

---

# La finanza strategica:

## Il valore nel governo d'impresa

*Stefano Cordero di Montezemolo*

### Le diverse funzioni della finanza nella gestione aziendale

Nel corso degli ultimi due decenni, con una accelerazione negli anni '90, si è assistito a un'evoluzione del ruolo della finanza nei processi di gestione delle imprese da una logica strumentale ad una logica partecipativa<sup>1</sup>. Secondo la logica strumentale, la finanza ha una funzione tecnica e di supporto alle attività industriali, con il compito di organizzare le operazioni di finanziamento e di amministrazione dei flussi monetari connessi al funzionamento e alla crescita delle attività di mercato o economico-produttive. Sebbene nel corso degli anni la finanza d'impresa sia diventata una disciplina autonoma nel campo dell'economia aziendale e abbia assunto una posizione distintiva nelle strutture di direzione aziendale, fino a poco tempo fa il suo ruolo è rimasto subordinato nella complessiva gestione aziendale alla finalità di ottimizzare la gestione dei capitali che sono necessari per il funzionamento e lo sviluppo delle attività di mercato.

Secondo la logica partecipativa, invece, la finanza ha un ruolo attivo e primario nella complessiva gestione delle imprese come portatrice dell'obiettivo fondamentale per il successo e lo sviluppo aziendale – la

creazione di valore per il capitale investito – e nel rispetto del crescente ruolo degli operatori e dei mercati finanziari nella proprietà e nelle dinamiche di sviluppo delle imprese. Secondo la logica partecipativa, gli operatori finanziari sono una delle determinanti del funzionamento e dello sviluppo delle imprese, quindi la struttura e le dinamiche dei mercati dei capitali debbono essere considerate come parte componente della complessiva gestione aziendale. Secondo questa logica, gli operatori finanziari sono passati dal ruolo di "fornitori" di capitali e di servizi finanziari a quello di "partner" delle imprese di cui determinano e condividono le prestazioni. Certamente la dimensione partecipativa della finanza ha trovato la sua maggiore affermazione nei contesti di matrice anglosassone, dove si sono realizzate le condizioni che ne spiegano l'effettiva manifestazione: un'economia più orientata alla cultura d'impresa ed ai principi della libera concorrenza; la maggiore dimensione, articolazione ed innovazione dei mercati dei capitali; la prevalenza della stockholdership rispetto alla stakeholdership nella gestione delle imprese (ossia, il primato della remunerazione del capitale investito rispetto a quello della responsabilità sociale)<sup>2</sup>; l'uso siste-

matico delle acquisizioni e fusioni nei processi di crescita delle imprese; la presenza diffusa e attiva nella proprietà delle imprese, quotate e private, degli investitori istituzionali (fondi comuni d'investimento, fondi pensione e fondi di private equity)<sup>3</sup>. Nel rispetto della logica partecipativa, si possono individuare quattro principali aree di competenza della finanza nella gestione delle imprese:

- *la finanza di governo* che riguarda il complesso delle 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;
- *la finanza strategica*, termine con cui si indica il sistema di competenze (risorse, conoscenze, strumenti e sistemi operativi) che consentono di gestire le attività aziendali tenuto conto di come le relative prestazioni strategiche e finanziarie concorrono a determinare i fattori che spiegano la capacità delle imprese di creare valore o di remunerare i propri investitori;
- *la finanza operativa*, che si occupa delle finalità e delle modalità di organizzazione e di negoziazione

delle operazioni che fanno parte del mercato dei capitali<sup>4</sup> e che concorrono a determinare la posizione reddituale e patrimoniale delle imprese. La finanza operativa, a sua volta, può essere distinta in finanza ordinaria e finanza straordinaria. La finanza ordinaria è quella che si occupa delle operazioni finanziarie connesse con la gestione ordinaria o caratteristica delle imprese e che rientrano nell'ambito delle deleghe decisionali ai vertici operativi (presidente, amministratore delegato, direttore generale). La finanza straordinaria, invece, riguarda le operazioni finanziarie che determinano una discontinuità nella struttura finanziaria e/o nella proprietà delle imprese: emissioni di obbligazioni, aumenti del capitale sociale, acquisizioni, fusioni, partecipazioni, quotazioni nei mercati regolamentati. Il termine “straordinaria” per questa componente della finanza operativa trova giustificazione anche nel fatto che queste operazioni comportano il consenso della proprietà o dei suoi organi rappresentativi (le assemblee dei soci) delle imprese coinvolte in queste operazioni finanziarie;

• *la finanza amministrativa*, che riguarda il complesso dei sistemi di contabilità (generale, analitica, finanziaria, fiscale) che consentono di controllare in termini preventivi e consuntivi la gestione interna delle risorse economiche e finanziarie e che concorrono anche alla gestione delle altre specifiche funzioni della finanza nella gestione delle imprese.

finanza strategica perché, sebbene questo termine sia diventato d'uso corrente tra gli studiosi e gli operatori dell'economia aziendale, si sono riscontrate interpretazioni profondamente divergenti. Una ricerca su Internet mostra l'esistenza di numerosi siti di banche, consulenti e operatori finanziari che usano questa espressione nell'ambito delle loro attività<sup>5</sup>. Al di là di un comune riferimento alla creazione di valore per il capitale d'impresa, si osserva che questo termine viene usato con finalità e contenuti diversi tra loro.

In alcuni casi, soprattutto da parte di intermediari finanziari, per finanza strategica si intende il complesso delle operazioni di finanza straordinaria (acquisizioni, fusioni, ristrutturazioni, partecipazioni, aumenti e allargamenti del capitale sociale), ritenendo che le stesse si ripercuotano sugli assetti strategici delle imprese. Sebbene queste operazioni possano avere una rilevanza strategica, la loro funzione è strumentale rispetto agli obiettivi strategici, che possono essere perseguiti anche con modalità alternative.

In altri casi, questo termine viene utilizzato per definire l'insieme delle decisioni finanziarie di competenza dei vertici aziendali. Questa definizione risponde ad una visione organizzativa dei processi aziendali secondo cui esistono organi strategici, che hanno la responsabilità del governo imprenditoriale e organi operativi o esecutivi ai quali è delegata la direzione e l'implementazione delle specifiche attività e funzioni aziendali<sup>6</sup>. In realtà, secondo lo schema delle diverse funzioni della finanza aziendale indicato in precedenza, questa interpretazione corri-

sponde alla finanza di governo, ossia a quella parte della complessiva gestione finanziaria d'impresa di responsabilità esclusiva dei vertici aziendali e che definisce gli obiettivi, i principi, le modalità operative che sono gestite dalla direzione finanziaria o da altre direzioni dell'impresa. In effetti, si ritiene che nell'ambito dell'economia e della gestione d'impresa la qualifica di "strategico" sia attribuibile solo al sistema di decisioni, di operazioni e di prestazioni relative alle attività di mercato con cui un'impresa definisce la propria posizione economica e competitiva. Infine, il termine è servito per qualificare il maggiore ruolo che la finanza ha assunto nella gestione d'impresa<sup>7</sup>. In questo caso, si ritiene che la funzione strategica rappresenti solo un aspetto del ruolo che la finanza ha assunto nella gestione delle imprese e non descriva compiutamente la più recente logica con cui la finanza determina il funzionamento e lo sviluppo delle imprese, logica che, invece, trova migliore definizione nell'espressione "finanza partecipativa", come indicato in precedenza.

### **La definizione di finanza strategica**

A differenza delle precedenti interpretazioni, in questo testo la finanza strategica viene intesa come la funzione gestionale (con propri strumenti e metodi operativi) con cui il management delle imprese e gli operatori finanziari che partecipano al capitale delle imprese possono gestire gli investimenti ed i finanziamenti in attività imprenditoriali nel

rispetto della loro relativa capacità di generare un sostenibile vantaggio competitivo e di remunerare i propri investitori (o creare valore per il capitale investito), parametro che rappresenta la misura di come le stesse sono in grado di soddisfare in modo integrato le finalità strategiche e finanziarie delle imprese.

Con questo termine, quindi, si intende definire il sistema di competenze (risorse, conoscenze, strumenti e sistemi operativi) che consentono di gestire le attività delle imprese secondo modalità che valutano in modo integrato le relative prestazioni strategiche e finanziarie e come le stesse concorrono a determinare i fattori che spiegano il valore economico del capitale d'impresa. Questa concezione corrisponde a quella indicata da Tony Grundy e Keith Ward con il loro libro *Strategic Business Finance – Using Finance for Strategic Advantage*:

*«La finanza strategica d'impresa integra gli strumenti e le tecniche della gestione finanziaria e di quella strategica al fine di gestire le risorse interne ed esterne per l'accrescimento del valore azionario di lungo termine. Questi strumenti e tecniche riguardano la valutazione delle decisioni strategiche, la formulazione e la implementazione delle decisioni, così come la valutazione delle prestazioni e i relativi sistemi di controllo.»<sup>8</sup>*

Secondo Grundy e Ward, «da finanza strategica d'impresa si propone di unificare la terra di confine tra la strategia e la finanza d'impresa....In

p precedenza, la finanza era considerata primariamente come una disciplina tecnica, concentrata o sulla misurazione delle prestazioni storiche o sul controllo delle dinamiche strategiche. Al meglio, la finanza fu concepita come un fattore facilitativo; al peggio, come un fattore vincolante, sia in termini di razionamento di fondi sia in termini di valutazione del rischio.... Ma in pratica (e ora anche in teoria) noi vediamo la finanza giocare un maggiore ruolo di frontiera. Secondo noi la finanza fornisce le conoscenze di prima linea (particolarmente nella valutazione delle strategie d'impresa, delle opzioni, delle decisioni aziendali). La finanza gioca un ruolo primario anche nella valutazione della compatibilità strategica tra le risorse e le dinamiche ambientali in termini sia di opportunità sia di minacce. La finanza può inoltre fornire un contributo nel valutare se le battaglie sono convenienti da combattere. Inoltre, può aiutare il nostro giudizio se è probabile che il contesto competitivo evolva in modo da creare o distruggere i vantaggi economici. Nella realtà, la strategia e la finanza hanno comuni radici nella teoria economica<sup>9</sup>.» Si può parlare di finanza strategica solo se i processi di pianificazione e di valutazione delle attività d'impresa sono realizzati con i metodi e gli strumenti propri di questa specifica funzione. In particolare, gli strumenti ed i metodi propri della finanza strategica sono finalizzati a:

- affermare nella complessiva gestione d'impresa l'obiettivo primario della creazione di valore per il capitale d'impresa;

- valutare e controllare come le logiche e le prestazioni strategiche delle imprese contribuiscono alle determinanti della creazione di valore per il capitale d'impresa: redditività gestionale, tasso di crescita della redditività, rischio d'impresa e costo del capitale;
- interpretare e determinare le scelte finanziarie che consentono di supportare gli obiettivi strategici delle attività aziendali e, altresì, di contribuire alla creazione di valore per il capitale d'impresa;
- gestire le relazioni tra le imprese, gli investitori ed i mercati finanziari.

L'adozione dei metodi e degli strumenti propri della finanza strategica tende a realizzarsi quando le imprese sono quotate nei mercati regolamentati o sono partecipate da operatori di private equity. In questi casi, le competenze proprie della finanza strategica vengono attribuite a specifiche direzioni che sono solitamente denominate (anche negli organigrammi di imprese italiane) *corporate development*, proprio ad indicare che svolgono il ruolo di assistenza al vertice direzionale e/o alla direzione finanziaria per la definizione delle scelte in merito alle due dimensioni che concorrono allo sviluppo aziendale: le strategie di mercato e gli assetti finanziari<sup>10</sup>.

In effetti, i problemi e le esigenze a cui rispondono le competenze della finanza strategica sono sempre presenti nella normale gestione aziendale. Tuttavia, in molte imprese – soprattutto quelle di minori dimensioni, a capitale chiuso e a gestione familiare – la formulazione e la

valutazione delle strategie aziendali sono fondate su interpretazioni personali, sull'esperienza, su processi destrutturati dei vertici aziendali. In questi casi, d'altra parte, la gestione delle imprese è determinata anche da motivazioni diverse dall'obiettivo della creazione di valore: lo status, il successo sociale, il potere e altre di natura personale o familiare. In molti casi, gli operatori finanziari fondano le loro scelte soprattutto su fattori finanziari e hanno delle dinamiche strategiche una visione superficiale e non espressiva di ciò che realmente contribuisce alla competitività aziendale. Gli operatori finanziari tendono a recepire le indicazioni operative che vengono fornite dal management delle imprese e a verificare la loro sostenibilità finanziaria senza un contributo critico e capace di tradurre in termini di determinanti del valore le caratteristiche strategiche delle imprese con cui si confrontano.

## Il valore e l'interdipendenza tra la strategia e la finanza d'impresa

Come indicato nella parte dedicata alla sua definizione, il ruolo della finanza strategica è quello di affermare l'obiettivo primario della creazione di valore per il capitale investito e di gestire le attività d'impresa con modalità che integrino le dinamiche strategiche con quelle finanziarie.

Per descrivere questa relazione d'interdipendenza tra la strategia e la finanza nel processo di creazione del valore per il capitale d'impresa, a fini concettuali e didattici, si ritiene

di utilizzare la formula dell'*indice di valore del capitale proprio o indice di remuneratività del capitale proprio*, che mette in relazione il valore economico del capitale proprio ( $VE_{CP}$ ) con il relativo valore contabile (CP), secondo una versione che consente di misurare la remuneratività aziendale anche per le imprese che non distribuiscono dividendi<sup>11</sup>.

$$\frac{VE_{CP}}{CP} = \frac{ROE - g}{k_{CP} - g}$$

dove:

$ROE$  = tasso di redditività gestionale, calcolata come rapporto tra gli utili generati alla fine di un esercizio ed il capitale proprio contabile di inizio esercizio ( $UN_1/CP_0$ )

$g$  = tasso di crescita delle attività aziendali

$k_{CP}$  = costo del capitale proprio

Questo indice deriva, con opportune modifiche, dalla formula che prende il nome di “modello di crescita di Gordon”<sup>12</sup>. Anche se nella prassi questa formula dovrebbe essere utilizzata nella sua versione più complessa<sup>13</sup>, che tiene conto delle diverse fasi di sviluppo di un’impresa (e dei fattori di redditività, di crescita e del costo del capitale connessi alle diverse fasi), e nel riconoscimento di alcuni limiti metodologici<sup>14</sup>, nella sua forma semplificata (che prevede condizioni di redditività, di rischio e di crescita stabili nel tempo), permette di rappresentare in modo concettualmente e didatticamente efficace la logica della creazione di valore per gli investitori, tenuto conto delle risorse finanziarie che gli stessi

hanno apportato o trattenuto nell’impresa. Un’impresa crea valore per i propri investitori se il valore attuale dei proventi per gli investitori che possono essere generati dalla struttura delle attività e passività aziendali (sotto forma di dividendi e/o di incrementi del valore economico d’impresa) è maggiore del valore corrente delle risorse monetarie che gli stessi investitori hanno fornito all’impresa.

Secondo la precedente formula, la remuneratività di un’impresa dipende da tre fondamentali fattori: a) la redditività gestionale (rappresentata dal ROE); b) il tasso di crescita delle attività aziendali (g) che, in condizioni di stabilità gestionale e come indicato nelle precedenti formule, dipende dalla redditività gestionale e dalla quantità degli utili che vengono reinvestiti nell’impresa<sup>15</sup>; c) l’onerosità del capitale proprio ( $k_{CP}$ ), che tiene conto dal rendimento atteso per gli investimenti azionari e dalle condizioni di rischio dell’impresa<sup>16</sup>. L’indice ROE può essere espresso secondo una formula che consente di rappresentare le sue principali determinanti<sup>17</sup>:

$$ROE = \left[ ROAT + \frac{DF}{CP} (ROAT - I) \right] (1 - t)$$

che, a sua volta, può essere ulteriormente elaborata per arrivare alla seguente formula che ricomprende tutti i principali fattori reddituali e patrimoniali che spiegano l’indice di valore<sup>18</sup>:

$$\frac{VE_{CP}}{CP} = \frac{\left\langle \left[ \left[ ROI - \frac{AF}{AT} (ROI - RAF) \right] + \left[ \frac{DF}{CP} (ROAT - I) \right] \right] (1 - t) \right\rangle - g}{k_{CP} - g}$$

Secondo questa formula, la capacità

di un'impresa di creare valore per i titolari del capitale proprio dipende dai seguenti fattori.

a) *La redditività sulle attività totali* (ROAT). Le attività totali possono essere distinte in attività operative o industriali (AI), ossia quelle connesse con il funzionamento delle attività di mercato (capitale circolante netto e immobilizzazioni tecniche nette), e attività finanziarie (AF), formate dalle liquidità immediate, dai crediti finanziari e dalle partecipazioni al capitale di altre imprese. In questo senso, come risulta anche dalla precedente formula, la redditività sulle attività totali può essere distinta in due principali componenti:

• la *redditività industriale o operativa*, rappresentata dal ROI, ossia dal rapporto tra il risultato operativo ed il capitale tecnico-operativo (immobilizzazioni tecniche e capitale circolante netto). Il ROI rappresenta l'indicatore primario di come la strategia contribuisce alla redditività aziendale, in quanto tiene conto dei fattori economici e patrimoniali direttamente riferibili alle attività di mercato delle imprese (ricavi, costi di produzione, capitale operativo). In effetti, il ROI viene spiegato dalle prestazioni che definiscono la capacità strategica di un'impresa: *l'attrattività dei mercati serviti* (come la struttura della domanda e dell'offerta che determinano i potenziali margini di redditività industriale); la *competitività della posizione di mercato* (come le modalità economico-produttive e la posizione competitiva dell'impresa che spiegano gli effettivi margini di

redditività); la *produttività delle risorse operative* (che misura il rapporto tra il livello di attività di un'impresa, misurato dal fatturato, e la quantità di risorse tecniche e umane impiegate nel ciclo economico-produttivo);

- la *redditività sulle attività finanziarie*, che nella precedente formula è indicata, in senso stretto, dal RAF (rapporto tra proventi finanziari e attività finanziarie) e, come contribuzione al ROAT, dal prodotto tra l'indice che misura l'incidenza delle attività finanziarie sulle attività totali (AF/AT) e il differenziale tra il ROI e il RAF. Nella formula si ipotizza che la redditività operativa dovrebbe essere superiore a quella finanziaria ed il differenziale tra ROI e RAF strutturalmente positivo<sup>19</sup>. In questo senso, una corretta gestione aziendale dovrebbe limitare l'investimento in attività finanziarie nella misura compatibile con le finalità industriali per non ridurre gli effetti sul ROAT. In questo caso, ci troviamo di fronte a componenti della redditività aziendale che hanno una natura mista, finanziaria ed operativa. Da un punto di vista formale, le poste reddituali e patrimoniali che vengono considerate in questa componente dell'indice di valore hanno una natura finanziaria, e in tal senso potrebbero essere considerate come espresive della contribuzione della finanza al valore d'impresa. Tuttavia, in generale, queste poste si vengono a formare per ragioni operative: le liquidità immediate sono strumentali alla gestione corrente o agli investimenti aziendali; i finanziamenti a terzi sono collegati a rap-

porti societari o sono connessi con particolari politiche commerciali (di supporto ai propri canali di distribuzione e/o ai propri fornitori); le partecipazioni sono in imprese con cui si intende realizzare sinergie economico-produttive. In questa ottica, quindi, questa componente della redditività aziendale può essere intesa come parte della contribuzione della strategia al valore d'impresa.

b) La *leva finanziaria*, che dipende dal rapporto tra capitale di debito e capitale proprio (DF/CP) e dal margine di copertura degli oneri finanziari (ROAT – I), ossia da quanto la redditività totale supera il costo dell'indebitamento ( $I = \text{oneri finanziari} / \text{indebitamento totale}$ ). L'indebitamento totale può essere calcolato sulla base di tutti i debiti iscritti nel passivo patrimoniale, al netto di quelli verso i fornitori che concorrono a formare il capitale circolante netto, oppure sulla base dei soli debiti finanziari. Nel secondo caso, il capitale circolante verrebbe calcolato al netto di tutti i crediti correnti non finanziari, oltre a quelli verso i fornitori.

La leva finanziaria, propriamente rappresenta il contributo della finanza alla remuneratività d'impresa. In primo luogo, le condizioni di struttura finanziaria (come ripartire le esigenze di finanziamento tra capitale proprio e capitale di debito) e il costo dell'indebitamento sono obiettivi propri della finanza aziendale. In secondo luogo, la leva finanziaria svolge un effetto moltiplicatore, positivo o negativo, sulla redditività gestionale. In effetti, se il ROTI è strutturalmente superiore al

costo del debito, un adeguato livello di indebitamento favorisce un livello superiore della redditività gestionale. Viceversa, se il livello assoluto o la volatilità della redditività lorda generano margini negativi di copertura finanziaria, l'uso dell'indebitamento riduce significativamente il ritorno per il capitale proprio e accresce le complessive condizioni di rischio dell'impresa. Tuttavia, le scelte di struttura finanziaria assumono significato non solo in relazione agli obiettivi propriamente finanziari (rischio e rendimento) ma anche in funzione della struttura economica e patrimoniale dell'impresa, che è determinata dalle logiche industriali dei settori in cui opera e, altresì, dalle scelte di strategia aziendale, ossia del modo in cui l'impresa intende definire la propria posizione economica e competitiva nei settori di riferimento. D'altra parte, alcune teorie<sup>20</sup> ed alcune recenti evidenze empiriche<sup>21</sup> indicano che la struttura finanziaria può avere effetti sulla redditività delle attività industriali, sia nel caso di eccesso sia nel caso di carenza dei mezzi di debito rispetto ai mezzi propri tra le complessive passività aziendali. L'eccesso dell'indebitamento può portare ad una riduzione dei flussi di autofinanziamento destinati a nuovi investimenti perché assorbiti dalle uscite di cassa per soddisfare il servizio del debito (oneri finanziari e rimborso dei prestiti), così come può portare a scelte, in termini di politiche di vendita o di riduzione dei costi, che possono impattare negativamente sulla posizione strategica dell'impresa, determinando progressiva perdita di competitività e di capacità di svilup-

po. Viceversa, un basso (o nullo) livello di indebitamento può portare ad una minore attenzione all'efficienza gestionale per la mancanza di una adeguata pressione a soddisfare gli impegni finanziari, e/o ad una minore intensità degli investimenti per l'espansione o l'innovazione aziendale con possibili ripercussioni sulle capacità competitive e reddituali dell'impresa.

c) La *pressione fiscale*, ossia l'incidenza delle imposte sul reddito d'impresa ( $t$ ). Anche la pressione fiscale può essere considerata un altro indicatore di come la finanza contribuisce all'indice di valore per i seguenti motivi: 1) la gestione tributaria è parte delle funzioni della direzione finanziaria e le scelte in materia societaria funzionali alla ottimizzazione degli obiettivi fiscali rispondono primariamente alle finalità finanziarie dell'impresa (redditività e remunerazione del capitale); 2) il rapporto tributario può essere considerato come una un'altra forma di obbligazione finanziaria anche se gli oneri relativi sono variabili e legati ai risultati economici delle attività aziendali; 3) l'incidenza fiscale è un importante fattore che determina le scelte di struttura finanziaria (quanto maggiore è la pressione fiscale, tanto maggiore è il ricorso all'indebitamento e all'uso della leva finanziaria per accrescere la redditività del capitale proprio); 4) le scelte di politica fiscale, finalizzate a ottimizzare la pressione tributaria, riguardano soprattutto la gestione di fattori che rientrano nell'ambito della direzione finanziaria. Comunque, l'incidenza fiscale è anche determinata dalle scelte di

strategia industriale dell'impresa. In questo ambito rientrano, tra le altre, le possibili scelte sulla localizzazione degli impianti produttivi e sulla costituzione di società commerciali estere nei mercati internazionali di riferimento.

d) L'*onerosità (o costo) del capitale proprio* ( $k_{CP}$ ), che rappresenta il rendimento atteso dai portatori del capitale d'impresa, tenuto conto del rendimento offerto dagli investimenti privi di rischio, del premio di rendimento richiesto per l'investimento in capitale azionario (equity risk premium) e del profilo di rischio dell'impresa<sup>22</sup>. Tipicamente, il costo del capitale è uno dei fattori di gestione della finanza aziendale. Tuttavia, un elemento determinante dell'onerosità del capitale proprio è il profilo di rischio dell'impresa, largamente spiegato dalla sua posizione strategica e da come questa incide sulla possibile volatilità della redditività aziendale.

e) L'*intensità della crescita aziendale* ( $g$ ), che misura la quantità dei nuovi investimenti che l'impresa realizza per sostenere il proprio sviluppo. Tenuto conto che il tasso di crescita delle attività aziendali dipende dalla relativa redditività e dalla quantità degli utili che vengono reinvestiti, questo particolare fattore è determinato sia dalla strategia sia dalla finanza d'impresa. La strategia determina la principale componente della redditività aziendale (la redditività industriale) nonché le esigenze d'investimento in relazione alla crescita dei mercati di riferimento e agli obiettivi di competitività. La finanza, inve-

ce, incide per la parte restante della redditività aziendale e, altresì, per le scelte che riguardano la ripartizione degli utili tra dividendi e autofinanziamento e riguardo agli obiettivi di struttura finanziaria (rapporto tra capitale di debito e capitale proprio).

Dalla precedente formula e dalla descrizione dei suoi specifici fattori e delle relative determinanti, emerge in modo chiaro che la capacità di un'impresa di creare valore per i propri azionisti viene determinata da un sistema di relazioni reciproche tra le prestazioni strategiche e quelle finanziarie delle attività aziendali. La finanza concorre a spiegare le capacità strategiche delle imprese. Oltre alle relazioni indicate nella descrizione dei fattori che determinano l'indice di remuneratività del capitale proprio, per comprendere gli effetti della finanza sulla strategia va altresì indicato che alcune operazioni finanziarie concorrono a determinare i vantaggi competitivi e la capacità di crescita delle imprese.

Oltre alle acquisizioni, le fusioni e le quotazioni in Borsa, che hanno un contenuto di finanza straordinaria, vi sono altri strumenti finanziari – come il leasing, il factoring ed il finanziamento ai partner commerciali – che, in alcuni settori, sono importanti leve strategiche.

Specularmente, la strategia concorre a spiegare le determinanti proprie della gestione finanziaria. La dimensione e la composizione della struttura finanziaria vengono spiegate non solo da fattori propri della finanza aziendale ma anche da fattori di natura strategica, come: il livello e la volatilità della redditività

industriale; la struttura degli investimenti operativi (peso relativo del capitale circolante e di quello immobilizzato); le necessità d'investimento per lo sviluppo delle attività di mercato (crescita, consolidamento, innovazione, diversificazione). Come già indicato in precedenza, il costo del capitale è determinato in misura rilevante dal profilo delle attività strategiche (volatilità della domanda, intensità della concorrenza, competitività della posizione di mercato, variabilità della struttura dei costi di produzione, grado di diversificazione delle attività di mercato).

Infine, le stesse condizioni di pressione tributaria ( $t$ ) possono trovare spiegazione nella strategia aziendale a causa, per esempio, di eventuali benefici relativi a specifici settori economici o della localizzazione delle attività di produzione e/o vendita.

### **Le attività proprie della finanza strategica**

Di seguito, vengono descritte in modo sintetico le attività che qualificano la finanza strategica. Come si potrà cogliere dalla successiva lettura la caratteristica fondamentale che lega tutte queste diverse attività è quella di avere innovato le modalità di pianificazione, di controllo e di valutazione delle imprese con metodi e strumenti che integrano le dinamiche strategiche e quelle finanziarie delle attività aziendali di riferimento e orientano la complessiva

gestione d'impresa verso l'obiettivo primario della creazione di valore per il capitale investito.

### **Il value strategic planning o value based planning.**

Con questo termine si indicano i sistemi di pianificazione e di controllo aziendale per cui tutte le unità e le attività d'impresa vengono valutate e gestite con riferimento ai fattori che contribuiscono al valore economico del capitale d'impresa<sup>23</sup>. I sistemi di Value Planning possono differire a seconda delle specifiche modalità di gestione aziendale e dei criteri di misurazione del valore creato dalle attività aziendali: il discounted cash flow, i parametri di valore, i metodi di correlazione multifattoriale, l'Economic Value Added (EVA). Tuttavia, la logica sottostante a ogni tipologia di Value Planning è la stessa: pianificare e controllare le attività aziendali tenendo conto di come le prestazioni relative alla posizione strategica e quelle relative alla posizione finanziaria possono contribuire al conseguimento degli obiettivi di remunerazione o di valore dei portatori della proprietà aziendale. Le prestazioni strategiche sono quelle che misurano il grado di attrattività dei mercati serviti (tasso di crescita della domanda, sensibilità della domanda al prezzo, intensità della concorrenza diretta ed indiretta), di competitività dell'offerta (qualità e prezzi dei prodotti, servizi alla clientela), di produttività delle risorse operative (umane, materiali ed immateriali), di intensità degli investimenti (in ricerca e sviluppo, in capacità produttiva). Le prestazioni finanziarie, invece, sono quelle che

misurano il livello di redditività corrente (economica e finanziaria), il rischio delle attività aziendali (la variabilità della redditività aziendale), la solidità della struttura finanziaria (come composizione dei mezzi di finanziamento e come rapporto tra struttura dei finanziamenti e struttura degli investimenti), l'economicità del costo del capitale (tenuto conto del costo delle singole fonti di finanziamento e del loro peso nella struttura finanziaria)<sup>24</sup>. Nella figura 1 vengono riportate le principali fasi o componenti di uno strutturato sistema di gestione per il valore del capitale investito. Da questo schema di evince che una corretta gestione per il valore deve primariamente identificare e realizzare le strategie di business che possono creare maggiore valore, tenuto conto delle competenze disponibili e distintive e degli obiettivi strategici e finanziari dell'impresa. Oltre al valore delle strategie di mercato, la gestione per il valore richiede una corretta e coerente gestione del rischio, della struttura finanziaria (la composizione delle fonti di finanziamento e del relativo rapporto con la struttura degli investimenti) e del conseguente costo del capitale. Successivamente, oltre alla pianificazione la gestione per il valore richiede un costante controllo sull'andamento della strategia e della finanza d'impresa e l'attuazione di eventuali revisioni con adeguati interventi. D'altra parte, la gestione per il valore, soprattutto nei casi di imprese quotate o coinvolte in operazioni di finanza straordinaria, ovvero nei casi di trattative con il sistema bancario, richiede che il valore corrente e potenziale dell'impresa venga

comunicato e negoziato con gli interlocutori finanziari (investitori, acquirenti, azionisti di minoranza, finanziatori). Infine, la gestione per il valore dovrebbe coinvolgere tutte le risorse umane che partecipano alla gestione dell'impresa, in primo luogo il vertice aziendale ed i responsabili delle singole unità di business e delle funzioni centrali dell'impresa.<sup>25</sup>

### **I piani d'impresa o business plan**

I *piani d'impresa*, o *business plan*<sup>26</sup>, sono i documenti che sintetizzano l'attività con cui le imprese formulano ed analizzano i piani di sviluppo strategici e finanziari con riferimento alle complessive attività aziendali, a progetti d'investimento, a specifiche idee imprenditoriali. I business plan hanno finalità interne ed esterne. Le finalità interne sono quelle di indicare al management le prospettive, i punti di forza e di debolezza, le modalità e le probabilità di sviluppo aziendali o delle singole iniziative in cui possono essere o sono impiegati i capitali e le risorse operative dell'impresa. Le finalità esterne riguardano i rapporti tra l'impresa e gli operatori finanziari già presenti nel capitale o che possono contribuire alle strategie di sviluppo aziendali. I business plan si concretizzano in prospetti o documenti di analisi e di sintesi in cui vengono strutturati tutti gli elementi che contribuiscono a definire le caratteristiche strategiche e finanziarie dell'oggetto di valutazione: gli eventuali aspetti giuridici e societari; l'offerta (ossia i prodotti e i servizi oggetto del piano d'impresa) l'analisi del settore o dei settori di riferimento, l'analisi della domanda,

l'analisi della concorrenza, la strategia di marketing, la struttura del management, il piano operativo, i piani e i relativi fabbisogni finanziari, le previsioni economiche e finanziarie, la valutazione dei possibili rendimenti e rischi delle specifiche attività d'impresa.

I piani d'impresa possono essere classificati in due principali tipologie:

- I *piani di sviluppo*, che riguardano l'evoluzione delle strategie, della posizione competitiva, dell'assetto organizzativo e della situazione finanziaria di imprese (o di business unit / rami d'azienda) già costituite ed operanti. I piani di sviluppo aziendali sono elaborati dalle imprese per fornire ai propri azionisti, investitori e finanziatori indicazioni sulle prospettive aziendali, sulle principali linee di evoluzione della strategia, della struttura e della finanza dell'impresa e sulle conseguenze di tali fattori sul valore del capitale investito. Questi sono i prospetti con cui le imprese arrivano alla quotazione in borsa, con cui realizzano operazioni di appello al pubblico risparmio (OPA, OPV o OPS), con cui ricercano partner di private equity, con cui le società quotate comunicano agli operatori finanziari e agli azionisti di minoranza i risultati attuali ed attesi. I piani di sviluppo sono lo strumento necessario per le valutazioni del capitale d'impresa, di cui ci si occupa successivamente.

- I *piani di fattibilità*, che riguardano, invece, specifiche idee imprenditoriali, progetti d'investimento finalizzati alla costituzione di

nuove realtà imprenditoriali, al lancio di nuovi prodotti, alla realizzazione di nuovi impianti produttivi ecc. In questi casi, i piani d'impresa servono per verificare, da un lato, gli obiettivi strategici ed i vantaggi competitivi della specifica idea imprenditoriale e, dall'altro, la relativa convenienza economico-finanziaria.

Con riferimento all'ultimo punto, un'attività che rientra dei piani di fattibilità è il *capital budgeting* (termine con cui viene comunemente definita la modalità di misurazione della capacità di rendimento dei progetti d'investimento delle imprese), può prevedere diversi metodi operativi, tra loro in parte alternativi ed in parte complementari: il VAN (Valore Attuale Netto), il VAM (Valore Attuale Modificato), il TIR (Tasso Interno di Rendimento), il payback period (tempo di recupero finanziario), l'indice di rendimento (rapporto tra il valore attuale e il costo iniziale di un investimento).

Anche nell'ambito del capital budgeting, negli ultimi anni è stata sviluppata una nuova metodologia – denominata *opzioni reali* – che si

propone di incorporare maggiormente nel valore dei progetti d'investimento ad elevata incertezza (come quelli a cui si riferiscono i piani di fattibilità) la relativa dimensione strategica e di chiarire come la stessa può determinarne l'evoluzione ed i relativi rendimenti<sup>27</sup>. Il metodo delle opzioni reali considera gli investimenti come i premi che vengono pagati per l'acquisto di un'opzione finanziaria e che consentono di confrontarsi con più alternative strategiche e finanziarie che generano diversi possibili ritorni o rendimenti sull'investimento. Secondo il metodo (e la teoria che lo definisce) delle opzioni reali, il valore di un investimento deve, quindi, incorporare quella parte di valore che è determinata dal grado di flessibilità con cui un investimento può essere gestito e modulato (rinvia, abbandonato, rafforzato) in funzione delle dinamiche future del contesto strategico di riferimento.

A prescindere dal metodo operativo utilizzato, il capital budgeting si svolge in quattro principali fasi: la prima si propone di anticipare le dinamiche dei flussi monetari (di entrata e di uscita) per la durata dei

Fig. 1: Le diverse componenti del processo di gestione per il valore



singoli progetti di investimento; la seconda definisce il costo del capitale impiegato nei progetti d'investimento; la terza misura la capacità dei singoli progetti d'investimento di creare valore finanziario (valore delle entrate superiore a quello delle uscite), attualizzando i relativi flussi monetari sulla base del costo del capitale; l'ultima seleziona i progetti d'investimento, tenendo conto della loro maggiore capacità di creare valore, dell'entità dei capitali necessari al loro finanziamento e della quantità di capitali disponibili.

### **La contabilità strategica**

Questa attività si propone di valutare le performance economiche e finanziarie di una singola impresa raffrontandole con quelle di imprese concorrenti o comparabili<sup>28</sup>. Questo tipo di confronto tra le performance di imprese diverse prende il nome di *benchmarking*, termine con cui si intende appunto definire la modalità con cui i dati di una singola impresa vengono valutati sulla base di un confronto con alcuni parametri di riferimento che sono i dati di altre imprese che svolgono lo stesso tipo di attività o che, pure operando in settori diversi, hanno simili logiche strategiche. L'obiettivo del benchmarking è quello di identificare le *best practice*, ossia le modalità operative o i profili economici e finanziari che garantiscono le migliori prestazioni aziendali, che possono essere misurate in termini di redditività, di competitività, di produttività, di solidità patrimoniale e di sostenibilità finanziaria. I dati oggetto delle attività di contabilità strategica possono essere quelli generali o di

bilancio, che rappresentano la situazione reddituale e patrimoniale delle imprese a confronto, ovvero quelli industriali che, invece, tengono conto delle performance terminali o strumentali delle singole aree di attività in cui le imprese operano. La prima tipologia può essere denominata *analisi di bilancio comparativa*, in quanto il confronto viene fatto tra le performance reddituali, patrimoniali e finanziarie (misurate con la costruzione di appositi rendiconti finanziari) che sono riportate nei bilanci civilistici delle imprese<sup>29</sup>. La seconda tipologia può essere, invece, denominata *contabilità per attività* o *activity based accounting* e riguarda le performance economiche e competitive di distinte aree di business (o segmenti di attività) o di singoli processi operativi ed è finalizzata a verificare come gli stessi concorrono alla posizione economica e/o competitiva delle seconde. L'Activity Based Accounting metodologia contabile introdotta da Thomas H. Jhonson e Robert S. Kaplan nel 1987<sup>30</sup> con l'obiettivo di misurare il costo complessivo dei prodotti, interpretando le imprese come sistemi di attività logicamente collegate mediante processi operativi interfunzionali, fu anche frutto delle elaborazioni concettuali di Michael Porter in merito alla "catena del valore", ossia della logica interfunzionale, delle attività d'impresa<sup>31</sup>. Questo tipo di contabilità considera come attività «d'insieme di azioni o di compiti elementari che hanno per obiettivo quello di erogare un servizio o produrre un output tangibile» e, a differenza di quelle tradizionali (generale, industriale, finanziaria), è strutturato

secondo una logica di processo che integra gli elementi strategici (o competitivi) con quelli economici e finanziari. Secondo questo metodo, le operazioni di gestione aziendale vengono suddivise in azioni o compiti elementari (le activity) che concorrono a erogare o a produrre un particolare output (prodotto finito, semilavorato, servizio, funzione). Successivamente alle activity vengono attribuite, in termini contabili, le risorse utilizzate e generate nella complessiva gestione aziendale (activity resource allocation). Contestualmente, si definiscono le determinanti operative, gestionali e ambientali che possono spiegare le performance delle singole activity (activity driver). Questo sistema, a livello di singola impresa, consente di correlare le performance delle singole unità di processo (activity) con le proprie determinanti strutturali. In questo modo il management dispone delle informazioni necessarie per definire le possibili azioni di miglioramento dei risultati aziendali: o in via diretta, intervenendo sulle unità di processo, o indirettamente, agendo sui fattori strutturali.

Da queste indicazioni, emerge che la contabilità strategica può fornire indicazioni valide per le scelte di gestione aziendale se dispone di adeguate informazioni sulla struttura dei mercati serviti e sulla concorrenza e, inoltre, se il sistema informativo ed amministrativo aziendale consente di allocare gli elementi reddituali e patrimoniali (soprattutto quelli riferiti alle strutture generali) alle singole aree di business dell'impresa.

#### **La valutazione del capitale d'impresa**

Questo tipo di attività è finalizzato a calcolare il valore o corrispettivo monetario che può essere riconosciuto al capitale (totale o parziale) di un'impresa nel caso di operazioni di finanza straordinaria. Queste operazioni hanno per oggetto la proprietà o le attività di un'impresa. La loro fattibilità, come per tutte le transazioni commerciali, al di là delle volontà soggettive, dipende dal valore che le controparti riconoscono<sup>32</sup> al capitale o alle attività oggetto di negoziazione. Questa componente della finanza strategica, quindi, pur avendo come riferimento il valore d'impresa, non ha un contenuto gestionale (come quelle che formano il VBM), ossia di pianificazione e di controllo delle attività d'impresa, bensì negoziale, ossia connesso con operazioni di compravendita del capitale d'impresa, come quotazioni, acquisizioni, partecipazioni, joint-venture, emissioni di azioni, di obbligazioni convertibili o di altri titoli che danno diritti sul capitale d'impresa (warrant, opzioni). Al di là dei metodi di valutazione consolidati nella teoria e nella prassi, come il metodo patrimoniale e il metodo reddituale (nonché quello misto reddituale e patrimoniale), il metodo finanziario (o dei flussi di cassa attualizzati) e il metodo degli indicatori di mercato, la finanza strategica è portatrice di metodi innovativi fondati sulla possibilità di valutare in modo integrato come le complessive attività d'impresa (strategiche e finanziarie) concorrono a determinare i fattori che spiegano il valore del capitale proprio d'impresa: i livelli della redditività (economica e finanziaria) della gestione aziendale, il tasso di

crescita attesa delle attività aziendali, il rischio ed il costo del capitale. In particolare, alle esigenze della finanza strategica rispondono i metodi che sono stati sviluppati in questi ultimi decenni per tradurre in termini di flussi di redditività (corrente e futura) e di rischio le caratteristiche delle strategie aziendali. Questi metodi hanno preso la denominazione generale di “valutazione strategica”<sup>33</sup> proprio perché attribuiscono ai fattori che definiscono la posizione strategica delle imprese il peso maggiore nella contribuzione alla creazione di valore per il capitale investito. Questi metodi sono la conseguenza delle evidenze empiriche relative alla scarsa correlazione tra le prestazioni reddituali e finanziarie correnti e la capacità futura di creare valore, di alcune ricerche che hanno rivelato come le principali determinanti del valore d’impresa siano i fattori che spiegano il suo profilo strategico come l’attrattività dei mercati di riferimento, la competitività della posizione di mercato, la produttività delle risorse operative impiegate<sup>34</sup>. La ricerca più nota in merito a questa relazione è quella sviluppata dallo Strategic Planning Institute della Harvard University, che studiò – su un campione formato dalle 700 più grandi società riportate nel database di Compustat per il periodo dal 1965 al 1986 – la correlazione tra l’effettivo rendimento per gli azionisti (in termini di dividendi e di incremento del valore di mercato dei titoli azionari) sull’arco di cinque anni (ipotizzando il disinvestimento al quinto anno) e due modalità alternative di valutazione aziendale: quella basata sui parametri di redditività corrente

(crescita degli utili per azione, ROI e ROS) e quella basata su un metodo sviluppato dall’SPI che tiene conto degli indicatori del profilo economico e competitivo delle imprese<sup>35</sup>. I risultati della ricerca mostrarono che gli indicatori di rendimento azionario hanno una bassa correlazione con i parametri reddituali correnti, mentre hanno una elevata correlazione con quelli che indicano la capacità competitiva e di sviluppo aziendale. Il metodo strategico dell’SPI riesce a controllare il 70-75% della varianza dei parametri di remunerazione del capitale azionario (circa il doppio rispetto ai metodi tradizionali) e la percentuale di errore (indicazione con segno contrario rispetto ai risultati effettivi) della valutazione basata sui parametri reddituali è mediamente 2-3 volte superiore a quella della valutazione basata sui parametri economici e competitivi.

La scarsa correlazione tra le condizioni reddituali correnti e la capacità delle imprese di remunerare i propri azionisti fu dimostrata anche in uno studio di Alfred Rappaport che mise a confronto la dinamica del tasso di crescita dell’EPS (earnings per share = utile per azione) e i rendimenti per gli azionisti (come somma dei dividendi e della variazione del valore delle azioni) per gli anni dal 1973 al 1985 sul campione delle aziende considerate per il calcolo dell’indice Standard e Poor’s 500<sup>36</sup>. Anche Rappaport concluse che per valutare la capacità delle imprese di remunerare i propri azionisti è necessario tenere conto del rapporto tra la redditività aziendale e il costo del capitale (il rendimento atteso dagli azionisti) e che soprattutto

tutto, bisogna fare un'analisi delle relative condizioni competitive (attuali e prospettive), secondo gli schemi indicati da Michael Porter<sup>37</sup>, e di come le stesse possono mantenere, migliorare o peggiorare le condizioni di redditività corrente. Sulla base di queste indicazioni sono stati sviluppati altri metodi che si propongono di aggiungere un ulteriore livello di analisi del valore d'impresa, oltre a quello della strategia d'impresa, per chiarire come la struttura finanziaria incide non solo sul rischio e sul costo del capitale ma, altresì, sulla capacità competitiva dell'impresa. In effetti, come già indicato in precedenza, la struttura finanziaria concorre a spiegare la dimensione della redditività operativa, le prospettive di crescita aziendale e, più in generale, la competitività sostenibile.

Un esempio di questo tipo di approccio alla valutazione d'impresa è quello denominato IS/IE-AC, elaborato da un'équipe pluridisciplinare del Crédit Commercial de France nel 1984 e che, peraltro, può essere considerato come il primo tentativo di sviluppare un modello integrato strategico-finanziario per misurare il valore del capitale d'impresa. Questo modello è basato su due moduli tra loro interrelati: il modulo IS/IE che analizza la dimensione strategica dell'impresa ed il modulo AC che tiene conto di come le possibili scelte di struttura finanziaria incidono sui flussi di cassa aziendali<sup>38</sup>. Più recentemente, anche come risposta alle esigenze di analisi delle imprese generate dalla introduzione dei parametri di finanziamento di Basilea 2, è stato elaborato un altro metodo di valutazione delle

performance finanziarie delle imprese – denominato Corporate Value and Risk Planner (CRVP) – che consente, mediante la metodologia statistica di tipo discriminante, di interpretare e misurare le interrelazioni tra gli indicatori più strettamente riferiti alla posizione strategica o industriale e quelli rappresentativi della struttura finanziaria che concorrono a spiegare della redditività, della volatilità e della crescita delle singole imprese e/o di gruppi d'imprese<sup>39</sup>. La possibilità di misurare come la strategia e la finanza concorrono in modo interdipendente al valore d'impresa rappresenta una nuova frontiera dell'analisi d'impresa e richiede anche rilevanti dotazioni in termini di banche dati ricavate dallo studio di casi reali che possono essere utilizzate come strumenti metodologici a supporto della valutazione del capitale della specifica realtà imprenditoriale.

### **L'analisi dei cicli economici**

Per analisi dei cicli economici si intende l'attività e le relative competenze con cui gli operatori economici (le imprese, gli investitori, gli intermediari finanziari, le istituzioni di governo) possono interpretare l'andamento delle dinamiche macro e micro economiche dei contesti in cui realizzano o intendono realizzare le proprie attività.

Questa specifica attività – che si ritiene di considerare come parte della finanza strategica perché è strumentale alle decisioni d'investimento e di finanziamento delle imprese – è fondata sull'assunto che le dinamiche economiche seguano un andamento ciclico composto di successive fasi di espansione e di

recessione e che le diverse variabili che compongono un sistema economico abbiano relazioni sistematiche e prevedibili nella loro evoluzione<sup>40,41</sup>. In questi termini, una corretta conoscenza delle dinamiche economiche e delle relazioni che esistono tra le principali variabili dell'economia reale (o industriale) e di quella finanziaria (che regola gli scambi di capitali) consente agli operatori economici di anticipare la probabile evoluzione dei contesti economici di riferimento, di ottimizzare le scelte d'investimento e di finanziamento e, quindi, di massimizzare il valore dei capitali investiti.

L'andamento del ciclo economico è espresso dalla variazione reale (depurata degli effetti monetari o inflattivi) del Prodotto Interno Lordo (PIL) del contesto economico di riferimento. Il PIL è la misura del valore di tutti i beni e servizi finali prodotti all'interno di un contesto economico in un determinato periodo di tempo (di solito, viene calcolato su base annua o su base trimestrale). I beni e servizi intermedi sono computati nel PIL come parte del valore dei beni e servizi finali. Per questo, per evitare duplicazioni, il PIL viene misurato come sommatoria del valore aggiunto realizzato dagli operatori che producono i beni e servizi finali. Secondo le concezioni teoriche e le evidenze empiriche, esistono relazioni sistematiche tra le variabili produttive e quelle finanziarie e l'andamento del ciclo economico. Innanzitutto, in generale, il ciclo economico viene principalmente determinato dall'andamento degli investimenti. La fase espansiva viene innescata da una crescita delle spese per beni

capitali materiali ed immateriali che, da un lato, migliorano la produttività e, dall'altro, generano reddito che viene successivamente speso per beni di consumo o accumulato sotto forma di risparmio utilizzato poi per alimentare ulteriormente gli investimenti. L'andamento degli investimenti viene, a sua volta, spiegato in larga parte dal rapporto tra i tassi di crescita dei prezzi al consumo e quelli alla produzione e, inoltre, dalla dinamica dei tassi di rendimento dei mercati dei capitali. Il rapporto tra i tassi di crescita dei prezzi al consumo e quelli dei prezzi alla produzione indica il margine di redditività economica delle imprese. Quando i prezzi al consumo sono significativamente superiori a quelli alla produzione, le imprese hanno un incentivo a espandere i propri investimenti nella prospettiva di un positivo ritorno economico. Quando, viceversa, i prezzi alla produzione crescono più di quelli al consumo, le opportunità di profitto diminuiscono e le imprese riducono la loro propensione all'investimento. I tassi di rendimento dei mercati dei capitali, invece, rappresentano il costo dei mezzi di finanziamento necessari per realizzare i nuovi investimenti. Solitamente, una nuova fase espansiva è caratterizzata da un basso livello dei tassi di rendimento e da una curva dei tassi di rendimento inclinata in modo decisamente positivo. Con un basso tasso dei rendimenti, gli operatori economici trovano conveniente finanziare le attività (questo vale soprattutto per le imprese, ma anche per i consumatori che realizzano i propri acquisti con capitale di debito). La

curva dei rendimenti rappresenta la relazione che esiste tra i rendimenti negoziati sui mercati dei capitali a breve termine e quelli a più lungo termine. Di norma, i tassi di rendimento a più lungo termine sono significativamente superiori a quelli a breve termine alla fine di una fase recessiva. In questi momenti, i tassi di rendimento sono strutturalmente bassi, e questo stimola la domanda di capitali per investimenti (quelli a più lungo termine); dall'altra parte, gli operatori finanziari ipotizzando una futura crescita della struttura dei tassi, richiedono un maggior premio sui finanziamenti a più lungo termine che comportano una più duratura immobilizzazione delle liquidità e un maggiore rischio finanziario. Se, invece, i tassi a breve sono molto vicini o, addirittura, superiori a quelli a più lungo termine vuol dire che, da un lato, c'è una riduzione della domanda di capitali per investimenti e che, dall'altro, gli operatori finanziari prevedono una futura discesa dei tassi d'interesse a causa di una probabile fase recessiva dell'economia. Queste brevi note sulla relazione tra i tassi di rendimento e il ciclo economico rivelano che esistono relazioni sistematiche tra l'andamento dell'economia reale (o produttiva) e le dinamiche dei mercati dei capitali. I tassi dei mercati dei capitali a breve termine tendono a seguire in modo molto correlato l'andamento del ciclo produttivo: crescono nelle fasi espansive e si riducono nelle fasi recessive.

I tassi dei mercati obbligazionari (e dei prestiti bancari a medio-lungo termine) seguono anch'essi l'andamento del ciclo economico ma hanno variazioni più limitate rispet-

to a quelli a breve perché fanno riferimento un orizzonte temporale più lungo in cui le fasi espansive e recessive tendono a compensarsi. In realtà, l'analisi del ciclo economico e delle relative dinamiche finanziarie è più complessa di quella indicata in questo paragrafo e assume significato in relazione alle specifiche problematiche delle imprese. Tuttavia, con riferimento alle finalità di questo testo, si ritiene di avere fornito alcuni chiarimenti sull'importanza di questa attività nell'ambito della gestione aziendale e non solo di quella finanziaria.

## Bibliografia

- Amihud Y., Lev B.; *Risk Reduction as Managerial Motive for Conglomerate Mergers*; *Bell Journal of Economics*; 12/ 1981; pp. 605-617.
- Andrews, K.R.; *The Concept of Corporate Strategy*; Richard D. Irwin; 1980.
- Baker G., Baker B.; *A Study in the Creation and Destruction of Value*; *Journal of Finance*; 47, 7/1992; pp. 1081-1119.
- Balducci D.; *La Valutazione dell'Azienda*; FAG, 2001.
- Barney, J.B.; *Resources and Sustained Competitive Advantage*; *Journal of Management*; 17/1991; pp. 99-120.
- Barton S.L. and Gordon P.J.; *Corporate Strategy and Capital Structure*; *Strategic Management Journal*; 9/1988; pp. 623-632.
- Barton S.L. and Gordon P.J.; *Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure?*; *Academy of Management Review*; 12/1987; pp. 67-75.
- Barwise P., Marsh P., Thomas K., Wensley R.; *Managing Strategic Investment Decisions in Large Diversified Companies*; London Business School; 1988.
- Belcredi M.; *Decisioni finanziarie d'azienda, valore attuale e costo del capitale*, in *Manuale di Finanza Aziendale*, Il Mulino/Bologna; 1999.
- Belcredi M.; *Il rapporto P/E nelle decisioni d'investimento: una prospettiva internazionale*, in IRS, *Rapporto sul mercato azionario*; Il Sole 24 Ore Libri; 1989.
- Bergamin Barbato M., *Cost Management*; Giuffrè; Milano; 2000.
- Berry C.H.; *Corporate Growth and Diversification*; Princeton University Press; 1975.
- Bertinetti G.; *La finanza dei grandi gruppi aziendali italiani*; EGEA; 1994.
- Bertoni A.; *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano: un approccio funzionale*; EGEA; 2000.
- Bertoni A.; *Quale finanza per le imprese italiane?*, in *Finanza Marketing e Produzione*; n. 1; 1994.
- Bettis R.A., Mahajan V.; *Risk/Return Performance of Diversified Firms*; *Management Science*; 31, N. 7/1985; pp. 785-799.
- Bettis R.A.; *Modern Financial Theory, Corporate Strategy and Public Policy: Three Conundrums*; *Academy of Management Review*; 8/1983; pp. 406-415.
- Bini M.; *Creazione e distruzione di valore in Europa: i risultati di uno studio fondato sulla metodologia (statunitense) del Market Value Added*; *La Valutazione delle Aziende*; n. 4; 1997.
- Bini M.; *I premi per il rischio di mercato azionario*; *La Valutazione delle Aziende*; n. 13; giugno 1999.
- Black A., Wright P., Bachman J. E.; *La ricerca del valore nell'impresa. Analisi e gestione dei fattori di successo della*

- performance; Franco Angeli; 1999.
- Black J.A., Boal K.B.; *Strategic Resources: Traits, Configurations and Paths to Sustainable Competitive Advantage*; *Strategic Management Journal*; 15/1994; pp. 131-148.
- Bötzsel S., Schwilling A.; *Managing for Value*; Capstone; 1999.
- Brealey R., Myers S.C., Sandri S.; *Principi di finanza aziendale*; McGraw-Hill Libri Italia; 1999.
- Brealey Richard A., Stewart C. Myers; *Principles of Corporate Finance*, 5th Edition, New York, NY: McGraw Hill Publishing Co., 1996.
- Brimson J.A.; *Contabilità per attività. Il nuovo approccio alla contabilità industriale*; Franco Angeli; 1992.
- Bromiley P.; *On the Use of Financial Theory in Strategic Management*; *Advances in Strategic Management*; 6/1990; pp. 71-98.
- Brugger G.; *La funzione finanziaria nell'impresa* Milano; F. Angeli; 1974.
- Brugger G.; *Le decisioni finanziarie*; in *Trattato di finanza aziendale*; Franco Angeli; 1986.
- Brusa L.; *Contabilità dei costi, contabilità per centri di costo e Activity Based Costing*; Giuffrè; 1995.
- Buckley A., Ross S., Westerfield R.; *Corporate finance*; Irwin; 1997.
- Burch J.B.; *Contabilità direzionale e controllo di gestione*; Egea; 1997.
- Buzzell R.D., Chussil M.J.; *The full potential of your business*; Pimsletter; n. 30; 1983.
- Cappelletto R.; *La previsione economico-finanziaria d'impresa e l'istruttoria di credito industriale*; Milano; Giuffrè; 1983.
- Caprio L.; *Il finanziamento delle imprese nei principali paesi industrializzati. Uno studio comparato*; Vita e Pensiero; 1992.
- Caprio L.; *Redditività e struttura finanziaria delle imprese industriali italiane nel periodo 1974/1986*; in *Trasformazioni strutturali delle imprese italiane*; Il Mulino; 1989.
- Carlesi A.; *Il finanziamento degli investimenti innovativi nelle piccole e medie imprese : profili teorici e casi di costruzione del business plan*; Torino; G. Giappichelli; 1999.
- Carradori R., Grasselli A. (a cura di); *Manuale di finanza d'impresa*; Il Sole 24 Ore; 1999.
- Cattaneo M.; *Manuale di finanza aziendale*; Il Mulino; 1999.
- Chaganti R., Damanpour F.; *Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance*; *Strategic Management Journal*; 12/1991; pp. 479-491.
- Chandler A.D. Jr.; *Strategy and Structure*; MIT Press; 1962.
- Chatterjee S., Wernerfelt B.; *The Link Between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence*; *Strategic Management Journal*; 12/1991; pp. 33-48.
- Chew D.; *New corporate finance*; McGraw-Hill Publishing Company; 1998.
- Christensen H.K., Montgomery

- C.A.; Corporate Economic Performance: Diversification Strategy versus Market Structure; Strategic Management Journal; 2/1981; pp. 327-347.*
- Clarke R.G., Wilson B.D., Daines R.H., Nadauld S.D.; Strategic Financial Management; Irwin; 1990.*
- Colombi F.; Strategie & Finanza: modelli interpretativi e funzioni direzionali per i comportamenti finanziari dell'azienda; Etaslibri, 1989.*
- Cooper R., Kaplan R.S.; Profit priorities from Activity Based Costing, Harvard Business Review; maggio-giugno 1991.*
- Cooper R.; The Rise of Activity-Based Costing – Part One: What is an Activity Based Cost System?; Journal of cost management; estate 1988.*
- Copeland T., Koller T., Murrin J.; Il Valore dell'Impresa; Il Sole 24 Ore; ed. 1991 e 1998.*
- Copeland T., Weston F.; Teoria della finanza e politiche d'impresa; EGEA; 1994.*
- Cordero di Montezemolo S., Bottani P.; Le determinanti della redditività delle imprese vinicole. Il metodo CVRM applicato alle società vinicole italiane; Atti del convegno "Investire nel Vino"; Vinitaly 2005; Verona; 9/4/2005.*
- Cordero di Montezemolo S.; I profili finanziari delle società vinicole; Firenze; University Press; 2005.*
- Cordero di Montezemolo S.; L'evoluzione della finanza aziendale. Dalla logica strumentale alla logica partecipativa; Analisi Finanziaria; n. 53; 2004.*
- Cordes J.J., Sheffrin S.M.; Estimating the Tax Advantage of Corporate Debt; Journal of Finance; 38, march 1988; pp. 95-105.*
- Dallocchio M.; Finanza di azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa; EGEA; 1998.*
- Diamond D.W.; Corporate Capital Structure: The Control Roles of Bank and Public Debt with Taxes and Costly Bankruptcy; Economic Quarterly; 80/1994; pp. 11-37.*
- Dierickx I., Cool K.; Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage; Management Science; 35/1989; pp. 1504-1511.*
- Donaldson G.; Managing Corporate Wealth: The Operation of a Comprehensive Financial Goals System; Praeger; 1984.*
- Donna G.; La creazione di valore nella gestione d'impresa; Carocci; 1999.*
- Donna G.; La valutazione economica delle strategie d'impresa; Giuffrè; 1992.*
- Ellsworth R.R.; Subordinate Financial Policy to Corporate Strategy; Harvard Business Review; n. 61; 6/1983; pp. 170-182.*
- Fama E.F.; Agency Problems and the Theory of the Firm; Journal of Political Economy; Vol. 88, n. 2; 1991.*
- Fanni M.; Manuale di finanza dell'impresa; Milano; Giuffrè, 2000.*
- Farely G.F., Reichenstein W.R.; Risk Perceptions of Institutional Investors; Journal*

- of Portfolio Managers; vol. 10; Summer 1984; pp. 5-12.*
- Fuller R.J., Farrell J.L.; Analisi degli investimenti finanziari; McGraw Hill; 1993.*
- Gale B.T., Branch B.; Strategic determinants of cash flow; Pimsletter; n. 25; 1980.*
- Gale B.T., Swire D.J.; The tricky business of measuring wealth; Planning Review; 1988.*
- Grundy A.N.; Corporate Strategy and Financial Decisions; Kogan Page; 1992.*
- Grundy A.N.; Putting Value on a Strategy; Long Range Planning; Vol. 26; N. 3; 1993.*
- Grundy T., Ward K.; Strategic Business Finance; Kogan Page; Londra; 1996.*
- Guatri L., La teoria della creazione del valore; EGEA; 1991.*
- Guatri L.; La valutazione delle aziende; Egea; 1990.*
- Hamada R.S.; The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks; Journal of Finance; 1972; pp. 435-452.*
- Hammer M., Champy J.; Ripensare l'azienda. Un manifesto per la rivoluzione manageriale; Sperling & Kupfer Editori; 1994.*
- Harris M., Raviv A.; The Theory of Capital Structure; Journal of Finance; 46; 1991; pp. 297-355.*
- Higgins R.C.; How much growth can a firm afford?; Financial Management; vol. 6 N. 3; 1977.*
- Hirigoyen G., Degos J.; La valutazione delle società e dei loro titoli; Franco Angeli; 1991.*
- Jaccod P.; I modelli di scelta degli investimenti nelle aziende industriali; Giuffrè; 1983.*
- Jaccod P.; Strumenti di supporto alle decisioni finanziarie; Roma; SEAM; 1997.*
- Jensen M.C., Ruback R. S.; The Market for Corporate Control; Journal of Financial Economics; n. 11; April; 1983.*
- Jensen M.C.; Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers; American Economic Review; n. 76; 1986; pp. 323-339.*
- Jensen M.C., Meckling W.H.; Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure; Journal of Financial Economics 3; December 1976; pp. 305-360.*
- Johansson H.J., Carr D.K.; Le prassi migliori nel reengineering. Come riprogettare per il successo dei propri processi aziendali; Franco Angeli; 1996.*
- Johnson H.T., Kaplan R.S.; Ascesa e declino della contabilità direzionale; Milano; 1989.*
- Kerin R., Mahajan V., Varadarajan P. R.; Contemporary Perspectives on Strategic Market Planning; Allyn & Bacon; 1990.*
- Knight J.A.; Value Based Management; McGraw Hill; 1998.*
- Lintner J.; Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification; Journal of Finance; n. 20; 1965.*
- Lowenstein L.; Sense and nonsense in corporate finance; Addison Wesley; 1991.*
- Luchs B.; Allocating resources for shareholder value; Pimsletter n. 48; 1992*
- Mantovani G.M.; Rischio e valore*

- dell'impresa. L'approccio contingent claim della finanza aziendale; EGEA; 1998.
- Markides C.C., Williamson P.J.; *Related Diversification, Core Competencies and Corporate Performance; Strategic Management Journal*; 15 1994; pp. 149-165.
- Markowitz H.; *Portfolio Selection; Journal of Finance*; n. 7; 1952.
- Massari M.; *Finanza aziendale: valutazione*; McGraw-Hill Italia; 1998.
- Massari M.; *Finanza aziendale: principi di analisi finanziaria*; EGEA; 1997.
- Massari M.; *La diffusione del valore*; Milano; EGEA; 1992.
- Mazzocco G. (a cura di); *La Valutazione delle Performance Aziendali*; CEDAM; 1995.
- Mazzolovo G., Papa F.C.; *Finanza aziendale. Struttura organizzativa, operatività e strumenti*; EGEA; 1998.
- Mc Taggart M., Kontes P., Mankins M.; *The Value Imperative; The Free Press*; 1994.
- McConnell J.J., Servaes H.; *Equity Ownership and the Two Faces of Debt; Journal of Financial Economics*; 39; 1995; pp. 131-157.
- Metallo G., Pennarelli T.; *I circuiti finanziari tra localismo e globalizzazione. Verso un'integrazione*; Giuffrè; 1995.
- Michel A., Shaked I.; *Does Business Diversification Affect Performance?*; *Financial Management*; vol. 13; Winter 1984; pp. 18-25.
- Miller M.H.; *The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years; Journal of Applied Corporate*
- Finance*; 1; 1989; pp. 6-18.
- Modigliani F., Miller M.H.; *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment; American Economic Review*; n. 48; 1958.
- Moisello A., A.b.c. & E.v.a.: *un'integrazione possibile. La valutazione del costo di prodotto nell'ottica della creazione di valore; Economia Aziendale 2000Web*; n. 1; 2003.
- Monti E.; *Manuale di finanza per l'impresa. Teoria e pratica*; UTET; 1998.
- Myers S.; *Determinants of Corporate Borrowing; Journal of Financial Economics*; 5; 1977; pp. 147-175.
- Myers S.; *The Capital Structure Puzzle; Journal of Finance* 39; 1984; pp. 575-592.
- Oviatt B.M.; *On the Integration of Financial Management and Strategic Management; Academy of Management; Best Paper Proceedings*; 1984; pp. 27-31.
- Palepu K.; *Diversification, Profit Performance, and the Entropy Measure Strategic Management Journal*; 6 1985; pp. 239-255.
- Peccati L.; *Valutazione analitica e sintetica di attività finanziarie*; Laterza; 1992.
- Penrose E.T.; *The Theory of the Growth of the Firm*; Blackwell; 1959.
- Peteraf M.A.; *The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View; Strategic Management Journal*; 14; 1993; pp. 179-191.
- Peters T.J., Waterman R. H.; *In Search of Excellence*; Harper & Row; 1982.

- Pivato G. (a cura di); *Trattato di Finanza Aziendale*; Franco Angeli; 1983.
- Porter M. (a cura di); *Competition in Global Industries*; Harvard Business Press; 1986.
- Porter M.E.; *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*; The Free Press; 1980.
- Prabhalad C.K., Hamel G.; *The Core Competence of the Corporation*; Harvard Business Review; 3/1990; pp. 79-91.
- Rappaport A.; *Investire nelle aspettative*; Il Sole 24 Ore; 2001.
- Rappaport A.; *La Strategia del Valore*; Franco Angeli; 1986.
- Rappaport A.; *Selecting Strategies that Create Shareholder Value*; Harvard Business Review; 3/1981; pp. 139-149.
- Ravid S.A.; *On interactions of production and financial decisions*; *Financial Management*; 17/1988; pp. 87-99.
- Reimann B.C.; *Managing for the shareholder: an overview of the value-based planning*; *Planning review*; 1988.
- Reimann B.C.; *Managing for Value: A Guide to Value-Based Strategic Management*; Basil Blackwell; 1990.
- Robins J.A.; *Organizational Considerations in the Evaluation of Capital Assets: Towards a Resource-Based View of Strategic Investment by Firms*; *Organization Science* 3/1992; pp. 522-536.
- Ross S.A.; *The fundamentals of corporate finance*; McGraw-Hill Inc; 2000.
- Ross S.A.; Westerfield R.W., Jaffe J.F.; *Finanza aziendale*; Il Mulino; 1997.
- Rumelt R.P.; *Strategy, Structure and Economic Performance*; Harvard Business School Press; 1986.
- Sandberg C.M., W.G. Lewellen, Stanley K.L.; *Financial Strategy: Planning and Managing the Corporate Leverage Position*; *Strategic Management Journal* 8; 1987; pp. 15-24.
- Sandri S.; *Il valore delle strategie: un modello per decidere*; ETAS; 1995.
- Schlosser M.; *Modelli operativi di finanza aziendale*; ISEDI; 1994.
- Schoeffler S.; *Impact of business strategy on stock prices*; *Pimsletter*; n. 20; 1980.
- Schoeffler S.; *Nine basic findings on business strategy*; *Pimsletter*; N. 1; 1977.
- Seth A.; *Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation*; *Strategic Management Journal*; 11/1990; pp. 431-446.
- Shank J.K., Govindarajan V.; *Gestione strategica dei costi e catena del valore*; Problemi di gestione; n. 3; vol. XIX.
- Sharpe W.F.; *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*; *Journal of Finance*; 19; n. 3; 1964; pp. 425-442.
- Sibilio Parri B.; *Vantaggio competitivo e nuove filosofie di costo*; Cedam; 2000.
- Stern J., Chew D.; *The revolution in corporate finance*; Blackwell Publishers; 1992.
- Summers L.; *Does the stock market rationally reflect fundamental values*; *Journal of Finance*; vol.

41; n. 3; 1986.  
*Tardivo G.; Activity Based Costing. Principi, tecniche, esperienze; Giappichelli; 1995.*  
*Turney P.B.B.; Activity Based Management; Management Accounting; January 1992.*  
*Venanzi D.; Decisioni di investimento e di finanziamento: materiali applicativi; Giappichelli; 1997.*  
*Ward K.; Strategic Issues in Finance; Butterworth Heinemann; 1994.*  
*Ward K.; Strategic Management Accounting; Butterworth Heinemann; 1992.*  
*Watson G.H.; Il Benchmarking; Franco Angeli; 1995.*  
*Williams J.B.; The Theory of Investment Value; Harvard University Press; 1938.*

circa 7 a circa 110 miliardi di dollari con un peso dell'1,2% sul Pil. In Europa, nello stesso periodo siamo passati da circa 8 miliardi a circa 38 miliardi di euro di investimenti a titolo di private equity. In Europa, il contesto più fertile per il private equity è la Gran Bretagna, dove pesano per lo 0,9% del Pil, contro lo 0,25% in Italia (Fonte: Ventureconomics).

4 Per mercato dei capitali si deve intendere quello formato dalle operazioni (o negoziazioni) che hanno per oggetto lo scambio differito nel tempo di valori monetari ed in cui è previsto, in forma fissa o variabile, un rendimento che viene pagato dall'utilizzatore al fornitore di capitali.

5 Su Internet sono stati rilevati oltre 150 siti italiani e oltre 5.000 siti in lingua inglese che citano il termine finanza strategica o strategic finance.

6 F. Colombi; *La finanza strategica; Analisi Finanziaria*; n. 28, 4° trim. 1997.

7 AA.VV.; *Analisi finanziaria*; a cura di E. Pavarani; Mc Graw Hill; 2002; AA. VV.; *Manuale di Finanza d'Impresa*; Il Sole 24 Ore; 1999.

8 Grundy T., Ward K.; *Strategic Business Finance*; Kogan Page; Londra; 1996; traduzione personale; pag. 25.

9 Grundy T., Ward K.; *Strategic Business Finance*; Kogan Page; Londra; 1996; traduzione personale. pag. 18.

10 Nella prassi organizzativa, le direzioni di corporate development si occupano delle pianificazione aziendale e della gestione di strumenti di gestione per il valore d'impresa, collaborano con società di consulenza e/o con merchant

## Note al Testo

1 Cordero di Montezemolo S.; *L'evoluzione della finanza aziendale: dalla logica strumentale alla logica partecipativa*; *Analisi Finanziaria*; n. 53, 1° trim. 2004.

2 Harrison J.S., St. John C.H.; *Strategic Management of Organizations and Stakeholders*; Southwestern; 1998; pag. 4.

3 Secondo i conti finanziari delle banche centrali nazionali, nel 2001 la quota azionaria degli investitori istituzionali era il 49,4% negli Stati Uniti (il 64% per le società quotate), il 45,3% nel Regno Unito, il 29,9% in Italia, il 26,1% in Francia, il 23,7% in Germania e solo l'11,9% in Spagna (Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali). Negli Stati Uniti, nel decennio l'investimento di private equity è passato da

bank per analizzare e valutare opportunità d'investimento in altri business o in altre imprese, partecipano con il vertice aziendale alla organizzazione e alle negoziazione in casi di operazioni di finanza straordinaria.

11 Damodaran A.; *Manuale di valutazione finanziaria*; McGraw Hill, 1996; pag. 248.

12

$$VE_{cr} = \frac{D}{k_{CP} - g} = \frac{CP \cdot ROE \cdot d}{k_{CP} - g}; d = 1 - \frac{g}{ROE}$$

Secondo la formula di Gordon il valore d'impresa dipende dal livello corrente (D) e dal tasso di crescita (g) dei dividendi e dal costo del capitale proprio ( $k_{CP}$ ). Questa formula consente di arrivare a quella dell'indice di valore mediante le successive elaborazioni in cui vengono evidenziati altri fattori economici e patrimoniali: la redditività netta (ROE), il tasso di distribuzione dei dividendi (d), il valore contabile del capitale proprio (CP), il tasso di redditività per il capitale proprio (ROE), il tasso di distribuzione dei dividendi (d). Se il tasso di distribuzione dei dividendi (d) viene rielaborato secondo l'indicatore  $(1-g/ROE)$  e il valore contabile del capitale proprio viene trasformato in divisore del valore economico dello stesso capitale proprio, si ottiene l'indice di valore del capitale proprio o "price to book value multiple".

13 Damodaran A.; *Damodaran on valuation*; Wiley & Sons; 1994; pagg. 227-230.

14 «Ci sono diversi motivi in base ai quali gli investitori ritengono che il rapporto prezzo/valore contabile sia utile in sede di analisi degli investi-

menti. Il primo è che il valore fornisce una misura relativamente stabile e intuitiva del valore da paragonare al prezzo di mercato. Per gli investitori che intuitivamente non confidano nel metodo di attualizzazione dei flussi di cassa, il rapporto in esame è un termine di paragone alquanto più semplice. Il secondo è che, supponendo che i criteri contabili adottati dalle diverse aziende siano ragionevolmente uniformi, i rapporti prezzo/valore contabile di aziende simili sono agevolmente paragonabili al fine di individuare segnali di sopra o sottovalutazione. Da ultimo, il rapporto prezzo/valore contabile può servire a valutare le aziende che hanno risultati netti negativi, per le quali il rapporto prezzo/utili non è utilizzabile..... Esistono diversi svantaggi collegabili all'utilizzo di questo multiplo. In primo luogo, i valori contabili, come gli utili, sono influenzati dalle decisioni prese rispetto agli ammortamenti e altre variabili..... In secondo luogo, i valori contabili non sono molto significativi per le aziende di servizio, le quali generalmente sono prive di cespiti rilevanti. Infine, il valore contabile del capitale netto può diventare negativo quando l'azienda registra continuamente perdite consistenti.». A. Damodaran; *Manuale di valutazione finanziaria*; McGraw Hill; 1996; pag. 248.

15  $g = ROE \times (1-d)$ . Essendo d il tasso di distribuzione degli utili come dividendi,  $(1-d)$  rappresenta il tasso di autofinanziamento aziendale o di reinvestimento degli utili.

16  $k = k_f + d(k_e - k_f)$ . Il costo del capitale proprio dell'impresa è funzione del rendimento atteso sugli investi-

menti privi di rischio (titoli di Stato), del premio di rendimento per l'investimento in titoli azionari ( $k_e - k_f$ ) e dell'indice di rischiosità relativa dell'impresa ( $d$ ).

17 ROAT = redditività delle attività totali (operative e finanziarie); DF = debiti finanziari;  $I$  = costo dell'indebitamento;  $t$  = incidenza delle imposte sul reddito d'esercizio.

18 Nelle formule qui indicate si è ritenuto di usare gli indici della redditività netta (ROE), della redditività operativa o industriale (ROI) e il costo dell'indebitamento ( $I$ ) con la dizione anglosassone, tenuto conto della loro ormai consolidata diffusione nella teoria e nella prassi aziendale. Gli altri indicatori, invece, sono riportati secondo acronimi di dizioni formulate sulla base sulla nostra lingua.

19 Se questa condizione non fosse soddisfatta, non ci sarebbe giustificazione ad investire nelle attività industriali dell'impresa che, con un livello di rischio superiore, darebbero un rendimento inferiore a quello delle attività finanziarie.

20 Secondo le analisi di Michael Jensen e di altri studiosi, un adeguato livello di indebitamento può avere una "funzione disciplinare" sulla gestione delle imprese perché spinge a trovare le opportunità d'investimento più redditizie e le modalità operative più efficienti. Le imprese poco indebite e con elevati flussi di cassa disponibili, invece, hanno un elevato scudo di protezione contro gli errori di gestione che possono essere portate ad una gestione più conservativa e meno propensa al rischio, all'innovazione e alla crescita. Jensen M.C., Ruback R.S.; *The market of corporate con-*

*trol; Journal of Financial Economics; 1983. Jensen M.C.; Agency costs of free cashflow, corporate finance and takeovers; American Economic Review; vol. 76; 1986.*

21 Da un recente studio in cui è stato presentato un innovativo sistema di analisi finanziaria – il *Corporate Value and Risk Planner* – basato sulla metodologia statistica di tipo discriminante ed applicato ad un campione delle 60 maggiori società vinicole italiane, è emerso che tra i fattori fondamentali della redditività industriale di queste imprese vi sono anche alcuni indicatori della struttura finanziaria. Cordero di Montezemolo S., Bottani P.; *Le determinanti della redditività delle società vinicole. Il metodo CVRP per l'analisi delle maggiori società vinicole italiane; Atti del convegno "Investire nel Vino"; Vinitaly 2005, Verona, 9 aprile 2005.*

22 Secondo la teoria del Capital Asset Pricing Model (CAPM), il costo del capitale proprio è espresso dalla seguente formula:

$$k_{CP} = k_f + \beta(k_m - k_f)$$

in cui  $k_f$  rappresenta il tasso di rendimento dei titoli a lungo termine privi di rischio (tipicamente le obbligazioni governative di durata decennale);  $k_m$  è il tasso di rendimento medio del complessivo mercato azionario a lungo termine (anch'esso calcolato su base decennale);  $k_m - k_f$  è l'equity risk premium, ossia il differenziale tra il rendimento medio del mercato azionario e quello sui titoli privi di rischio;  $\beta$  è l'indice beta che misura la volatilità dei rendimenti per il

*singolo titolo azionario rispetto a quelli del complessivo mercato azionario.*

*23 Il principio alla base del value based management di per sé non è una novità: come il metodo che lo configura (il discounted cash flow method) viene da tempo applicato in molte aziende, anche se però nel limitato contesto del capital budgeting o in occasione di operazioni una tantum di acquisizioni e dismissioni di attività. Il salto di qualità si realizza quando l'approccio diventa pervasivo rispetto all'intero contesto decisionale dell'impresa, e l'obiettivo di creazione di valore si pone al centro dell'attenzione manageriale in qualsiasi momento del vissuto aziendale, costringendo, di conseguenza, l'organizzazione aziendale a operare in modo omogeneo in termini di comportamenti, meccanismi e processi al fine di raggiungere tale obiettivo. Bianchi M.; Pianificare e gestire la creazione di valore; Amministrazione & Finanza Oro; n. 4, 1997, pag. 24.*

*24 Angelelli A.; Valore dell'Impresa: il Metodo EVA; Amministrazione & Finanza Oro; n. 1 1995 pag. 6.*

*25 Bötzsel S., Schwilling A.; Managing for Value; Capstone 1999; pagg. 53-54.*

*26 Il termine anglosassone Business Plan può essere tradotto con il termine "Piano d'Impresa" o "Piano di Fattibilità Imprenditoriale" in quanto riporta le caratteristiche strategiche, giuridiche, organizzative ed economico-finanziarie di progetti di sviluppo aziendale e della loro prevedibile evoluzione, con riferimento a complessive imprese, a rami d'azienda o a singole opportu-*

*nità d'investimento.*

*27 Micalizzi A.; Le Opzioni Reali; EGEA; 1997.*

*28 Per imprese comparabili si intendono le aziende che hanno profili strategici simili a quella di riferimento anche se operano in settori di attività diversi.*

*29 Per avere una dimostrazione concreta dell'analisi di bilancio comparativa, si suggerisce di andare sul sito [cnnfn.multexinvestor.com](http://cnnfn.multexinvestor.com) e selezionare la sezione "Stocks". Indicare un'impresa specifica – come IBM, Microsoft, ATT ecc. – e, successivamente, selezionare il comando "Ratios" che riporta gli indici di bilancio della specifica impresa, messi a confronto con quelli dell'industria e del settore di riferimento e, altresì, delle gruppo di imprese che rientrano nell'indice "S&P 500".*

*30 Kaplan R.S., Johnson H.T.; The rise and fall of management accounting; Havard Business School Press; 1987.*

*31 Porter M.; Competitive Advantage; The Free Press; 1985.*

*32 Mazzocco G. (a cura di); La Valutazione delle Performance Aziendali; CEDAM; 1995.*

*33 «La valutazione strategica non si pone in un'ottica di alternatività rispetto alla valutazione tradizionale, bensì di complementarietà. La valutazione strategica è, infatti, considerata 'integrativa' della valutazione tradizionale. La valutazione tradizionale non prende in considerazione, ed è questo un suo evidente limite, il sistema competitivo in cui l'azienda è inserita, l'attrattività del settore e l'area strategica d'affari.... In sostanza, la valutazione strategica presuppone un*

*modello di quantificazione che prende le mosse dalla definizione dell'analisi del sistema competitivo in cui è inserita l'azienda valutando, dalla misurazione del grado di attrattività dell'area strategica d'affari e del settore, dall'analisi comparativa della situazione economica e finanziaria dell'azienda oggetto di valutazione rispetto a quella delle aziende dello stesso raggruppamento strategico ed, infine, dalla determinazione del posizionamento strategico e dall'evidenziazione dei punti di forza e di debolezza.» Balducci D.; *La Valutazione dell'Azienda*; FAG 2001; p. 51-59.*

34 Schoffler S.; *Impact of Business Strategies on Stock Prices; The Pimsletter n. 20*; 1980.

35 Gale B.T., Swire D.J.; *The tricky business of measuring wealth; Planning Review*; 1988.

36 Rappaport A.; *La Strategia del Valore*; Franco Angeli; 1989.

37 Porter M.; *Competitive Strategy: Techniques for Analysing Industries and Competitors*; The Free Press; 1980.

38 Hirigoyen G., Degos J.; *La valutazione delle società e dei loro titoli*; Franco Angeli; 1991; pagg. 111-138.

39 Cordero di Montezemolo S., Bottani P.; *Le determinanti della redditività delle imprese vinicole. Il metodo CVRM per l'analisi delle maggiori società vinicole italiane*; Atti del convegno "Investire nel Vino"; Vinitaly 2005; Verona 9 aprile 2005.

40 Mennis A.E.; *How the Economy Works*; Prentice Hall; 1999.

41 Tainer E.M.; *Using Economic Indicators to Improve Investment Analysis*; Wiley & Sons; 1998.



