto la scelta strategica risulta essere libera da condizionamenti.

Tale tipologia di riflessione si applica soprattutto alle piccole e medie imprese, tradizionalmente in conflitto con le logiche tipiche dell'intermediazione finanziaria che per valutazioni associate a calcoli diversi del livello di rischio razionano le risorse finanziarie. Tale ultimo aspetto ha costituito soprattutto negli ultimi anni un problema importante per la dinamica industriale italiana che ha visto imprese alla ricerca di finanziamenti e banche non in grado di soddisfare questa richiesta per delle problematiche di capitalizzazione importanti e malgrado arrivassero e continuano ad arrivare molteplici risorse a livello macroeconomico, su ruolo pro-attivo anche della stessa Banca Centrale Europea.

Tuttavia la scelta dell'autofinanziamento⁹¹ è sempre da preferire, a meno che le condizioni di mercato siano così favorevoli che convenga in modo oggettivo prendere risorse a prestito, all'indebitamento - o meglio - ad alti

⁹⁰ DOMENICHELLI O., Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici, Giappichelli, Torino, 2013, p. 96 e ss.

⁹¹ BREALY A., MYERS C., ALLEN F., SANDRI S., Principi di finanza aziendale, Mc Graw Hill, 2006, p. 73 e ss.

livelli di indebitamento. Possedere una certa autonomia da un punto di vista finanziario consente di operare scelte che spiazzano i propri concorrenti e collocano l'impresa in una posizione di oggettivo vantaggio competitivo. Occorre, infatti, sottolineare come le risorse finanziarie siano il motore attuante la strategia aziendale. Grandi gruppi con grande disponibilità di risorse anche immediata - come per il descritto caso di Lvmh - hanno negli anni passati fatto letteralmente shopping di imprese anche di grandi dimensioni e con storie secolari alle spalle.

L'autofinanziamento o comunque una gestione finanziaria orientata a trattenere risorse all'interno dell'azienda non è certamente influenzata solo e solamente dal fattore tasso di interesse o costo del capitale. Si parla, nei fatti, di molteplici fattori, primo tra i quali quello accennato poc'anzi e quindi la tassazione. **Se il sistema fiscale favorisce la deducibilità degli interessi passivi allora indebitarsi sarà sicuramente molto più conveniente che autofinanziarsi. Si aggiunga a ciò anche la possibilità di pagare dei tassi di interesse che attualmente nell'area euro sono bassissimi e quindi il baricentro finanziario di una determinata impresa sarà portato chiaramente a spostarsi verso l'indebitamento, piuttosto che sull'autofinanziamento.**

Eppure tale ultima pratica potrebbe rappresentare per molte imprese una fonte di valore decisiva, soprattutto in un contesto come quello italiano e quindi fatto di una galassia di piccole e medie imprese⁹². Favorire, ad esempio, l'internazionalizzazione produttiva o la riqualificazione in senso digitale di una piccola e media impresa è un compito arduo a livello strategico in quanto molto spesso i rubinetti delle banche risultano essere costantemente chiusi per determinate realtà produttive, specie se indebitate e

⁹² CIOLI V., Struttura finanziaria e valore. Antologia e strumenti di pianificazione finanziaria, Franco Angeli, Milano, 2010, p. 85 e ss.

con una struttura patrimoniale o un capitale molto ridotto, tipico ad esempio di una s.r.l. italiana.

Da qui l'importanza della gestione finanziaria che dovrebbe essere in grado di indirizzare l'impresa verso una più efficiente gestione delle risorse e una allocazione delle fonti in funzione dei propri obiettivi.

La presenza di una gestione finanziaria all'interno della contabilità e in generale del sistema di reporting aziendale è giustificata, come accennato precedentemente, dall'esistenza di due aspetti riconducibili all'ordinaria gestione del ciclo produttivo aziendale: la manifestazione anticipata dei costi rispetto ai ricavi e l'esistenza di moneta creditizia.

E' chiaro che le funzioni svolte dalla gestione finanziaria in termini di scelta delle fonti devono essere chiaramente pensate anche nelle fasi iniziali di una determinata attività imprenditoriale. Per quanto concerne il primo aspetto, l'inizio di un'attività imprenditoriale implica il sostenimento di investimenti iniziali che generano dei costi non ancora suffragati da nessuna certezza di recupero: basti pensare alle spese notarili e alle formalità amministrative per la costituzione di una società, fino alla caparra da corrispondere per il fitto di una bottega o di un negozio. Il finanziamento, quindi, precede logicamente ogni operazioni di natura economica, configurandosi quindi come la base su cui poggia l'intero ciclo produttivo. In questi termini, **il fabbisogno finanziario può essere definito come l'esigenza di risorse finanziarie manifestata dagli investimenti di capitale derivanti dalle operazioni dell'area economica della gestione.**⁹³ Le fonti che l'area finanziaria deve raccogliere per coprire tale fabbisogno, sono le tipiche fonti finanziarie, ovvero le risorse monetarie che confluiscono nell'impresa a titolo di capitale di rischio o di credito.

⁹³ SUPERTI FURGA F., Il fabbisogno finanziario dell'impresa industriali, Milano, Giuffrè, 1974.

Considerando un ipotetica impresa, che utilizza solo fattori a fecondità semplice e che vende i prodotti nello stesso momento in cui li produce, il fabbisogno così considerato è conseguenza della differenza temporale tra costi e ricavi, causata dal processo produttivo.

Se tale impresa volesse ridurre il fabbisogno finanziario dovrebbe porre in essere: la riduzione, in termini di tempo, del ciclo produttivo oppure il ridimensionamento degli input produttivi. Essendo il vincolo tecnologico un fattore esogeno (a meno di innovazioni di processo interne), per il management l'unica leva a disposizione è il ridimensionamento delle attività, incidendo, così, sulle capacità di crescita dell'impresa.

Il supporto finanziario all'area economica acquista, da questa prospettiva, un'ulteriore funzione divenendo una leva per l'incremento delle attività che l'azienda svolge. Mi preme sottolineare ancora una volta come l'area finanziaria sia un elemento imprescindibile nella pianificazione dell'attività aziendale e che il raggiungimento dell'equilibrio economico di lungo periodo va perseguito tramite la corretta gestione delle dinamiche economiche e finanziarie.

L'altro aspetto rilevante che determina un fabbisogno finanziario è la presenza di moneta creditizia all'interno del sistema economico, utilizzata come mezzo di pagamento per l'acquisizione dei fattori e per la vendita di prodotti. In altre parole, la diversa manifestazione, economica e monetaria, di costi e ricavi, crea un fabbisogno finanziario non connesso all'attività produttiva ma che riguarda la capacità dell'azienda di ottenere una dilazione nei pagamenti e di essere regolata per contanti.

La moneta creditizia aggiunge, in questo modo, un'ulteriore problematica finanziaria nella gestione aziendale, causando un fabbisogno tipico del ciclo monetario.

A differenza di prima, però, è completamente diversa la natura in cui si configura detto fabbisogno, trattandosi di operazioni che modificano le disponibilità monetarie indirettamente.

Per capire meglio questo concetto, analizziamo le operazioni di investimento e vendita dei prodotti. Quando l'impresa acquista i fattori produttivi, a fecondità semplice o ripetuta, necessari per la sua attività, questi possono essere regolati in contanti, generando la contestuale uscita di cassa, oppure a dilazione.

In questo caso, l'ingresso dei nuovi fattori produttivi all'interno del sistema aziendale è ottenuto non grazie all'uscita di mezzi monetari, ma attraverso un'entrata di mezzi creditizi.⁹⁴

Difatti, la dilazione di pagamento può essere considerata alla stregua di un finanziamento monetario perché provoca lo stesso risultato: l'investimento. L'ottenimento della dilazione, pur non aumentando i mezzi monetari, incrementa le disponibilità monetarie evitando il verificarsi di un uscita di moneta e configurandosi come un finanziamento indiretto: questa posizione debitoria, nella letteratura aziendale, è comunemente definita "debito di funzionamento".

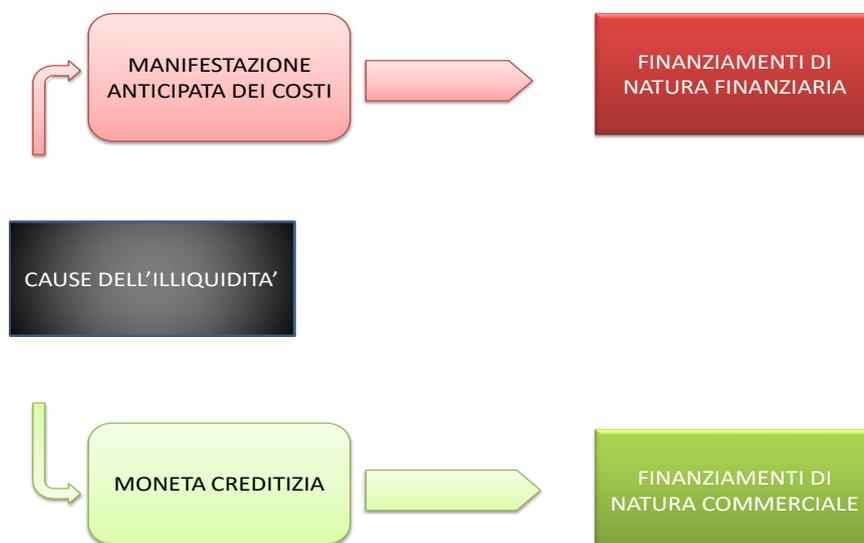
Discende, da quanto detto, che le fonti di finanziamento possono essere facilmente distinte, in base alla loro natura, in finanziarie e commerciali⁹⁵: le prime, causate dalla necessità di investimenti per iniziare il ciclo economico; le seconde, invece, conseguenza delle dilazioni di pagamento nelle operazioni di investimento e disinvestimento.

Nella figura successiva è schematizzata tale distinzione:

⁹⁴ BRUNETTI G, *Le decisioni finanziarie nell'economia d'impresa*, Milano, Franco Angeli, 1978.

⁹⁵ DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, Giappichelli, Torino, 2013, p. 741 e ss.

Grafico 6. La distinzione delle fonti finanziarie.



Tornando alle operazioni che generano il fabbisogno finanziario, che giustifica l'esistenza di un'area finanziaria all'interno dell'azienda quale supporto imprescindibile per il prosieguo dell'attività economica, abbiamo visto che l'area economica ha bisogno di risorse per effettuare gli investimenti. Effettuando i disinvestimenti, ovvero le vendite, l'azienda ottiene il ricavo che incrementa le disponibilità; tale incremento, però, porta alla riduzione del fabbisogno solo se regolate per contanti, poiché, come abbiamo visto, concedere un pagamento dilazionato significa cambiare tipo di investimento e non investire. Nello svolgere la sua attività, l'area economica genera sì un fabbisogno, derivante dagli investimenti in beni e servizi strumentali per la sua attività, ma anche delle fonti, assimilabili ai ricavi di vendita (disinvestimenti) regolati per contanti. La differenza tra fabbisogni e fonti crea il "fabbisogno netto dell'area economica", che giustifica l'attività svolta in ambito finanziario. Se, ipoteticamente, non esistesse tale differenza, o meglio ancora le fonti economiche fossero maggiori dei fabbisogni, l'area finanziaria non avrebbe

modo di esistere in quanto non necessaria la sua attività di supporto all'interno del sistema aziendale. Nella realtà, invece, l'area finanziaria deve coprire il fabbisogno netto attraverso la sua attività di reperimento delle fonti, vuoi che siano di natura commerciale o finanziaria.

Queste fonti dovranno successivamente essere rimborsate e, come avviene per un generico input produttivo, remunerate. La remunerazione dei debiti di funzionamento è implicita, nel senso che l'ottenimento della dilazione comporta una dinamica contrattuale il cui costo è già inserito nel prezzo di scambio del prodotto. I debiti finanziari hanno un costo esplicito, espresso dal tasso d'interesse che bisogna corrispondere ai soggetti finanziatori. Ciò implica che anche l'area commerciale ha un suo fabbisogno, costituito dai rimborsi delle somme prese in prestito e dal pagamento degli interessi su tali importi. La differenza tra fonti e fabbisogni determina il "surplus netto dell'area finanziaria", finalizzato a coprire il fabbisogno netto dell'area economica.⁹⁶

Seguendo l'approccio supposto dalla *pecking order hypothesis*, utilizzato per spiegare le scelte in relazione alla quantità e qualità del debito emesso, la variazione del debito finanziario è determinata dal fabbisogno di risorse necessario per realizzare gli investimenti pianificati una volta esaurite le fonti interne. Per fonti interne si intendono quelle risorse provenienti da politiche di autofinanziamento generate dalla gestione corrente⁹⁷.

Possiamo schematizzare analiticamente partendo da questa relazione:

$$\Delta D_{nt} = a + bDEF_{nt} + ent$$

con

$$DEF_{nt} = DIV_t + X_t + \Delta W_t + R_t - C_t$$

dove:

⁹⁶ LA ROCCA M., La gestione finanziaria dell'impresa. Prospettive d'analisi e valutazione, Rubettino, Catanzaro, 2012, p. 136 e ss.

⁹⁷ VENANZI D., La scelta della struttura finanziaria. Teoria ed evidenza empirica, UTET, TORINO 1999, p. 147 e ss.

ΔD_{nt} = variazione del debito di lungo termine dell'impresa n al tempo t ;

DIV_t = dividendi distribuiti;

X_t = investimenti fissi;

ΔW_t = variazione del capitale circolante netto;

R_t = quota corrente dei debiti a medio lungo termine iniziale da rimborsare;

C_t = operating cash flow, al netto di oneri finanziari e imposte.

Questa impostazione analitica lega inesorabilmente, la ricerca di fonti esterne all'impresa con l'esigenza di finanziamenti in grado di far fronte all'insufficienza di risorse derivanti dall'autofinanziamento e non frutto di scelte di indebitamento programmate.

La **teoria dell'ordine di scelta**, *pecking order hypothesis*, si basa infatti sull'assunto che le imprese preferiscono il finanziamento interno, con politiche di distribuzione dei dividendi stabili, ricorrendo ai finanziamenti, cioè realizzando titoli negoziabili, solamente se i flussi interni sono insufficienti. Quindi non esiste una vera pianificazione finanziaria per determinare un esatto mix debito – capitale netto in quanto il capitale dell'impresa è il risultato del fabbisogno cumulato per investimenti e della generazione di risorse interne investibili.

La **teoria manageriale** poneva l'attenzione sul comportamento dei manager nella gestione delle imprese ponendo l'accento sulle ambizioni e sul desiderio di gloria spesso perseguito sacrificando i veri interessi aziendali e dei portatori di interessi interni ed esterni al sistema impresa. E' chiaro che tale assunto contrasta decisamente con le conclusioni della *pecking order hypothesis*, che si fondano sul principio della ricerca dell'autosufficienza economica, in linea con gli obiettivi manageriali di sopravvivenza.

L'obiettivo della direzione è quasi sempre la massimizzazione del patrimonio aziendale cioè del potere d'acquisto aggregato disponibile per

scopi strategici in un ottica di sopravvivenza dell'organizzazione il più possibile svincolata da rapporti di debito con soggetti esterni. Con questo tipo di comportamento però i soggetti esterni, che hanno interesse nell'impresa, si sentono in una posizione subordinata rispetto ai membri interni. Anche se si arriva a risultati notevoli saranno sempre migliori per la direzione dell'impresa che ha la responsabilità di ottenerli rispetto ai proprietari delle azioni. C'è quindi un divario tra proprietà e controllo che si sostanzia nella circostanza che la massimizzazione della ricchezza degli azionisti non necessariamente è uguale alla massimizzazione del patrimonio aziendale. Se gli azionisti sentono le azioni sottovalutate diffonderanno una certa impressione nel mercato che quindi sarà meno efficiente nel meccanismo di traduzione delle variazioni di valore economico in variazioni dei prezzi di mercato⁹⁸. Qui si innesta un ulteriore filone di analisi detto dei *property rights* che arriva a concludere che la partecipazione di un finanziatore esterno al capitale di rischio dipenderà dalla distribuzione dei diritti di proprietà sull'attività oggetto del coinvolgimento. Il debito della parte, che ha bisogno dei finanziamenti, colloca quest'ultima in una posizione subordinata, in quanto se non adempie alle obbligazioni contratte perderà la proprietà sui beni oggetto dell'attività. La scelta delle fonti di finanziamento in quest'ottica assume connotati vincolanti in quanto le scelte imprenditoriali saranno decisamente condizionate.

Accanto ai modelli regressivi del tipo *pecking order hypothesis* (POH) troviamo metodologie diverse tra di loro, per approccio e conformazione teorica, tra i quali *l'event study* che, tramite un analisi dell'impatto sul valore di

⁹⁸ FRANK M.Z., GOYAL K. V., Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial Management* 38, 2009, p. 1-37.

determinate decisioni riguardanti la struttura finanziaria, cerca di fornire degli orientamenti generali nel momento della pianificazione.⁹⁹

Avvenimenti rilevanti per questa analisi risultano essere scelte finanziarie che prevedono ad esempio emissione di titoli come obbligazioni convertibili e non convertibili, azioni ordinarie o privilegiate, ect.

Di non trascurabile importanza rispetto alle precedenti enunciazioni teoriche è, nell'ambito della **teoria dell'agenzia**, la scelta della struttura finanziaria come situazione ottimale tra costi di agenzia del debito e costi di agenzia dell'equity. Per arrivare a tale conclusione si parte con il considerare l'eventualità che il proprietario non possa avere a disposizione risorse illimitate per far fronte alle esigenze imprenditoriali e per questo motivo ricorre al finanziamento esterno emettendo azioni. Più specificatamente il proprietario avrà convenienza a ricorrere al debito e a sostenere i costi di agenzia fino al punto in cui l'incremento marginale di valore degli investimenti aggiuntivi sarà maggiore del costo marginale di agenzia del debito e questo costo sarà a sua volta inferiore al costo d'agenzia dell'equity raccolta da finanziatori esterni sul totale delle risorse esterne, supposte date. Alla fine di questo paragrafo all'interno del quale sono state menzionate le principali teorie a supporto delle scelte in termini di struttura finanziaria è opportuno affermare che osservando la realtà empirica, i risultati dell'applicazione delle teorie alle quali ho appena accennato, conducono a risultati divergenti che pongono in risalto la peculiarità del mondo imprenditoriale difficilmente riconducibile a schemi predefiniti, ma diverso da caso a caso¹⁰⁰.

⁹⁹ LA ROCCA M., La gestione finanziaria dell'impresa. Prospettive d'analisi e valutazione, Rubettino, Catanzaro, 2012, p. 136 e ss.

¹⁰⁰ RUSA L., Sistemi manageriali di programmazione e controllo, Giuffrè, Milano, 2012, p. 78 e ss.

CAPITOLO QUARTO

*Analisi di un caso empirico di funzione finanziaria: “La Doria” S.p.A.
Il suo ruolo di supporto alla realizzazione delle scelte strategiche.*

4.1. L’azienda. Considerazioni di carattere storico e organizzativo.

Il Gruppo “La Doria” è società italiana leader nella produzione, per marchi *private labels* (della Grande Distribuzione e della Distribuzione Organizzata), di derivati del pomodoro, frutta, legumi e sughi pronti *ambient* (non freschi).

Da azienda familiare, fondata nel 1954 e giunta ormai alla 2^a generazione della famiglia Ferraioli, dopo la quotazione in Borsa Valori di Milano, nel 1995, per realizzare la possibilità di accedere a nuovi mezzi finanziari per ampliarsi, cresce divenendo maturo Gruppo societario, che, per ultimo, nel 2014, finalizza l’operazione di acquisizione della Pa.fi.al. s.r.l. (dal 1° gen. 2016, fusa assieme alle sue società operative Delfino S.p.A. e Althea S.p.A, per incorporazione, nella Capogruppo), funzionale ad una diversificazione *convergente* del già solido business.

Grafico 7. Struttura del Gruppo (fonte: www.gruppoloria.it).



Oggi, il Gruppo traguarda un asset organizzativo e produttivo (con 6 stabilimenti in Italia) di assoluto rilievo nazionale (al 1° posto in Italia per produzione di legumi conservati, pelati, polpa di pomodoro e sughi pronti a marchio private label - Conad, Auchan, Carrefour e Selex - mentre al 2° per succhi di frutta) e, al tempo stesso, fortemente orientato all'export. Infatti, attraverso la controllata LDH (La Doria), società commerciale di diritto inglese, braccio operativo della Capogruppo, ricopre posizione di primo piano sul mercato del Regno Unito nei derivati del pomodoro e dei legumi a marchio *private labels*, rifornendo senza intermediari quella GDO. Ha avviato, altresì, nel 2016, con la costituzione della "La Doria" USA Inc., controllata al 100%, l'ulteriore progettualità strategica di penetrazione commerciale del difficile mercato nord-americano, dove già storicamente esportava sotto i marchi degli importatori americani.

Di seguito, alcune indicazioni salienti su fatturato e produzione:

Grafico 8. Trend del fatturato consolidato (fonte: "La Doria" S.p.A. - Dati forniti per Investor Relations).

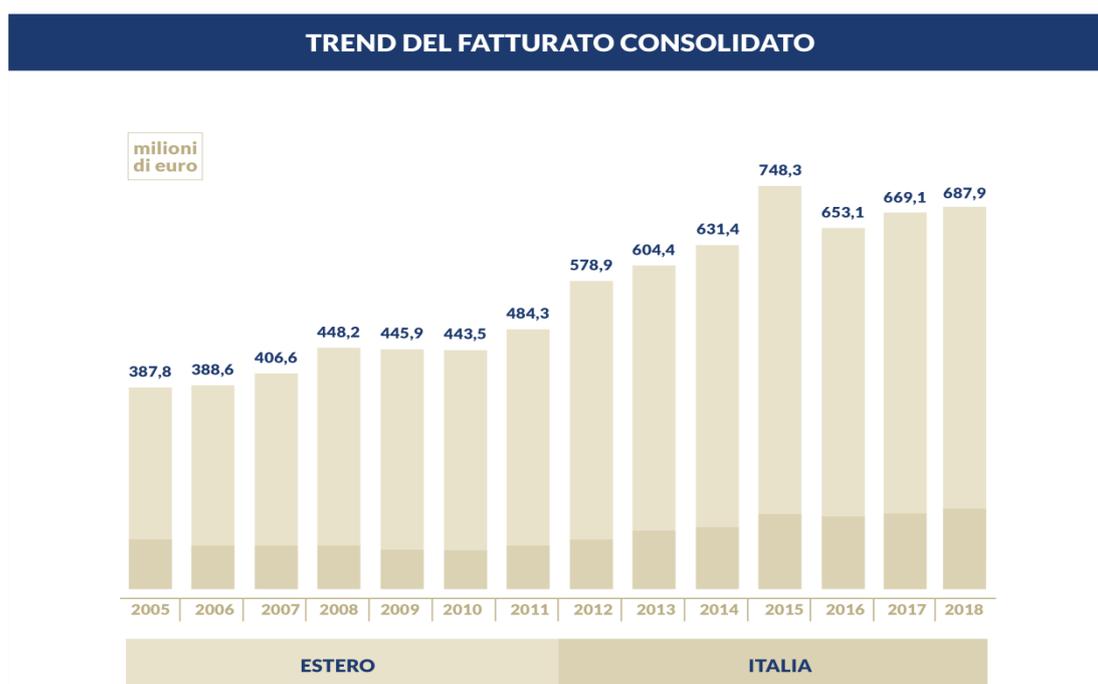


Grafico 9. Fatturato consolidato per mercati (fonte: “La Doria” S.p.A. - Dati forniti per Investor Relations).

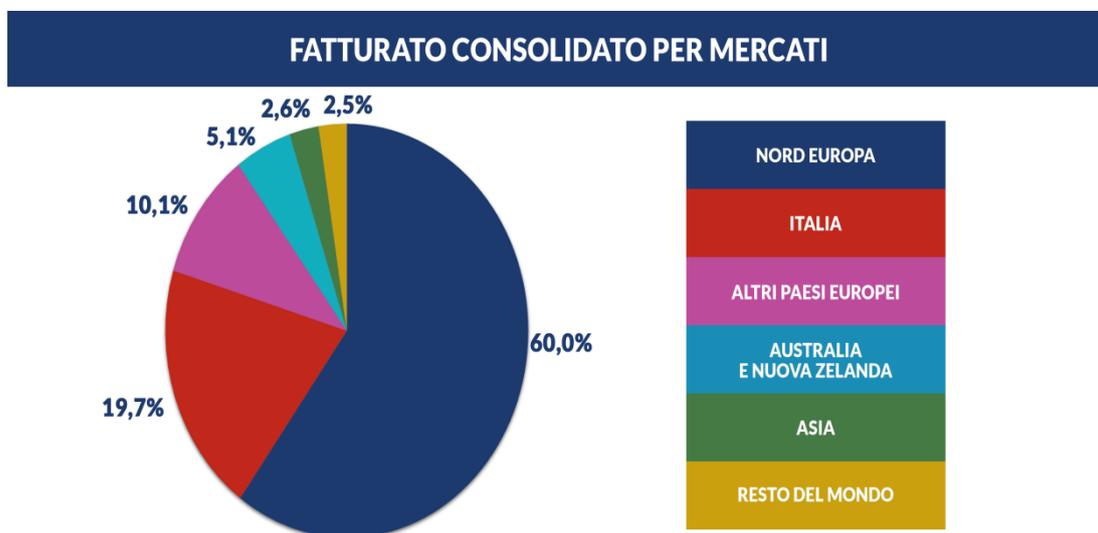
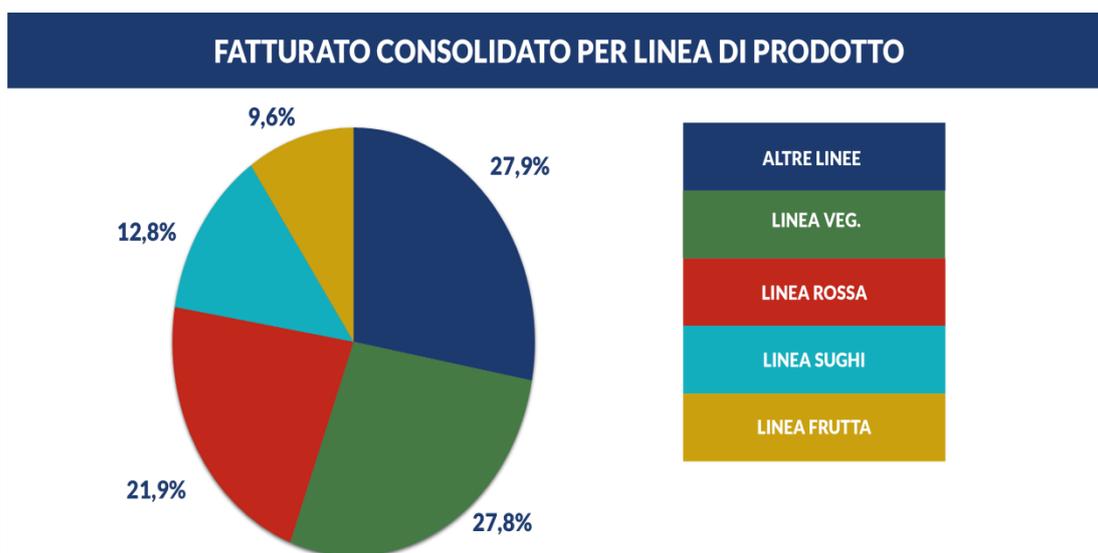


Grafico 10. Fatturato consolidato per linea di prodotto (fonte: “La Doria” S.p.A. - Dati forniti per Investor Relations).



4.2. Profili economico-finanziari salienti de “La Doria” S.p.A..

In primo luogo, rilevano **struttura del capitale ed assetti proprietari connessi**. Il capitale sociale è pari a **46,81M€ i.v.**, suddiviso in **31 milioni di azioni ordinarie** del valore nominale di **€ 1,51**, con le seguenti partecipazioni rilevanti ¹⁰¹ (*ex art. 123 bis, co. 1, lett. C) del TUF* ¹⁰²):

Partecipazioni superiori al 5% del capitale sociale		
<i>Azionista</i>	<i>Nr. Azioni</i>	<i>% sul totale del capitale ordinario</i>
Ferraioli Antonio	3.151.301	10,1654%
Ferraioli Andrea	2.959.062	9,5454%
Ferraioli Rosa	2.684.491	8,6596%
Ferraioli Iolanda	2.684.088	8,6583%
Ferraioli Giovanna	2.683.686	8,6570%
Ferraioli Raffaella	2.683.686	8,6570%
Ferraioli Teresa Maria Rosaria	2.683.686	8,6570%
Kempen Capital Management N.V.	1.550.500	5,0016%
Global Portfolio Investments S.L.	1.658.810	5,351%
<i>Totale</i>	22.739.310	73,35%

E', quindi, di tutta evidenza che il business è solidamente nelle mani della Famiglia Ferraioli per il 63% del capitale ed il conseguente pacifico pieno controllo del CdA. Aspetto che è anche garanzia di stabilità di medio-lungo

¹⁰¹ Desunto da fonte aperta: ultima *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*, approvata dal C.d.A. il 14 marzo 2019.

¹⁰² Testo Unico della Finanza, di cui al D.Lgs. 24 feb. 1998, n. 58, così come aggiornato, per ultimo, dal D. Lgs. 10 mag. 2019, n. 49.

termine nella *governance*. In tale quadro, appare di particolare interesse ed utilità, evidenziare la circostanza che il CdA:

- a. è destinatario di tutte le più ampie prerogative afferenti la *funzione finanziaria* dell'azienda ¹⁰³, nella misura in cui, in ragione del ruolo centrale in tema di funzioni di indirizzo strategico, coordinamento organizzativo e verifica dell'effettivo funzionamento del sistema dei controlli interni e della gestione dei rischi, gli sono riconosciute tutte le molteplici facoltà per il suo pieno esercizio a livello strategico e operativo (*con la sola eccezione per gli atti oggetto di riserva in favore dell'Assemblea dei Soci*) ¹⁰⁴;
- b. l'8 giu. 2018, è stato autorizzato dall'Assemblea degli azionisti ¹⁰⁵, per un anno, all'acquisto (*cd. buy-back*), anche in via continuativa o comunque a più riprese, di azioni ordinarie¹⁰⁶ nonché a disporre delle azioni acquistate al corrispettivo unitario non inferiore al costo medio di carico, diminuito del 15%; tanto, al fine di intervenire a sostegno della liquidità del titolo

¹⁰³ ex art. 123-bis, co. 2, lett. d), del TUF.

¹⁰⁴ 1) assunzioni e dimissioni di partecipazioni; 2) concessione di ipoteche e garanzie a favore di terzi; 3) concessione di finanziamenti a terzi non dipendenti; 4) stipula di mutui attivi e passivi; 5) acquisizioni e cessioni di beni immobili; 6) acquisizione/vendita, anche mediante licenza, di marchi, brevetti, ecc.; 7) approvazione di budget economici, finanziari e degli investimenti; 8) esame/approvazione dei piani strategici, industriali e finanziari della società e definizione del sistema di governo societario e della struttura del gruppo di cui essa è a capo; 9) definizione della natura e del livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici inclusi i rischi che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo; 10) valutazione dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo-contabile della Società, nonché delle controllate aventi rilevanza strategica, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e alla gestione dei rischi; 11) valutazione del generale andamento della gestione, tenendo conto, in particolare, delle informazioni ricevute dagli amministratori delegati e dal Comitato per il Controllo Interno, nonché, confrontando periodicamente i risultati conseguiti con quelli programmati; 12) deliberazioni in merito alle operazioni aventi un significativo rilievo economico, patrimoniale e finanziario.

¹⁰⁵ ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 2357 e seguenti del C.C., dell'art. 132 del TUF e dell'art. 144-bis del Regolamento Emittenti Consob.

¹⁰⁶ ad un prezzo unitario non inferiore al prezzo di riferimento che il titolo avrà registrato nella seduta di Borsa del giorno precedente al compimento di ogni singola operazione di acquisto diminuito del 10% e, non superiore, al medesimo prezzo di riferimento, maggiorato del 10%.

e/o a fini di stabilizzazione del corso dello stesso;

- c. il 23 gen. 2019, ha attribuito compiti anche in materia di sostenibilità al *Comitato Controllo e Rischi*, al fine di ricevere dallo stesso:
- supporto consultivo e propositivo nella definizione degli indirizzi, orientamenti e iniziative concernenti, tra l'altro: 1) la promozione di una strategia che integri la sostenibilità nei processi di business al fine di assicurare la creazione di valore nel tempo per gli azionisti e per tutti gli altri stakeholder; 2) il monitoraggio del posizionamento della Società rispetto ai mercati finanziari sui temi di sostenibilità;
 - disamina e valutazioni sulla: 1) Dichiarazione Consolidata Non Finanziaria ex D.Lgs. 254/2016 e sua integrazione con la rendicontazione economico-finanziaria; 2) mappatura annuale dei rischi associati alle attività di business operata dall'Amm.re Del.; 3) redazione dei documenti contabili-societari da parte della Direzione di Amministrazione e Finanza (*cui è devoluto l'esercizio esecutivo, ma anche quello operativo, purché in conformità alle direttive e deleghe ricevute dall'Amm.re Del., della funzione finanziaria*) in relazione al corretto utilizzo dei principi contabili e loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato.

4.2.1. Principali indicatori economico-finanziari e relative valutazioni. Analisi della redditività, solidità, ciclo del circolante e liquidità.

Si riportano di seguito, preliminarmente, i principali dati economici, patrimoniali e relativi indicatori del Gruppo, in relazione ai quali si esprimeranno le proprie analisi e considerazioni:

Grafico 11. Principali dati economici, patrimoniali e indicatori (fonte: “La Doria” S.p.A. – Dati pubblicati sul sito web).

DATI ECONOMICI

(in milioni di €)	2015 IFRS/EU	2016 IFRS/EU	2017 IFRS/EU	2018 IFRS/EU
FATTURATO	748,3 100,0%	653,1 100,0%	669,1 100,0%	687,9 100,0%
Valore della produzione	740,5 99,0%	659,5 101,0%	701,0 104,8%	692,5 100,7%
Valore aggiunto	131,4 17,6%	107,8 16,5%	113,4 16,9%	106,2 15,4%
Costo del lavoro	-53,8 -7,2%	-51,5 -7,9%	-53,3 -8,0%	-53,4 -7,8%
RISULTATO OPERATIVO LORDO (EBITDA)	77,6 10,4%	56,3 8,6%	60,1 9,0%	52,8 7,7%
Ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti	-16,6	-16,4	-18,5	-18,1
RISULTATO OPERATIVO NETTO (EBIT)	61,0 8,2%	39,9 6,1%	41,6 6,2%	34,7 5,0%
Oneri/proventi finanziari	0,0 0,0%	6,2 0,9%	-1,7 -0,3%	1,6 0,2%
Risultato della gestione caratteristica	61,0	46,1	39,9	36,3
Risultato ante imposte	61,0 8,2%	46,1 7,1%	39,9 6,0%	36,3 5,3%
RISULTATO NETTO	44,8 6,0%	33,7 5,2%	30,4 4,5%	27,3 4,0%

DATI PATRIMONIALI

(in milioni di €)	2015 IFRS/EU	2016 IFRS/EU	2017 IFRS/EU	2018 IFRS/EU
Capitale immobilizzato	177,6	173,3	174,0	203,5
Capitale di ESERCIZIO (% su fatturato)	191,5 (25,6%)	178,7 (27,4%)	185,4 (27,7%)	184,2 (26,8%)
di cui scorte (% su fatturato)	199,8 (26,7%)	187,0 (28,6%)	209,5 (31,3%)	204,4 (29,7%)
Totale capitale investito	369,1	352,0	359,4	387,7
Passività non correnti	-40,6	-38,3	-34,3	-34,1
Totale capitale investito netto	328,4	313,6	325,1	353,6
% su fatturato	43,9%	48,0%	48,6%	51,4%
- coperto da mezzi propri	198,4	208,8	227,0	241,4
- coperto da debiti finanziari	-130,0	-104,8	-98,1	-112,2

PRINCIPALI INDICATORI

(in milioni di €)	2015	2016	2017	2018
ROI	18,6%	12,7%	12,8%	9,8%
ROE	22,6%	16,1%	13,4%	11,3%
GEARING (debiti / patrimonio)	65,0%	50,0%	43,2%	46,5%
Debt/EBITDA	1,7	1,9	1,6	2,1

Redditività.

Nel periodo di riferimento, il **ritorno del capitale degli azionisti (ROE ¹⁰⁷)**, seppur in costante calo, fino a dimezzarsi (*dal 22.6% del 2015 all'11,3% del 2018*), mantiene ancora - e con ampio margine - una forte **competitività** rispetto al settore (*il principale competitor "Conserve Italia" soc. coop. agricola non supera, nello stesso periodo, il 2,5%*) e **convenienza** nel confronto con investimenti alternativi "sicuri", tipici del mercato obbligazionario pubblico/privato, data la significativa ed evidente remuneratività del *premio al rischio*.

Analogo scenario, sempre nell'ultimo quadriennio, per il **ROI (ritorno sul capitale investito nella gestione dell'attività, espresso dal rapporto tra l'EBIT - *earning before interests and taxes* - e il capitale investito operativo netto)**, che si assesta su livelli da *leader* nel settore (*il 10% circa*) e notevolmente superiori rispetto al citato competitor (*mai superiori al 5%*).

Approfondiamo adesso l'analisi, prendendo in considerazione **ROS** e **CT**.

Il **ROS (return on sales ¹⁰⁸)**, sulla scorta del rapporto tra i valori di riferimento, mostra un andamento calante, che dall'8,15% del 2015 approda al 5,04% del 2018. Influisce indubitabilmente sull'andamento di tutti i suddetti indicatori la tipologia di business soggetta alle variazioni di quantità di produzione agricola (*materie prime*) e, conseguentemente, in maniera inversamente proporzionale, di prezzo, laddove la domanda costante, in presenza di un calo dell'offerta, sosterrà/aumenterà inevitabilmente le quotazioni della materia lavorabile.

¹⁰⁷ Quale indice di redditività del capitale proprio, pone in rapporto il reddito netto annuo dell'azienda con i mezzi propri (*capitale netto*).

¹⁰⁸ misura l'efficienza, ossia la massimizzazione dell'output (*ricavi/fatturato*) con la minimizzazione dell'input (*costi operativi/Ebit*), quindi, la capacità di profitto ottenibile a valle del ciclo, che inizia con l'acquisizione di materie prime, si sviluppa attraverso la loro lavorazione con l'impiego dei mezzi necessari e giunge alla fine con la vendita del prodotto finito.

Il **Capital Turnover (CT)** ovvero il tasso di rotazione del capitale investito (**ROT**) - *indicazione di sintesi sull'efficienza del business, ossia il ritorno (misurato dalle vendite) rispetto al capitale investito* - è altrettanto valutato positivamente nella misura in cui, pur registrando un calo nel quadriennio:

2018	2017	2016	2015
1,77	1,86	1,85	2,03

Valori espressi dal rapporto: *fatturato/capitale investito* come da dati riprodotti nel grafico n. 11

è stabilmente superiore (*tra +0,2 e +0,5*) rispetto al dato medio nazionale (*mai superiore ad 1,5*) del settore *industria*¹⁰⁹.

Il **Fixed Asset Turnover Ratio (FAT)**, utile a valutare il grado di rotazione del capitale fisso attraverso il rapporto tra *ricavi da vendite e investimenti in immobilizzazioni* e, quindi, in definitiva, se gli investimenti di lungo termine sono stati effettuati nella maniera adeguata¹¹⁰, permette di addivenire alla conclusione che il management de “La Doria” ha saputo valorizzare/funzionalizzare oculatamente gli investimenti finanziari in ottica strategica, dato il trend e il valore in senso assoluto, che si colloca alla pari con i più noti colossi industriali nel settore alimentare a livello mondiale (*nel 2018, Nestle': 3,18 e Kellogg's: 3,6*¹¹¹):

2018	2017	2016	2015
3,38	3,84	3,77	4,21

Valori espressi dal rapporto: *ricavi da vendite/ investimenti in immobilizzazioni* come da dati riprodotti nel grafico n. 11

Solidità

Si può ritenere utile e sufficiente considerare il *rapporto debiti / patrimonio*

¹⁰⁹ calcolato in lavoro di ricerca del 2018 condotto dal Cons. Naz. Dott. Comm. ed Esp. Cont.

¹¹⁰ in generale, quanto più alto è il valore del rapporto, tanto meno risorse finanziarie sono legate alle immobilizzazioni per ogni unità di valuta dei ricavi dalle vendite.

¹¹¹ Dati desunti da www.mornigstar.com.

dichiarato dall'azienda a titolo di **gearing ratio** ¹¹², che nel quadriennio è migliorato di ben 14 punti, giungendo al 46,5% nel 2018 (*dal 65% del 2015*), valore inferiore di più della metà rispetto al 95%, da parte del gruppo internazionale francese Bonduelle ScA ¹¹³, per il quale, peraltro, produce conserve sul mercato inglese.

Completiamo l'analisi della solidità, considerando altresì:

- **l'indice di autocopertura dell'attivo fisso** (*o quoziente primario di struttura*): **1,12** e dunque (*poiché maggiore di 1*) scolasticamente indicativo di situazione ideale per l'azienda, poiché in grado di finanziare gli investimenti durevoli senza ricorrere a finanziatori esterni;
- **l'indice di copertura dell'attivo fisso** (*o quoziente secondario di struttura*): **1,91** e quindi anche in questo caso il valore ampiamente superiore a 1 (*grazie ad un valore dei capitali permanenti di gran lunga superiore a quello dell'attivo fisso dell'azienda*) permette di concludere per il pieno equilibrio finanziario tra fonti e impieghi a lungo termine;

e, con particolare riferimento alla composizione di dette fonti e impieghi:

- **il quoziente di indebitamento complessivo** (*passività consolidate+correnti/mezzi propri*): **1,5** in relazione al quale è doveroso considerare che l'indebitamento dell'azienda registra un trend discendente (*valore di 1,86 nel 2015*);
- **il quoziente di indebitamento finanziario** (*debiti finanziari netti/patrimonio netto*): **0,75**, per cui l'azienda è ritenuta avere un basso grado di dipendenza da fonti finanziarie esterne;
- **gli indici** (*complementari tra loro*) **di rigidità/elasticità degli impieghi**: **0,36/0,64**; nel premettere che la rigidità/elasticità va inevitabilmente

¹¹² Vds. grafico n. 11..

¹¹³ Dichiarato su www.marketscreener.com, pagine web: "BONDUELLE - 2017-2018 Annual Results".

valutata contestualizzandola in funzione del settore in cui opera l'azienda, tuttavia è obiettivo che "La Doria", dispone di un attivo circolante di peso doppio rispetto a quello fisso, che rappresenta tendenzialmente un fattore positivo ¹¹⁴ e funzionale a consentire al management una più libera capacità operativa.

Durata del ciclo del circolante e liquidità

A conclusione della presente analisi sui profili salienti di natura economico-finanziaria del Gruppo, si riportano e valutano, di seguito, una serie di noti indicatori su **durata del ciclo del circolante** [*risultante dalla somma algebrica dei tempi medi (in gg.) registrati nell'esercizio finanziario per: 1) giacenze di magazzino - per "La Doria" afferente sia alle materie prime sia ai prodotti semilavorati e finiti -; più 2) incasso dei crediti; meno 3) pagamento dei debiti*] e liquidità ¹¹⁵, di cui il primo mette in luce un valore piuttosto alto: (gg.) 157 (*anche se migliorato di circa 21 gg. rispetto al 2015 – gg. 177,69*). Tuttavia, risultano più che soddisfacenti tutti gli altri indicatori di liquidità:

- **quick ratio (0,97)**: quale indice di liquidità primaria, che mette in rapporto le attività correnti al netto del magazzino con le passività correnti, con un valore pressoché pari a 1, evidenzia una situazione di sostanziale equilibrio;
- **current ratio (2,02)**: quale indice di liquidità secondaria, che pone in rapporto le attività correnti (magazzino incluso) e le passività correnti, consente all'analista di valutare l'effettiva capacità dell'azienda di rispettare con la propria liquidità gli impegni di breve termine e, nella

¹¹⁴ qualora eccessivo potrebbe finanche divenire un elemento negativo, poiché significativo di una sotto-capitalizzazione in investimenti fissi.

¹¹⁵ Acquisiti da fonti aperte e/o direttamente dall'azienda, nel corso di tirocinio formativo che lo scrivente ha svolto, nel 2018, presso la sede principale e stabilimento in Anghi (SA).

pratica, un valore vicino al "2", come nel caso in esame, è considerato positivamente;

- **liquidity coverage ratio (35%):** la società è quindi in grado di disporre di HQLA ¹¹⁶ per pagare le passività correnti (a 30 gg.) pari al 35% del loro volume complessivo.

In definitiva, "La Doria" ha una liquidità adeguata, ma una durata del ciclo del circolante di fascia alta.

4.2.2. Scelta strategica di *policy* commerciale aperta all'import-export e supporto della funzione finanziaria.

Come abbiamo potuto notare, "La Doria" ha un ottimo valore di attivo circo-lante (*doppio rispetto all'attivo fisso*), condizione legata sia all'organizzazione del processo produttivo in sinergia con un efficiente modello di commercializzazione del *prodotto finito* sia alla tipicità strutturale del settore dove l'azienda opera, significando che il *core business*, avendo ad oggetto conserve alimentari, tende a realizzare già nel breve-medio termine il ritorno remunerativo, in termini di ricavi, degli acquisti di materie prime e dei costi operativi sostenuti per la produzione stessa. E dunque:

- a. da un lato, la Direzione di Amministrazione e Finanza ¹¹⁷ dell'azienda, potendo prevedere ragionevolmente i propri incassi in base al costo delle materie prime e di processo, alle capacità produttive degli stabilimenti ed ai contratti stipulati con i clienti, è in grado di stimare il *cash flow* ad un anno;

¹¹⁶ High Quality Liquid Assets.

¹¹⁷ Sui ruoli svolti dagli organismi societari e dalle strutture amministrative dell'azienda per assicurare la funzione finanziaria si richiama quanto già detto al para. 4.2. *Profili economico-finanziari salienti de "La Doria" S.p.A.*

b. dall'altro, per volumi di approvvigionamento di materie prime e semilavorati (*per la produzione interna di packaging*) ed esigenze di efficientamento dei costi di produzione, così come per valorizzare in termini di ricavi gli spazi commerciali offerti dal Private Label, l'azienda, da molti anni, ha sposato la *policy* di piena apertura ai mercati internazionali (*che sostanziano oggi ben l'80% del fatturato consolidato*), talché, per un verso, importa materie prime/semilavorati dal Sud America e, per l'altro, esporta i suoi prodotti a marchio Private Label soprattutto nel Nord Europa (*principalmente Inghilterra*), Asia, Australia e Nuova Zelanda: tutto questo significa che la società è fortemente esposta al **rischio cambio**, che può impattare in modo significativo sui costi come sugli utili (*come, in verità, a volte, anche amplificare le economie o i profitti*).

Pertanto, nel descritto contesto di riferimento, "La Doria":

- riesce a prevedere i propri *cash flow* di entrata e di uscita nonché, pro quota, la divisa monetaria di riferimento;
- per esigenze di prassi commerciali, al fine di razionalizzare e contenere il **rischio cambio** ed eventualmente trarre anche vantaggio dagli scambi monetari sul *foreign exchange market*:
 - ✓ occorre premettere che utilizza l'**euro** come divisa monetaria per esprimere i propri valori di bilancio e pagare i dividendi agli azionisti;
 - ✓ acquista le materie prime (*prevalentemente in Sud America*) in **Dollari Americani** (USD – *per quell'area, valuta di riferimento in tutte le transazioni commerciali internazionali ed, in alcuni casi, a cui "si aggancia", quella locale; si pensi storicamente al peso argentino o anche al real brasiliano*);
 - ✓ vende i propri prodotti principalmente in **Sterlina Britannica** (GBP) alla sua società, controllata al 58%, LDH Ltd. (*vids. grafico n. 3 in questo capitolo, para. 4.1.*), operante nel Regno Unito, per la successiva

commercializzazione in favore della grande distribuzione del mercato anglosassone, ed ai clienti secondari in **Dollaro Australiano** (AUD) e **Yen** (JPY).

E' facilmente intuibile, in definitiva, come la diversificazione su ben 5 divise monetarie degli acquisti e dei ricavi dell'azienda sia un fattore di rischio, che rende inevitabile *un'attività finanziaria di supporto a copertura del rischio cambio*, per contenere gli effetti negativi delle oscillazioni delle valute **rispetto alle ipotesi assunte nel budget previsionale sui costi di approvvigionamento (in termini di aumento) ovvero sui livelli dei ricavi/utigli (in termini di diminuzione)**.

Sul punto, prima di addentrarci nei tecnicismi operativi degli strumenti finanziari utilizzati dall'azienda per la copertura del rischio cambio ed ai quali lo scrivente si è applicato durante il prezioso ed assai interessante tirocinio formativo, si ritengono utili alcune preliminari considerazioni contestualizzate con l'attuale andamento dei mercati valutari:

- **USD:** per prassi commerciali internazionali e, laddove possibile, per scelta del management, gli acquisti in USD sono stati da tempo preferiti dall'azienda in ragione della sua "debolezza" (e quindi più favorevole in sede di cambio, con costi per acquisti "virtualmente" ridotti di almeno il 20% rispetto al mercato europeo) per il fatto che, ad eccezione di un breve periodo tra il 2000 e il 2001, l'Euro, moneta principale per La Doria, dalla sua emissione ha registrato sempre valori > 1 rispetto al dollaro (per ben 10 anni, 2004 - 2014, sempre oltre 1,2 con punte a 1,5); tuttavia, il contesto macroeconomico e gl'interventi monetari da parte di FED e BCE, nell'ultimo triennio, hanno radicalmente modificato lo scenario, con un progressivo incessante ridimensionamento dell'Euro verso "la pari" con il Dollaro (oggi sulla delicata soglia tecnica di 1,10, la cui rottura avrà un forte

significato di medio-lungo termine, nonostante le “spinte” del Presidente americano D. Trump affinché la FED assuma un ruolo “politicamente” più accomodante per favorire un USD più “debole”);

- **GBP:** le vendite in GBP, invece, come si può intuire, sono state “volute” dal management, perché per l’azienda vendere con questa divisa risulta più favorevole, avendo un valore superiore all’euro. Tuttavia, l’euro, dal 2015, ha registrato una performance di progressiva risalita sul rapporto (da 0,70 a 0,90, in questi giorni), agevolata dagli “affanni politico-economici” del Regno Unito, conseguenti alla contrastata attuazione della scelta referendaria della *Brexit*¹¹⁸, che, sulla scorta degli ultimi report degli analisti circa le possibili conseguenze, prefigura – *invero in ottica anche speculativa* – la possibilità storica di un traguardo “alla pari”. Si potrà ben comprendere come tale dinamica (*così anche, dalla parte dei costi, per gli acquisti in USD, di cui si è fatto cenno prima, con ricadute negative per riduzione dei margini*) avrà significativi impatti sul fatturato atteso che della quota del 60%, garantita dal mercato del Nord Europa, più della metà si realizza nel Regno Unito;
 - **AUD e JPY:** le prime vendite in AUD e JPY non sono state frutto di scelta aziendale, ma naturale conseguenza del potere contrattuale dei clienti situati nei Paesi di quelle aree valutarie, troppo forte per “imporre” loro un pagamento in **GBP**; accordare all’acquirente la valuta richiesta ha peraltro contribuito a concludere e porre le basi per relazioni commerciali, che permettono la penetrazione di mercati, altrimenti appannaggio della concorrenza.
- Pertanto, presupposta tale situazione, dove la scelta strategica di aprirsi a nuovi mercati è *prioritaria*, è doveroso per la *funzione finanziaria* mitigare

¹¹⁸ L’ipotesi *hard Brexit* o meno, dalle conseguenze socio-economiche profondamente diverse, nel momento in cui si scrive, è ancora oggetto di serrate trattative con la Commissione UE.

il rischio cambio, con il supporto degli strumenti derivati, il cui compito è quello di evitare di subire, al momento del pagamento da parte del cliente, il cambio *spot* in euro della valuta straniera, che non risulterà necessariamente sempre vantaggioso per l'azienda, soprattutto per la particolare *volatility* espressa dalle due divise, entrambe, da sempre, mostratesi più "deboli" (cambi correnti: EUR/AUD = 1,64; EUR/YEN= 118,4);

- Nondimeno, nel *forex*, esistono *meccanismi di correlazione tra valute*, da tenere in debita considerazione nel decidere le operazioni valutarie da compiere (*dirette o di copertura*).

E' la stessa logica che governa altre famose correlazioni, come tra USD e Brent o tra oro e USD. È una *misura statistica* ¹¹⁹, che si traduce, nella pratica del mercato valutario, in tabelle e coefficienti di correlazione ¹²⁰, molto utilizzate nel *trading*. Altrettanto, per l'azienda, che, dovendo operare contemporaneamente su più coppie di valute, con il supporto della *funzione finanziaria* orientata a sfruttare utilmente tali statistiche, è in grado così di prendere ancor più le giuste decisioni di *risk management*.

A riprova del ragionamento, a seguire un esempio di tabella di correlazione tra coppie di valute di precipuo interesse operativo de "La Doria":

¹¹⁹ In quanto tale, in ragione della *volatility* tipica del *Forex*, l'operatore deve avere cura di tenerla costantemente aggiornata.

¹²⁰ Esso esprime un intervallo tra -1 e +1, all'interno del quale potremo registrare tre ipotesi tipo accademiche (*e relative situazioni intermedie, nella pratica molto più ricorrenti*):

- **correlazione positiva perfetta** (*coefficiente di correlazione a +1*): due coppie di valute si muovono sempre nella stessa direzione;
- **correlazione negativa perfetta** (*coefficiente di correlazione a -1*): due coppie di valute si muovono sempre nella direzione opposta;
- **correlazione neutra** (*coefficiente di correlazione a 0*): le coppie di valute sono totalmente indipendenti l'una dall'altra.

Grafico 12. Tabella di correlazione tra coppie di valute con EUR/USD.

(nostra elaborazione a titolo di esempio – dati correnti acquisibili sul web da molteplici siti specializzati in forex).

EUR/USD = 1	1 week	1 month	6 months	1 year
EUR/JPY	0,93	0,91	0,83	0,96
EUR/GBP	0,86	0,86	0,71	0,91

Le riflessioni sopra riportate consentono, in ultimo, di meglio comprendere anche le ragioni di una **liquidità** e di un **quoziente di indebitamento finanziario (0,75)**, esaminati nel precedente paragrafo e che in teoria potrebbero essere ulteriormente “stressati”. In realtà, il management, sebbene possa far fronte ad un maggiore indebitamento fino a raggiungere, come rapporto D/E, il valore di 1, ha ritenuto più funzionale disporre di liquidità e, quindi, di margini operativi tali da poter sostenere, anche in perdita, eventuali situazioni di cambio *spot/sfavorevoli*.

4.3. Gli strumenti derivati per gestire il rischio cambio.

Le *opzioni* e i *future* rappresentano per la *funzione finanziaria* gli strumenti ideali di cui avvalersi per supportare le strategie aziendali nella gestione del rischio (*di cambio, nello specifico*). Con un contratto di *opzione*, il compratore acquisisce, come noto, il **diritto** di acquistare (*call*) o vendere (*put*) ad un prezzo prefissato (*strike price = prezzo di esercizio*) ad una certa data futura¹²¹; a fronte del medesimo sottostante, il mercato rende disponibili innumerevoli contratti di opzione *call/put* a seconda del prezzo d’esercizio, che si qualificheranno “in the money”, “at the money” o “out the money” in

¹²¹ Nelle opzioni di tipo europeo il diritto è esercitabile alla scadenza, in quelle americane, in ogni momento successivo all’acquisto e non solo alla scadenza.

funzione della generazione di un'entrata di cassa o meno per il titolare, in caso di esercizio, in base al prezzo corrente dell'attività sottostante inferiore/superiore/pari a quello prestabilito nel contratto stesso. Con il contratto di *future*, invece, compratore e venditore negoziano l'**obbligo** reciproco di comprare/vendere ad un determinato prezzo l'attività sottostante. Ma a differenza del *future*, il possessore di un'*opzione* una volta pagato il *premio* non può subire altre perdite (*se non quella pari al premio già pagato*), mentre si assicura il diritto di conseguire profitti tecnicamente *illimitati* connessi alla vendita del sottostante ¹²², che magari prezza anche molto di più del valore di esercizio in funzione del quale è stato a suo tempo pagato il relativo premio ¹²³: questa notoria *asimmetria* nel *pay-off* è certamente la caratteristica distintiva dell'opzione.

Come attività sottostanti, i *derivati* in questione possono avere *valute estere*, *tassi d'interesse*, *titoli obbligazionari e azionari o anche indici*: nel caso de "La Doria", l'esigenza di copertura è ovviamente correlata alle valute trattate nelle transazioni commerciali per acquisti materie prime e semilavorati (USD) o vendite dei prodotti finiti (GBP, JPY, AUD). A tal proposito, è da premettere che proprio il mercato valutario, in conseguenza della necessità di passare da un regime non più sostenibile a *cambi fissi* ad uno *variabile*, ha contribuito, a partire dagli anni '70, a incentivare fortemente l'utilizzo delle *opzioni*, utili per gestire, in ottica anche speculativa, la *volatility* dei tassi di cambio. Per i gruppi industriali e manifatturieri operanti sui mercati internazionali, le *opzioni* rappresentano così una forma di *servizio di assicurazione* per contenere il rischio delle attività condotte in valuta, alle

¹²² Situazione contraria, invece, per il venditore dell'opzione, che incassa il premio quale suo massimo profitto, con il rischio di perdite tecnicamente illimitate.

¹²³ A Black e Scholes (1973), dobbiamo la formula oggi conosciuta per "prezzare" le opzioni, considerando una particolare distribuzione di probabilità dei valori che l'attività azionaria può assumere dopo "x" tempo.

quali, peraltro, si affiancano sempre nuove *formule* ancor più sofisticate come le *down-and-out options* (con scadenza automatica al raggiungimento di un determinato livello del tasso di cambio), le *average rate options* (opzione call/put in cui il prezzo di esercizio è rappresentato dal valore medio registrato dal tasso di cambio durante la vita dell'opzione stessa) od anche le *lookback options* (nelle quali il possessore si vedrà riconosciuto il diritto di acquistare la valuta al valore più basso raggiunto durante l'operatività dell'opzione). In definitiva, oggi la molteplicità e flessibilità degli strumenti a disposizione permettono una gestione del rischio specifico davvero efficace.

4.3.1. L'esperienza personale in operazioni di copertura del rischio cambio.

Nel corso dell'estate 2018, lo scrivente ha praticato un tirocinio formativo presso la Direzione di Amministrazione e Finanza de "La Doria", avendo modo di seguire da vicino la condotta operativa ed esecutiva della *funzione finanziaria* nell'ambito della quale si colloca anche l'attività di copertura del rischio cambio a titolo di *supporto* alle attività commerciali dell'azienda.

Le decisioni operative sull'acquisto di determinate *call* e/o *put* sono state:

a. innanzitutto strettamente discendenti da preliminari valutazioni tecnico-finanziarie:

(1) sui seguenti fattori di programmazione:

- previsione esigenziale degli approvvigionamenti sul mercato dell'area non Euro e con pagamenti in valuta straniera, tecnicamente dedotta anche nei bilanci di previsione, con quantificazione dei costi - *sulla scorta anche delle condizioni stabilite nei contratti in essere* - in ragione di un determinato tasso di cambio;

- parimenti, sul piano dei ricavi, stima previsionale del *cash flow* ad un determinato tasso di cambio, riveniente dalle vendite sul mercato dell'area non Euro con incassi in valuta straniera, in base anche alle forniture oggetto di contratti stipulati con i clienti;
- (2) sull'andamento del mercato valutario - *analizzando report e studi di settore commissionati a banche e/o società specializzate* – indispensabili per operare la scelta finanziaria in derivati più efficiente/efficace;
- b. volta, in primo luogo, a contenere/compensare gli effetti negativi delle oscillazioni delle valute **rispetto alle ipotesi recepite nel budget, in termini di aumento dei costi di approvvigionamento ovvero diminuzione dei livelli dei ricavi/utigli, ma anche, laddove possibile, a costituire opportunità di aggiuntivo profitto.**

E dunque assumendo il valore complessivo delle materie prime di previsto acquisto in USD, nel corso dell'E.F., al tasso di cambio di 1,2 (€/€), in ragione di aspettative di un sensibile deprezzamento dell'Euro (*effettivamente concretizzatesi poi in un progressivo calo delle quotazioni da un max. di 1,25 a un min. di 1,12 sul \$*), onde limitare il rischio valutario connesso al pagamento alle scadenze previste ad un tasso di cambio meno favorevole - *come poi verificatosi a partire da maggio 2018* - la Direzione di Amministrazione e Finanza ha deciso l'acquisto di opzioni *call* sul \$ allineate temporalmente ai *timing* di pagamento (*a 6 mesi*) e con prezzi di esercizio "alla pari" rispetto al tasso di cambio ipotizzato in budget. Ne è conseguito che i premi versati, nei casi in cui il cambio EUR/USD alla data di pagamento è risultato:

- ✓ al di sopra del valore di *strike*, hanno finito con il costituire un mero costo operativo finanziario, che non ha potuto trovare valorizzazione nell'esercizio del diritto di opzione, poiché non conveniente;

- ✓ al di sotto di detto valore, hanno consentito all'azienda non solo di far valere il diritto di opzione con l'acquisto di USD (*necessari per il pagamento*) al prezzo *strike* più conveniente, ma anche, in molti casi, un guadagno netto, laddove la rivalutazione del \$ ha generato sull'acquisto effettuato a prezzi più bassi una plusvalenza in grado non solo di compensare il costo del premio ma anche di **remunerare** la stessa operazione in derivati.

Appare utile, a questo punto, richiamare il concetto della funzione finanziaria come autonomo centro di profitto, affrontato nel secondo capitolo del presente lavoro ed, in effetti, nello specifico, l'attività di cambio *spot* e/o su *derivati* condotta dalla Direzione di Amministrazione e Finanza de "La Doria" ha avuto i seguenti ritorni sotto la voce "oneri/proventi finanziari" (come evidenziati al precedente grafico n. 11):

(in milioni di €)	2015 IFRS/EU	2016 IFRS/EU	2017 IFRS/EU	2018 IFRS/EU
Oneri/proventi finanziari	0,0 0,0%	6,2 0,9%	-1,7 -0,3%	1,6 0,2%

Si può ben comprendere, quindi, già da questa sintesi come la particolarità delle *opzioni*, assai utilizzate in via professionale dagli investitori finanziari alle divisioni amministrative/finanziarie dei gruppi multinazionali del settore industria e manifatturiero, risieda proprio nella possibilità di prendere posizione al ribasso come al rialzo e con rischi limitati/noti all'atto del suo acquisto ma profitti potenzialmente illimitati. Un significativo valore aggiunto rispetto ad una copertura tramite *future* il cui risultato (*per lo specifico meccanismo di funzionamento già descritto e che, di contro, non prevede alcuna perdita a priori, in forza del premio pagato all'atto dell'acquisto*), non

andrebbe oltre la mera “sterilizzazione”, per sostanziale compensazione, delle perdite e dei guadagni.

Tuttavia, il ricorso a simili strumenti nel comparto *non financial* è di appannaggio limitato alle grandi imprese, per coprirsi dal rischio cambio, se si considera che recenti indagini statistiche ancora acclarano come le aziende, PMI incluse, preferiscono negoziare o altri strumenti derivati (come *forward swap*¹²⁴) o con semplici operazioni *spot*.

Invero, le opportunità finanziarie e speculative offerte dai derivati come le *opzioni* sono state “intercettate” dalla nuova Direttiva contabile 2013/34/UE che ha necessitato una profonda rivisitazione nelle prassi contabili nazionali, introducendo ad esempio l’obbligo di adottare più complete e trasparenti indicazioni nella redazione dei bilanci in tema proprio di derivati, con la valutazione al *fair value* degli stessi in conformità ai criteri e principi dell’IFRS 13¹²⁵, che l’Italia ha recepito con il D. Lgs. 139/2015¹²⁶ e, sul piano esecutivo, con il principio contabile OIC 32 dell’Organismo Italiano di Contabilità, che ha dettagliatamente disciplinato i criteri di rilevazione, classificazione e valutazione dei derivati detenuti dalle imprese per finalità di copertura o speculative.

¹²⁴ Trattasi di swap a termine, chiamato anche swap differito; è un accordo tra due parti per lo scambio di attività a una data fissa in futuro. Invero la prassi tra imprese, in sostituzione delle operazioni di copertura a termine della posizione in cambi come in disamina nel presente lavoro, ha visto la diffusione anche dei *domestic currency swap*, contratto sempre derivato su valute di tipo **nozionale** (*in quanto il capitale di riferimento non viene scambiato*), mediante il quale le parti, con l’intermediazione di una banca, concordano di versare/riscuotere a una data prestabilita un determinato importo sulla base della differenza rilevata tra il tasso di cambio dedotto in contratto e quello corrente alla suddetta data fissata per l’operazione.

¹²⁵ International Financial Reporting Standards Foundation.

¹²⁶ Se fino al 2015, in bilancio i derivati di copertura venivano rendicontati in nota integrativa ovvero tra i fondi per rischi e oneri quali passività probabili, dal 2016 vanno iscritti al *fair value*.

CONCLUSIONI

La funzione finanziaria del Gruppo “La Doria” è la chiave del successo del Gruppo. Non si tratta, infatti, di finanza integrata all’interno della gestione dell’impresa. La gestione finanziaria si connota per avere orizzonti ampi e ambiziosi e volta a supportare la strategia aziendale sia in termini di crescita che di fabbisogno finanziario ordinario. Si potrebbe anche affermare che tale funzione, nel Gruppo “La Doria”, rappresenta essa stessa valore per l’azienda in termini di profitto. Basti pensare all’utilizzo degli strumenti finanziari derivati per la copertura strategica. Operando su diversi mercati tali strumenti riescono, per quanto possibile, a ridurre i rischi associati all’attività imprenditoriale. Centrale e molto complesso, almeno per le modeste potenzialità dello scrivente, il ruolo delle operazioni di approvvigionamento in valuta estera. I tassi di cambio stressano la struttura aziendale sia nella fase di studio dei cash flow, sia nel momento in cui si curano i rapporti con i fornitori. Viste le quantità di produzione destinate al mercato extra UE e l’entità dei relativi flussi finanziari, è evidente che variazioni valutarie anche lievi possono generare profitti e perdite significative, che necessitano pertanto di una valutazione finanziaria di copertura preventiva e sempre molto attenta all’andamento dei mercati. La necessità di essere sempre pronti a fronteggiare i cambiamenti di mercato è del resto una delle funzioni prioritarie del management. Solo le imprese che riescono a prevedere evoluzione e sviluppi futuri sono in grado di produrre valore da intendersi anche come la semplice permanenza all’interno dei mercati. Tale assunto è relevantissimo per la funzione finanziaria che se, da una parte, è chiamata a fronteggiare repentini cambiamenti, dall’altro lato ha il compito materiale di far coincidere l’obiettivo finale dell’impresa con l’obiettivo dei portatori del capitale: la valorizzazione del loro investimento.

Tale attività inizia con il divenire molto complessa nel momento in cui si prende atto del fatto che i portatori di risorse finanziarie hanno obiettivi diversi dal valore e possono porre vincoli alla mobilità finanziaria all'interno dell'azienda stessa. La gestione finanziaria ponendosi a metà strada tra obiettivi aziendali e scopi prettamente finanziari deve riuscire a conciliare comportamenti e aspettative profondamente diverse. La funzione finanziaria è il luogo delle competenze e conoscenze strumentali alla gestione dei rapporti tra l'impresa e i mercati dei capitali. Questo si evince e si desume anche dall'esperienza condotta in azienda. Un compito certamente non facile e prevedibilmente orientato ad assumere un sempre maggior peso nel corso dei prossimi anni, vista la crescente integrazione del sistema finanziario e dei pagamenti.

BIBLIOGRAFIA

AGAPTSOV, S.A.. Financial control as an element of an effective management cycle. Public Service: Popular Science Journal, 1(87), 2014, 34-36

ALLEN F., GALE D., Comparing Financial System, Mit Press, Cmabridge, Ma, 2000., p. 27 e ss.

ANDERSON E.T., SIMESTER D.I. (2004), Long-run effects of promotion depth versus established customers: Three field studies, Marketing Science, Vol. 23, n. 1, pp. 4-20.

ANURADA TIWARY R., Study of currency risk and the hedging strategies, MPRA Paper No. 93955, online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/93955/>, posted 29 May 2019.

BENCINI F., Finanza operative e finanza strategica: quali attività per le Pmi, Contabilità finanza, 2008, p. 147 e ss.

BLACK F. and SCHOLEM M. (1973), The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy, 81, 1973, p. 637-654.

BOLSHAKOV, N., & ENTS, G. Evaluating the effectiveness of financial control as a tool for social management. Problems of the Theory and Practice of Management: International Journal, 1,2010, p. 41-49.

BREALLY A., MYERS C., ALLEN F., SANDRI S., Principi di finanza aziendale, Mc Graw Hill, 2006, p. 73 e ss.

BRUNETTI G, Le decisioni finanziarie nell'economia d'impresa, Milano, Franco Angeli, 1978.

BRUSA L., Sistemi manageriali di programmazione e controllo, Giuffrè, Milano, 2012

BRUSA L., Attuare e controllare la strategia aziendale. Mappa strategica e Balance Scorecard, Giuffrè, Milano, 2007

BUTT, B.; HUNJRA, A.; AND REHMAN, K.. Financial Management Practices and Their Impact on Organizational Financial Management Challenges In Small and Medium-Sized Enterprises: A Strategic Management Approach Performance. World Applied Sciences Journal, 9(9), 2010, pagg. 997-1002.

CAMPA J.M, KEDIA S, Explaining the diversification discount, Journal of Finance, vol. 57, no. 4, Aug. 2002, pagg. 1731-1762.

CARLETON W.T. e MCINNES J.M., Theory, Models and Implementation in Financial Management in Management Science, 28 p.p. 957 – 978, 1992.

CIOLI V., Struttura finanziaria e valore. Antologia e strumenti di pianificazione finanziaria, Franco Angeli, Milano, 2010.

DE LUCA P, Il costo del capitale nella gestione d'azienda, IPSOA, 2007.

DI STASI L., Pianificazione e controllo di gestione. Sistemi tradizionali e strumenti innovativi: activating based costing, balanced scorecard, Franco Angeli, Milano, 2003.

DOMENICHELLI O., Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici, Giappichelli, Torino, 2013.

DRINGOLI A., La gestione dell'impresa. Progettazione e regolazione del sistema aziendale, Cedam, 2006.

FABBRI M., GIRIBONE P.G., La contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati nelle imprese di tipo *non financial* alla luce del D. Lgs. 139/2015 e del principio contabile OIC 32, Risk Management Magazine, 2018, Vol. 13, n. 1.

FRANK M.Z., GOYAL K. V., Capital structure decisions: which factors are reliably important?. Financial Management 38, 2009, p. 1-37.

FROOT K.A., Currency hedging over long horizons, Annals of Economics and Finance, 20-1, 2019, p. 37-66.

GRANT R. M., L'analisi strategica per le decisioni aziendali, Il Mulino, Bologna, 2016.

GUELFY S., Il rendimento economico per l'impresa e gli azionisti. Creazione di valore corrente e strategica, operativa e finanziaria, Egea, I Manuali, 2019.

HOVAKIMIAN A., KAYHAN A., TITMAN S., Credit rating targets. University of Texas at Austin and NBER. Working paper, 2009.

HUNJRA, A. I.; BUTT, B. Z.; AND REHMAN, K. U.. Financial Management Practices and Their Impact on Organizational Performance. World Applied Sciences Journal, 9(9), 2010, 997-1002.

IMAM S., CHAN J., ALI SHAH S.Z., Equity valuation models and target price accuracy in Europe: Evidence from equity reports. International Review of Financial Analysis 28, 2013, p. 9-19.

KARADAG H., Financial management challenges in small and medium sized enterprises: a strategic management approach, Emerging market journal, 2015, II, p. 563.

ISOTTA F., La progettazione organizzativa: problemi e soluzioni. CEDAM, Padova, 2011.

LA ROCCA M., La gestione finanziaria dell'impresa. Prospettive d'analisi e valutazione, Rubettino, Catanzaro, 2012.

MELIS G., Strumenti per il controllo economico e finanziario nelle imprese, Giuffrè, Milano, 2013.

MUMFORD D., FRESE M. The psychology of planning in organizations: research and applications, Routledge, 2015.

NOSHEEN S., SADIQ R., RAFAY A., The primacy of innovation in strategic financial management-understanding the impact of innovation and performance on capital structure, 2016, IEEE International Conference on Management of Innovation and Technology (ICMIT).

ORTIZ-MOLINA H., PHILLIPS G., Real Asset Illiquidity and the Cost of Capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Forthcoming, 2013.

OSADCHY E., A., AKHMETSHIN E., Development of the Financial Control System in the Company in Crisis, *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 2015, VI, 2015.

PRASAD M.S.V., SATYA SEKHAR G.V., Currency risk management, *Series in Business and Finance*, Vernon Press, Delaware (USA), 2019.

PROTO A. (a cura di), *L'attività delle banche: operazioni e servizi*, Giappichelli, Torino, 2018.

QUINTILIANI A., *Strumenti di analisi e pianificazione finanziaria per le piccole e medie imprese*, Aracne, 2009.

REBEL C.A., What do we know about the capital structure of privately held US firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance. *Financial Management* 42, 2013, p. 777-813.

SAITA M, KAINICH F., SARACINI P., *La pianificazione strategica e il controllo di gestione nella sanità*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2010.

SOSTERO, FERRARESE, MANCI, MARCON, *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, II edizione, Giuffrè, Milano, 2016.

VARFOLOMEEVA, YU.A. Financial control: nature and types. *Auditor*, 2, 2006, p.16-22

VENANZI D., *La struttura finanziaria delle imprese*, Pearson, 2010.

WELCH I., Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy* 112, 2004, p. 106-132.

ZOTT C., AMIT R., MASSA L. (2011), The Business Model: recent developments and future research, *Journal of Management*, Vol. 37, n. 4, pp.1019-1042.