

# L'evoluzione della finanza aziendale. Dalla logica strumentale alla logica partecipativa

*di Stefano Cordero di Montezemolo*

## 1. Le logiche di interpretazione e di gestione della finanza aziendale

La finanza d'impresa ha cominciato ad essere considerata come un complesso autonomo di conoscenze e di competenze della complessiva gestione d'impresa tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo. Da questo momento, la definizione dei suoi contenuti e del suo ruolo si è modificata nel corso del tempo anche in risposta alle diverse problematiche che hanno caratterizzato lo sviluppo dei sistemi imprenditoriali e dei mercati dei capitali. Da questo punto di vista, si possono individuare tre principali fasi di evoluzione della finanza aziendale a cui corrispondono tre diverse logiche di interpretazione della sua posizione nel funzionamento e nello sviluppo delle imprese.

Le prime due fasi e le relative logiche possono essere considerate, a diversi livelli di evoluzione, espressive di una concezione conservatrice del ruolo della finanza aziendale nella gestione delle imprese: questa funzione viene intesa in posizione subordinata rispetto alle esigenze economico-produttive. Per questo

motivo, di seguito vengono trattate in un unico paragrafo. Viceversa, la fase più recente e la logica che si è andata affermando in questi ultimi tempi sono espressive di una visione rinnovatrice dei concetti, dei principi e dei metodi di questa funzione: esse verranno quindi trattate distintamente anche per approfondirne le determinanti ed i principali contenuti.

Le due visioni – quella conservatrice e quella rinnovatrice – sono, certamente, il riflesso di diversi contesti culturali ed economici, ma rispondono altresì a diversi modelli d'impresa. La prima mantiene la sua valenza in imprese con capitale sociale chiuso, dove c'è coincidenza tra proprietà e management, che hanno strategie di mercato concentrate in uno o pochi settori di attività, che hanno una bassa complessità organizzativa e produttiva e che operano in contesti finanziari tradizionali.

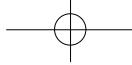
Viceversa, la seconda è coerente con una tipologia di imprese a capitale sociale aperto (quotate in borsa e/o con la presenza di investitori istituzionali), dove c'è una chiara distinzione tra proprietà e manage-

ment, che hanno strategie di mercato diversificate in più settori e/o segmenti di attività, la cui organizzazione è formata da diverse strutture operative che concorrono tra loro all'acquisizione ed utilizzazione delle risorse aziendali e, infine, che si confrontano con sistemi finanziari più innovativi e competitivi.

Il riferimento principale in termini di contributi alla finanza aziendale è la dottrina anglosassone, ed in particolare quella prodotta negli Stati Uniti. Gli Stati Uniti hanno sempre rappresentato l'avanguardia della finanza aziendale sia dal punto di vista teorico sia da quello operativo. È in questo contesto che sono state elaborate le concezioni più innovative nella definizione e nella interpretazione di questa specifica disciplina e funzione d'impresa. A questa situazione dottrinale ha certamente contribuito anche la maggiore rilevanza e dinamicità dei mercati finanziari anglosassoni, in cui si sono sperimentate e realizzate tutte le innovazioni in termini di strumenti, di metodi e di principi della finanza d'impresa. Per molto tempo, fino agli anni '60 e '70 del XX secolo, nell'Europa continentale (Francia, Germania e Italia) la finanza aziendale è stata interpretata come una funzione accessoria e secondaria rispetto a quella amministrativa, e le problematiche finanziarie sono state trattate in modo specifico e non come parte di una disciplina organica ed autonoma della complessiva gestione d'impresa. (1)

## **2. La logica strumentale e la logica strutturale**

La prima fase è quella che ha inizio con i primi contributi alla definizione della finanza d'impresa come autonoma disciplina dell'economia aziendale ed è perdurata fino all'inizio degli anni '50 del secolo passato. Il primo testo dedicato a questa disciplina è "Corporation Finance", scritto da T.L. Greene nel 1897. Negli anni successivi furono pubblicati altri testi sulle problematiche finanziarie delle imprese: "Corporations: Organization, Financing, Management" di A.M. Putney; "Corporation Finance" di E.S. Mead; "Corporations: Organization, Finance and Management" di W.J. Jackman (2). Altri importanti lavori vennero pubblicati negli anni '20: "The Financial Policy of Corporations" di A.S. Dewing e "What Money Should Cost: Fundamental Facts in Business Financing" di W.H. Cottingham (3). In questa fase, un ulteriore contributo alle problematiche finanziarie d'impresa è venuto da coloro che si sono occupati dei processi di funzionamento dei mercati azionari e dei sistemi di analisi e valutazione degli investimenti finanziari (azioni ed obbligazioni). D'altra parte, l'interesse alle problematiche finanziarie delle imprese in questo periodo fu fortemente stimolato dalla crescita degli investimenti nelle Borse Valori, a seguito di alcune innovazioni normative e regolamentari che resero i titoli azionari più attrattivi e valutabili per il pubblico risparmio. In questi lavori si tentò di individuare metodi per l'analisi delle condizioni reddituali, patrimoniali e finanziarie delle imprese e, altresì, di formulare alcuni principi, in merito alla diversifica-



zione degli investimenti, che solo successivamente ebbero una definizione scientifica attraverso l'utilizzo di strumenti statistici (4).

La logica di interpretazione che ha prevalso in questa fase può essere definita strumentale, perché alla finanza aziendale viene riconosciuta una mera funzione tecnica, con il compito quasi esclusivo 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. Inoltre, nell'analisi delle problematiche finanziarie prevalgono i contenuti giuridici, contabili e fiscali rispetto a quelli gestionali. Secondo questa impostazione, anche per l'esperienza degli anni '30, la finanza d'impresa ha un ruolo rilevante solo nei casi di insolvenza e di ristrutturazione finanziaria. In questa fase, quindi, la finanza d'impresa viene considerata come una funzione "derivata" rispetto alle problematiche produttive e commerciali con cui le imprese realizzano le proprie finalità ed attività economiche, e si ritiene che le competenze finanziarie siano di responsabilità esclusiva dei vertici aziendali e, solo i relativi compiti amministrativi possano essere delegati.

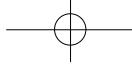
La seconda fase, quella che può essere datata dagli anni '50 fino all'inizio degli anni '80 del XX secolo, rappresenta il momento di maggiore sviluppo nella concettualizzazione della finanza d'impresa e, altresì, del suo riconoscimento nei processi di direzione aziendale. Dalla fine della seconda guerra mondiale e per tutti gli anni '50, l'interesse della finanza aziendale si

concentrò sui problemi di ottimizzazione della struttura finanziaria, di "cash management", di pianificazione dei flussi finanziari per sostenere le dinamiche di crescita delle imprese e sulle problematiche di finanza internazionale come riflesso di una fase storica di grande espansione e di allargamento dei confini geografici dell'economia. Dalla seconda metà degli anni '50 e per tutti gli anni '60, furono sviluppati i concetti e i metodi relativi alla definizione e alla diversificazione del rischio e, altresì, alla gestione del costo del capitale. Negli anni '70, tenuto conto di un contesto caratterizzato da una crescente inflazione, di una duratura crisi economica, della maggiore separazione tra proprietà e management, della formazione di conglomerati operanti in diversi settori di attività, le priorità della finanza aziendale diventarono il capital budgeting, l'asset allocation management, i rapporti di agenzia tra management, azionisti e obbligazionisti, i costi e le modalità di previsione dei fallimenti.

Dal punto di vista scientifico, questa fase inizia con la pubblicazione da parte di Friedrich e Vera Lutz del testo "The Theory of Investment of the Firm" (5), che viene considerato il riferimento fondamentale per la definizione della moderna finanza d'impresa, e successivamente vede i fondamentali contributi di Markowitz sulla diversificazione del rischio (la teoria dei portafogli efficienti) (6), di Modigliani e Miller sulla struttura finanziaria (7), di Sharpe (8) e Lintner (9) sul "capital asset pricing", di Fama (10) e di Jensen e Meckling (11) sulla efficienza dei mercati dei capitali.

La logica che si afferma in questa fase di evoluzione della finanza aziendale può essere denominata **strutturale**, in quanto a questa funzione viene riconosciuta la finalità di strutturare nel modo più efficace ed efficiente sia i mezzi di finanziamento sia gli investimenti connessi con le attività d'impresa; inoltre, le competenze finanziarie vengono strutturate in autonome direzioni e, nel caso dei gruppi industriali conglomerati, diventano quelle di riferimento delle società capogruppo. In altri termini, in questo periodo alla finanza aziendale viene riconosciuta una posizione distinta nella struttura di direzione aziendale, con il ruolo ulteriore e principale (rispetto a quelli meramente operativi ed amministrativi) della pianificazione e del controllo dei flussi monetari per garantire le condizioni di equilibrio finanziario, di minimizzazione del costo del capitale, di diversificazione del rischio, di analisi delle caratteristiche finanziarie e della relativa convenienza delle opportunità d'investimento. In questo periodo gli studi di finanza aziendale si propongono di individuare dei principi generali che consentano di definire la "struttura ottimale" dei diversi fattori che concorrono alla gestione finanziaria d'impresa. Sebbene in questa fase la finanza d'impresa diventi una disciplina autonoma nel campo dell'economia aziendale e assuma una posizione distinta nelle strutture di direzione aziendale, il suo rimane un ruolo di supporto alle scelte di governo aziendale, subordinato alle altre funzioni che definiscono la funzione e la posizione economica delle imprese (produzione, acquisti, marketing,

vendite). In questo senso, la direzione finanziaria ha il compito di razionalizzare o di ottimizzare la gestione dei capitali che sono necessari per sviluppare le attività di mercato con cui le imprese realizzano la loro funzione economica (12). La logica strutturale riconosce l'obiettivo del valore d'impresa e la necessità di un collegamento tra le funzioni operative e quelle finanziarie, ma dentro ad uno schema concettuale basato sulla distinzione (e non sulla integrazione) tra le dinamiche economico-produttive e quelle relative alla gestione dei capitali. Il valore d'impresa è inteso nell'ottica della massimizzazione, che riflette una stretta correlazione con la redditività corrente delle imprese e, altresì, un'elevata efficienza ed omogeneità di comportamento e di valutazione dei mercati finanziari. Il rapporto tra le attività operative e quelle finanziarie prevede che i soggetti finanziari siano in una posizione ricettiva rispetto alle esigenze, alle informazioni e alle valutazioni che vengono espresse dai portatori delle attività economico-produttive. Questo vale anche nel caso delle conglomerate, dove la holding è intesa come la struttura che svolge un ruolo di ottimizzazione dei processi di intermediazione tra la domanda (espressa dalle divisioni industriali) e l'offerta (proposta dagli operatori finanziari) di capitali e del complessivo costo del capitale e, altresì, di pianificazione e controllo dei flussi finanziari aggregati (relativi alle diverse attività industriali). D'altra parte, in questa fase il vertice delle conglomerate è espressivo di competenze industriali (manager di successo nelle singoli



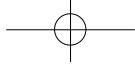
divisioni) e le competenze finanziarie sono utilizzate come supporto tecnico ed operativo.

Dal punto di vista concettuale, la logica che ha caratterizzato questa seconda fase è rappresentata dalle teorie che sono state elaborate in merito alla struttura finanziaria, in particolare quelle di Modigliani e Miller. Secondo Modigliani e Miller, ipotizzando uno scenario di mercati finanziari perfettamente efficienti, il valore delle imprese dipende esclusivamente dalle attività operative e dalla capacità dei mercati di interpretarne la relativa redditività, nonché le implicazioni delle stesse attività operative e delle passività finanziarie pre il rischio e costo del capitale (13). Successivamente, studi basati su ipotesi più realistiche in merito alle condizioni di efficienza dei mercati finanziari, ai comportamenti degli operatori economici e alle variabili di contesto, dimostrarono che gli effetti della struttura finanziaria sul valore d'impresa sono più complessi di quelli indicati dalle originarie teorie di Modigliani e Miller. Lo stesso Miller riprese il tema con riferimento alla variabile fiscale ed affermò che la struttura finanziaria è rilevante se vi sono differenze tra il livello delle imposte societarie e quello delle imposte personali degli azionisti e degli obbligazionisti (14). Inoltre, altri fattori furono introdotti per dimostrare l'importanza della struttura finanziaria: i rischi ed i costi del dissenso (trade-off theory) (15), le asimmetrie informative (pecking order theory) (16), la relazione d'interessi tra proprietà e management (principal-agent theory) (17), le caratteristiche dimensionali ed

operative delle imprese (ciclicità dei settori, struttura dei costi e del capitale investito), gli assetti proprietari, il livello e l'andamento dei tassi d'interesse.

Tuttavia, tutte queste teorie rispondono ad una interpretazione del funzionamento delle imprese che prevedeva l'indipendenza tra le prestazioni delle attività operative (o economico-produttive) e quelle della struttura finanziaria. Secondo questa concezione, la struttura finanziaria non ha effetti sulla competitività e sulla redditività delle attività operative, e incide sul valore delle imprese attraverso l'impatto sul complessivo costo del capitale (per il peso relativo del costo del debito e del capitale proprio e, altresì, per l'incidenza sul rischio d'impresa).

Questa impostazione è quella che caratterizza l'uso degli "unlevered discounted cash flows" o dei "flussi di cassa privi di debito" nella valutazione delle imprese. Questo metodo di calcolo prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, cioè quelli misurati al lordo dei flussi relativi al servizio del debito (oneri finanziari e rimborso dei prestiti finanziari). Questi flussi di cassa privi di debito vengono attualizzati ad un tasso che rappresenta il costo ponderato del capitale, e la loro sommatoria rappresenta il valore delle attività produttive d'impresa. Per determinare il valore del patrimonio netto d'impresa, dal valore delle attività aziendali viene sottratto il valore dell'indebitamento calcolato come attualizzazione dei flussi finanziari futuri ad un tasso che rappresenta il rendimento corrente per titoli di debito comparabili



per rischio e per scadenze.

Questo approccio è fondato su due ipotesi che riflettono il concetto dell'indipendenza tra le prestazioni delle attività economico-produttive e quelle relative alla gestione dei capitali d'impresa: a) la struttura finanziaria non influenza i flussi di cassa operativi attuali e prospettici ma incide solo sul costo del capitale che viene utilizzato per attualizzare i flussi di cassa operativi; b) la struttura finanziaria rimane stabile nel tempo e non è condizionata dalle dinamiche di sviluppo delle attività operative. Tale metodo riflette proprio la teoria di Modigliani e Miller sulla struttura finanziaria, non considera gli effetti di questa sui flussi di cassa operativi e riflette un modello di finanziamento delle imprese coerente, tutt'al più, con quello di stampo anglosassone delle realtà aziendali di maggiori dimensioni e a capitale diffuso (18).

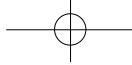
Solo negli anni '80 sono stati elaborati alcuni lavori scientifici che hanno provato a dimostrare come la struttura finanziaria incida sulle prestazioni delle attività di mercato delle imprese. In particolare, con riferimento al rapporto tra proprietà e management nelle società a capitale diffuso, Michael Jensen elaborò una teoria secondo cui un adeguato livello di indebitamento rappresenta uno stimolo per il management e contribuisce positivamente ai flussi di cassa generati dalle attività operative (19, 20). Secondo questa teoria, la necessità di soddisfare il servizio del debito (oneri finanziari e rimborso del capitale di debito) incentiva il management a ricercare le più convenienti opportunità d'investimento e una gestione più efficiente

delle risorse economico-produttive. Anche alcune successive ricerche hanno rilevato che le imprese caratterizzate da un maggiore livello di indebitamento tendono ad avere una maggiore redditività industriale, misurata in termini di ROI o di flussi di cassa operativi (21).

Queste elaborazioni scientifiche possono essere considerate come la presa di coscienza dei limiti della logica strutturale e l'inizio di una nuova fase che ha portato ad una profonda revisione dei concetti e dei principi precedentemente consolidatisi nella teoria e nella prassi.

### **3. Le recenti trasformazioni del contesto economico e finanziario**

I limiti della logica strutturale sono emersi in modo evidente con l'affermarsi di nuovi fenomeni economici ed imprenditoriali. Già negli anni '70, in un contesto economico più turbolento rispetto ai due decenni precedenti – a causa della minore crescita economica, degli elevati livelli d'inflazione e dei tassi d'interesse, della maggiore mobilità dei capitali a livello internazionale, della volatilità dei mercati valutari (non più regolati da un sistema di cambi fissi) – la finanza cominciò ad assumere un ruolo maggiore, soprattutto per gestire situazioni di crisi aziendale e per mantenere condizioni di redditività e di stabilità patrimoniale. D'altra parte, in quegli anni si crearono condizioni di maggiore e diversa concorrenza imprenditoriale – per l'emergere del fenomeno giapponese e degli altri paesi del Far East – che portò molte imprese a dover ridefinire le proprie attività economico-produttive e,



altresì, a sostenere una maggiore innovazione di prodotto, di mercato e di processo. In questo quadro, le competenze finanziarie diventarono sempre più importanti per poter valutare e sostenere i crescenti livelli di investimento e avere un controllo unitario su strutture operative più articolate. In quel periodo, al vertice di alcune delle maggiori imprese assunsero maggiore potere i manager di formazione finanziaria, mentre in passato si erano sempre privilegiate le competenze produttive e commerciali.

Contestualmente, nella dottrina e nella prassi aziendale cominciarono ad emergere una visione complessa e sistematica dei fenomeni economici ed imprenditoriali e un approccio interdisciplinare all'interpretazione dei processi di funzionamento e di gestione delle imprese: tali due fattori generarono nuovi concetti e principi, come quelli di qualità totale, di strategia d'impresa (22), di competizione aziendale, di competenze distintive, di vantaggi competitivi, di catena del valore. Tra i contributi fondamentali di quel periodo ci furono quelli di Michael Porter, che definì gli schemi di analisi della struttura competitiva dei settori di attività delle imprese e della posizione strategica delle singole imprese. Da quel momento, la complessiva gestione aziendale ha avuto come riferimento due principali dimensioni: quella strategica, riferita alle attività di mercato (altresì chiamate economico-produttive o operative) e quella finanziaria, riferita ai processi di gestione dei capitali funzionali alla realizzazione delle attività di mercato.

In quegli anni, inoltre, vennero pro-

dotte alcune ricerche che rivelarono in modo empirico le determinanti delle condizioni di redditività e di valore delle imprese. In particolare, la ricerca più nota in merito a questa relazione è quella sviluppata dallo Strategic Planning Institute della Harvard University, denominata P.I.M.S. (Profit Impact of Market Strategy). Questa ricerca – che ha, poi, dato vita ad una banca dati che raccoglie in modo sistematico i dati strategici e finanziari di migliaia di imprese in tutto il mondo – dimostrò che i principali fattori che determinano la redditività ed il valore delle imprese sono quelli che definiscono il grado di concorrenza all'interno di un sistema di mercato e quelli che spiegano la posizione di mercato delle imprese rispetto ai propri concorrenti: quota di mercato, prezzi relativi, qualità dell'offerta, costi relativi di produzione, tasso di crescita della domanda, grado di concentrazione della domanda e dell'offerta, intensità degli investimenti e dell'innovazione, ecc.

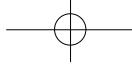
Lo stesso Strategic Planning Institute studiò – su un campione formato dalle 700 più grandi società riportate nel database di Compustat per il periodo dal 1965 al 1986 – la correlazione tra l'effettivo rendimento per gli azionisti (in termini di dividendi e di incremento del valore di mercato dei titoli azionari) sull'arco di cinque anni (ipotizzando il disinvestimento al quinto anno) e due modalità alternative gli valutazione aziendale: quella basata sui parametri di redditività corrente (crescita degli utili per azione, ROI e ROS) e quella basata su un metodo sviluppato dallo SPI che tiene conto degli indicatori del profilo

economico e competitivo delle imprese (quota di mercato, tasso di crescita degli investimenti, grado di concentrazione del settore, tasso di crescita della domanda ecc.). Da questa ricerca emerse 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 (23). 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 che compongono l'indice Standard e Poor's 500. Come indicato da Rappaport «alcuni analisti credono che quando l'indice EPS resta in forte crescita per un lungo periodo, ad esempio dieci anni, il profitto degli azionisti è cosa certa. Anche questa però è una credenza da sfatare. Esaminando recenti rapporti sulla situazione delle maggiori società nella classifica Fortune 500, si scopre che non poche grandi società hanno conseguito tassi di crescita positivi dell'indice EPS nell'arco di dieci anni, mentre la redditività dell'investimento nelle azioni restava negativa. Fra le società che si sono trovate in questa situazione negli anni passati vi sono anche grandi nomi, come Anheuser-Busch, Coca-Cola, Corning Glass,

Honeywell, Eli Lilly, Schering-Plough, Sperry e Xerox» (24). Anche Rappaport conclude 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, bisogna fare un'analisi delle relative condizioni competitive (attuali e prospettive), secondo gli schemi indicati da Michael Porter, e di come le stesse possono mantenere, migliorare o peggiorare le condizioni di redditività corrente.

L'evidenza della scarsa correlazione tra la redditività corrente e la capacità di più lungo termine delle imprese di remunerare i propri investitori portò allo sviluppo di nuove teorie e di nuove prassi in merito agli obiettivi finanziari delle imprese. Il concetto di valore economico del capitale d'impresa era già stato affermato, soprattutto a livello teorico, ma in una logica di "massimizzazione" che rifletteva una visione di breve termine e fondata sulla correlazione con i risultati finanziari correnti. Tuttavia, le prestazioni finanziarie correnti possono essere realizzate con modalità di riduzione dei costi e degli investimenti funzionali allo sviluppo aziendale che, conseguentemente, riducono la capacità reddituale di più lungo termine. D'altra parte, nella concezione tradizionale il valore d'impresa era considerato un parametro esterno alla gestione ordinaria, connesso con la quotazione in borsa o con operazioni di finanza straordinaria (acquisizioni, fusioni, partecipazioni).

I limiti di questa impostazione,



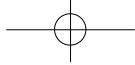
affermati sia a livello teorico sia sulla base delle risultanze empiriche, stimolarono la definizione del concetto di **creazione di valore per il capitale d'impresa**, inteso come la capacità di un'impresa di accrescere nel tempo il valore del proprio capitale investito, ossia di soddisfare le aspettative di rendimento dei propri azionisti, aspettative che dipendono non solo dai dividendi (legati alla redditività corrente) ma, soprattutto, dall'incremento del valore economico dell'impresa (25). L'obiettivo della creazione di valore, pertanto, afferma una visione diversa, in cui la capacità delle imprese di remunerare i propri investitori tiene conto della relativa capacità di sviluppo (determinata dalla specifica posizione strategica e finanziaria) e di come i possibili proventi finanziari generati dalle attività aziendali sono in grado di soddisfare le aspettative di rendimento degli investitori.

Inoltre la teoria della creazione di valore ha posto il valore per il capitale d'impresa come obiettivo primario ed ordinario della gestione aziendale, obiettivo che richiede adeguati sistemi di pianificazione che siano in grado di correlare le caratteristiche strategiche e finanziarie delle imprese con i fattori che spiegano la redditività ed il valore per gli azionisti.

La strategia e la finanza vanno considerate come due dimensioni tra loro interdipendenti nella gestione delle imprese, ossia le due facce di una stessa medaglia che è il sistema di attività aziendali. Le attività d'impresa hanno individualmente un contenuto strategico o finanziario per il tipo di funzione che realizz-

zano, ma la loro esistenza spiega contestualmente sia la posizione strategica sia quella finanziaria delle imprese.

La rilevanza competitiva delle attività finanziarie è diventata ancora più evidente con la progressiva globalizzazione dei mercati finanziari. La **globalizzazione** è quel fenomeno, caratterizzato da un'elevata liberalizzazione nella circolazione dei capitali e dalla integrazione tra i mercati finanziari internazionali, che si è andato affermando dalla fine degli anni '80 a seguito del minore protezionismo nazionale, della creazione di sistemi finanziari sopranazionali, della maggiore concentrazione nel settore finanziario (con grandi intermediari finanziari operanti in tutti i principali mercati dei capitali), della diffusione di una comune cultura finanziaria e, non da ultimo, delle innovazioni informatiche che hanno consentito di operare in modo immediato ed anche remoto su tutte le piazze finanziarie. Questo fenomeno sta creando una sorta di "villaggio finanziario globale", in cui i confini operativi sono sempre più ampi e gli elementi di omogeneità operativa prevalgono su quelli di diversità, gli operatori finanziari si confrontano con molteplici opportunità d'investimento e decidono sulla base delle specifiche convenienze economiche offerte dalle imprese che ricercano capitali per realizzare le proprie attività aziendali. In questo contesto, tra le condizioni di competitività delle imprese diventano sempre più rilevanti le capacità finanziarie che consentono di valorizzare le proprie strategie aziendali e di interagire con le logiche proprie dei mercati finan-



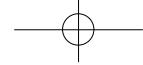
ziari.

In termini sociopolitici, il nuovo scenario economico sta portando ad un passaggio del potere dai produttori ai consumatori e ai mercati finanziari. Nel passato, il potere era concentrato nelle mani degli imprenditori e dei lavoratori. Gli stessi sistemi normativi ed istituzionali riflettevano questa situazione. Nel nuovo scenario, gli interessi dei consumatori e dei mercati finanziari sono sempre più rilevanti nella formazione dei processi economici e politici. Nel campo aziendale, le nuove istanze di governo sono, quindi, quelle che hanno come punti di riferimento la qualità dei prodotti e il servizio alla clientela, sul lato delle attività di mercato, e la remunerazione degli investitori, sul lato delle attività finanziarie.

I limiti della concezione tradizionale emersero anche con riferimento alla ***crisi dei gruppi industriali diversificati***, che, negli anni '80 si confrontarono con risultati paradossali rispetto alle premesse che li avevano motivati: il loro sviluppo era stato incentivato dall'obiettivo della creazione di valore attraverso la riduzione del complessivo rischio imprenditoriale e una maggiore crescita aziendale (come indicato dalle teorie ispirate dalla logica strutturale), e invece, soprattutto nei casi di elevata intensità d'investimento e di diversità dei business coperti, si verificò una perdita di competitività e di redditività nelle singole aree di business. Questa situazione fu ulteriormente aggravata dal fatto che, in base all'ipotesi dell'efficacia della diversificazione industriale, gli investimenti erano stati largamente finanziati con capitale di debito,

anche nel tentativo di sfruttare i potenziali benefici della leva finanziaria. In un periodo, la seconda metà degli anni '70, in cui i tassi d'interesse raggiunsero livelli molto elevati, questa scelta si rivelò del tutto controproducente. La conseguenza fu che, nel contesto anglosassone (con mercati regolamentati più aperti e proprietà aziendali poco concentrate), molti di questi gruppi industriali diversificati furono oggetto di "scalate ostili" che rivelarono il "value gap" tra il valore di mercato dei gruppi industriali e la sommatoria dei valori economici delle singole divisioni gestite in modo indipendente o inserite in realtà imprenditoriali operanti negli stessi settori di attività (26). Questo fenomeno rivelò, quindi, che la dimensione strategica e quella finanziaria delle attività d'impresa sono tra loro strettamente interdipendenti e vanno gestite in modo integrato per evitare che la preferenza per una delle due dimensioni porti ad una minore competitività e/o redditività aziendale.

Dagli anni '80, inoltre, si è assistito al fenomeno dell'***uso sistematico di alcuni strumenti finanziari per finalità strategiche***. Il leasing, il credito al consumo, i finanziamenti agevolati, la rateizzazione dei pagamenti sono stati importanti strumenti per allargare gli spazi di domanda e per spiegare i vantaggi competitivi tra le imprese in particolari settori, soprattutto quelli dei beni di consumo durevoli e dei beni strumentali. I crediti finanziari per l'acquisto e/o il rinnovamento delle immobilizzazioni tecniche sono stati strumenti determinanti per le politiche di fornitura

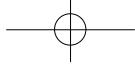


legate a processi di outsourcing, soprattutto nel settore dell'abbigliamento e in quello automobilistico. Il factoring è uno strumento che ha consentito di avere un maggiore controllo della qualità e della redditività della clientela, soprattutto per le imprese medio-piccole dimensioni con minori capacità amministrative, e inoltre ha consentito operazioni di risanamento raccogliendo capitali necessari al rilancio aziendale attraverso la liquidazione dei crediti commerciali. Una corretta gestione valutaria ha consentito l'espansione sui mercati esteri o la possibilità di accedere a più vantaggiose forniture. Più recentemente, la capacità di accedere a finanziamenti speciali stabiliti da leggi nazionali o comunitarie è stata uno dei fattori di successo per le imprese operanti in particolari settori o localizzate in determinate aree geografiche.

Negli anni '90 le strategie di sviluppo delle imprese hanno privilegiato la concentrazione nei settori a maggiore capacità competitiva, e queste strategie sono state perseguite anche con ***operazioni di acquisizione e di fusione*** (27). In effetti, le operazioni di M&A possono essere la modalità più rapida e conveniente per perseguire obiettivi di crescita, di ristrutturazione e/o consolidamento delle posizioni di mercato e di sviluppo delle competenze strategiche.

Le acquisizioni sono operazioni in cui risulta manifesta la dialettica tra la dimensione strategica e quella finanziaria delle attività d'impresa. Le operazioni di finanza straordinaria creano valore se sono in grado di sostenere e realizzare specifiche ed efficaci strategie di sviluppo

aziendale e se sono realizzate a prezzi e con modalità finanziarie in linea con i vantaggi economico-produttivi che possono essere effettivamente realizzati. Conseguentemente, è importante che queste operazioni siano gestite avendo come riferimento obiettivi, strumenti e metodi che permettano la interpretazione dei relativi fenomeni imprenditoriali in termini di opportunità strategiche e di prestazioni finanziarie. Tuttavia, le acquisizioni spesso sono motivate da fattori personali (ambizione, visibilità), da un'eccessiva volontà di crescita e di potere economico espressa dai portatori delle strategie aziendali (che prefigurano rilevanti benefici economico-produttivi) o da previsioni e da valutazioni errate, ovvero vengono promosse e sostenute da intermediari finanziari che hanno un rilevante ritorno economico nelle acquisizioni sotto forma di commissioni per la negoziazione e per la organizzazione delle necessarie operazioni di finanziamento. Per questi motivi, i prezzi negoziati in queste operazioni si rivelano poco coerenti con il reale valore delle imprese, con i necessari investimenti post-acquisizione e, soprattutto, con i risultati economici successivi alle acquisizioni (le previste sinergie si dimostrano spesso infondate, e l'integrazione aziendale porta, in realtà, a complessive diseconomie). Alcune recenti ricerche, condotte in diversi contesti economici, mostrano che circa il 50% delle operazioni di M&A si rivelano negative rispetto all'obiettivo della creazione di valore per il capitale investito e indicano che la principale ragione di ciò sta nella mancata o scorretta integra-



zione tra le specifiche problematiche strategiche e quelle finanziarie (28, 29, 30).

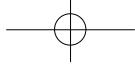
Un altro importante fenomeno che spiega la recente evoluzione della finanza aziendale è la crescente e rilevante **presenza nella proprietà delle imprese di investitori istituzionali** che influiscono sulle finalità e sulle attività aziendali e stanno portando ad una ridefinizione dei rapporti tra i portatori del capitale d'impresa ed i responsabili della gestione aziendale (31). In particolare, questa situazione ha portato al riconoscimento della creazione di valore per il capitale d'impresa come finalità primaria delle imprese, ad una influenza più attiva degli operatori finanziari sulle scelte strategiche delle imprese, alla definizione di norme formali ed informali per la regolazione dei rapporti tra la proprietà e la gestione delle imprese, nonché delle modalità di governo aziendale e di incentivazione dei manager (la corporate governance).

Lo sviluppo degli investitori istituzionali nasce dalla volontà dei possessori di capitali di affidarne la gestione a soggetti strutturati, con maggiori capacità professionali, che consentono di realizzare obiettivi di diversificazione anche ai possessori di limitate liquidità o per investimenti in specifici mercati finanziari o settori economici e che, inoltre, possono maggiormente influenzare i management aziendali potendo gestire più consistenti quantità di capitali e rappresentando gli interessi di molteplici investitori individuali.

Questi operatori finanziari hanno logiche d'investimento azionario

fondate su partecipazioni di medio-lungo termine e su obiettivi strettamente finanziari legati alla crescita del valore economico del capitale d'impresa. La prospettiva di medio-lungo termine dipende dagli obiettivi e dai vincoli istituzionali ma, altresì, dalle relative modalità d'investimento. Nel caso di partecipazioni in imprese quotate, le quote di ogni singolo investitore professionale sono modeste in termini percentuali ma consistenti in termini di quantità di azioni: di conseguenza, le posizioni di acquisto e di vendita di azioni quotate vengono gestite su orizzonti temporali più ampi per evitare effetti controproducenti sui corsi azionari. Nel caso di imprese non quotate, invece, gli investitori istituzionali entrano nel capitale per gestire situazioni di ristrutturazione e/o di sviluppo i cui ritorni finanziari e la possibilità di liquidare le relative partecipazioni (con la quotazione in borsa o la cessione ad altri investitori) si realizzano su archi temporali medio-lunghi.

Negli Stati Uniti – il contesto finanziario più avanzato – fino agli anni '70 la quota dominante delle azioni di società americane (68%) era ancora nelle mani di investitori individuali, mentre al momento attuale circa il 50% delle azioni è posseduto da investitori istituzionali e la proprietà individuale è scesa al 40%. La quota di proprietà azionaria nelle mani di investitori istituzionali cresce ulteriormente se si considerano solo le società quotate. I più recenti dati indicano che oltre il 62% delle azioni delle società che figurano nell'indice Standard & Poor's 500 è posseduto da investitori istituzionali. Alla luce di questi dati, si può



affermare che, nel contesto americano, gli investitori istituzionali sono l’“azionista di controllo” delle società quotate. In effetti, gli investitori istituzionali hanno comportamenti molto simili e tendono ad agire nel rispetto di logiche relativamente uniformi. In questo senso, il management delle imprese si confronta con un sistema di operatori formalmente differenziato ma sostanzialmente omogeneo quanto agli interessi e alle modalità di gestione delle proprie partecipazioni.

La prevalenza degli investitori istituzionali nella proprietà delle imprese quotate è un fenomeno che caratterizza i mercati anglosassoni. Nel contesto dell’Europa continentale la quota di azioni quotate posseduta da questi operatori è ancora molto limitata anche per le minori dimensioni di questi mercati e per la struttura della proprietà delle imprese che vi sono quotate, ancora in larga parte caratterizzata da azionisti di controllo (32). In effetti, gli investitori istituzionali preferiscono operare in mercati azionari di maggiori dimensioni (che garantiscono una maggiore offerta ed una maggiore liquidità degli investimenti) e partecipare a società a capitale diffuso non condizionate dagli interessi degli azionisti di controllo e il cui capitale può essere contendibile con offerte pubbliche di acquisto.

Nel contesto anglosassone, la prevalenza degli investitori istituzionali nella proprietà sta modificando le logiche di governo aziendale delle imprese quotate. Rispetto al passato, quando la proprietà era formata da una moltitudine di investitori individuali, la posizione delle impre-

se quotate è meno autonoma e indipendente dalla volontà degli azionisti, ad esse debbono operare nel rispetto degli interessi e delle logiche d’investimento degli investitori istituzionali.

Questa posizione strutturale degli investitori istituzionali nel capitale delle imprese sta portando alla ridefinizione delle modalità di governo delle imprese quotate. Nello schema tradizionale, che prevede una netta distinzione tra azionariato e management, l’effettiva influenza degli investitori sulla direzione aziendale si realizza attraverso il corso dei titoli azionari: una crescita dei prezzi è il segnale di un sostegno alle strategie d’impresa; viceversa, una riduzione dei prezzi è un’indicazione della ridotta fiducia dei mercati finanziari nelle capacità dei manager di creare valore per i propri azionisti.

Attualmente, invece, è crescente il fenomeno di investitori istituzionali che influenzano le principali scelte di indirizzo delle imprese interagendo con i manager e partecipando alle assemblee societarie. Questa logica di comportamento degli investitori istituzionali viene definita **attivismo**, a significare il passaggio da una tradizionale posizione passiva o di *sleeping partner*, finalizzata al mero rendimento finanziario e basata su una totale delega gestionale al management, ad una posizione in cui gli investitori istituzionali svolgono una funzione di stimolo, di esercizio dei diritti azionari e di influenza sul management, in modo da creare le condizioni perché le imprese sviluppino tutto il loro potenziale di valore.

Il maggiore attivismo degli investi-

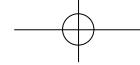
tori ha determinato importanti cambiamenti nelle finalità e nelle modalità operative delle società quotate. In primo luogo, il governo delle imprese quotate risponde sempre più ad un sistema di principi e di norme formali e consuetudinarie che definiscono le responsabilità e le modalità di comportamento delle imprese e dei loro manager rispetto agli interessi della proprietà e alle logiche di funzionamento dei mercati finanziari. Nella teoria e nella prassi, questa specializzazione – che riguarda non solo la finanza aziendale ma anche il diritto societario – ha preso la denominazione di **corporate governance**. Inoltre, a livello di direzione aziendale, la finanza d'impresa ha sviluppato nuove competenze nella interazione con la comunità finanziaria – denominate “investor relation” – che rispondono all'esigenza delle imprese quotate di avere una sistematica capacità di promuovere e di valorizzare le proprie attività strategiche e finanziarie tenendo conto delle aspettative e degli specifici interessi degli investitori.

Nel caso di società non quotate, invece, il peso degli investitori istituzionali nella proprietà aziendale è determinato anche dal ruolo delle società di **private equity** nei processi di costituzione e di sviluppo delle imprese. Negli anni '90 c'è stata una rilevante crescita degli investimenti delle società di private equity nel capitale delle imprese, non solo (anche se soprattutto) nel contesto americano ma pure in europeo (33).

Il ruolo degli operatori di private equity nella gestione delle imprese partecipate è ancora più attivo

rispetto a quello dei fondi d'investimento in società quotate. In effetti, gli operatori di private equity non solo finanzianno lo sviluppo o la ristrutturazione aziendale, ma concorrono altresì alle principali scelte strategiche, favoriscono alleanze con altre imprese, sono presenti negli organi di governo aziendale, introducono nuovi sistemi di gestione (certificazione dei bilanci, strumenti di pianificazione, controlli finanziari, progetti di consulenza aziendale), richiedono specifiche competenze di direzione finanziaria. Inoltre, avendo la necessità di liquidare le loro partecipazioni nel medio termine, questi investitori determinano alcune importanti operazioni di finanza straordinaria delle imprese partecipate come le fusioni con altre imprese, la cessione delle proprie quote ad altri soggetti economici e, soprattutto, la quotazione nei mercati regolamentati. Sempre nella realtà anglosassone, le IPO (Initial Public Offers) nei mercati regolamentati riguardano, in larga parte, società che sono state finanziate da operatori di private equity che intendono, con il collocamento pubblico, liquidare i propri investimenti e realizzare un adeguato rendimento.

La stessa **quotazione ai mercati regolamentati**, pur essendo un'operazione di natura finanziaria, ha forti implicazioni strategiche. La quotazione determina la capacità finanziaria a sostegno delle attività di sviluppo aziendale, incide sull'immagine e sulla forza contrattuale di un'impresa nei confronti dei diversi operatori economici che partecipano alle sue attività produttive, permette di usare più facilmente e



con valori più oggettivi i propri titoli per operazioni di scambio di partecipazioni con altre imprese che consentono di realizzare specifiche strategie aziendali. Questa dimensione strategica della quotazione è diventata ancora più rilevante negli ultimi tempi a causa della crescita del numero e del peso nei mercati regolamentati di società con una breve storia aziendale che operano in settori ad alto contenuto tecnologico ed elevate prospettive di crescita, ed il cui valore è determinato più da tali prospettive che dalle condizioni reddituali e patrimoniali correnti. Società come Apple, Intel, Federal Express, Tandem Computers, Microsoft, Texas Instruments sono state avviate con l'apporto di capitali forniti da operatori di venture capital e sono arrivate alla quotazione in pochi anni dalla costituzione. In questi casi, la possibilità di sviluppare le strategie di mercato è stata determinata non solo dall'attrattività dei mercati di riferimento e dai relativi vantaggi competitivi ma, altresì, dalla capacità di trovare modalità di finanziamento coerenti con gli specifici, elevati rischi e tassi d'investimento.

#### 4. La logica partecipativa

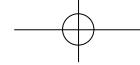
Come conseguenza dei precedenti cambiamenti nel contesto economico e finanziario, negli ultimi anni c'è stato un profondo rinnovamento dei concetti, dei principi e dei metodi che si erano affermati e consolidati nelle precedenti fasi di evoluzione della finanza aziendale. Questa fase segna il passaggio ad una concezione che attribuisce alla finanza aziendale un ruolo primario

nel governo e nelle scelte strategiche delle imprese rispetto a quella (che, a questo punto, può essere definita tradizionale) che la collocava in posizione subordinata e specializzata nella complessiva gestione aziendale.

La logica che definisce quest'ultima fase di evoluzione della finanza aziendale può essere definita **partecipativa**, tenuto conto che sta assumendo una posizione attiva e primaria nella complessiva gestione delle imprese come portatrice dell'obiettivo fondamentale per il successo e lo sviluppo aziendale – la creazione di valore (o remuneratività) 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. La finanza aziendale secondo la logica partecipativa può essere sintetizzata nella seguente definizione:

*La finanza aziendale è la disciplina che si occupa dei processi di gestione dei capitali che concorrono all'esistenza, al funzionamento e allo sviluppo delle imprese, secondo una logica che integra le prestazioni strategiche e quelle finanziarie delle attività aziendali verso l'obiettivo primario della creazione di valore per il capitale d'impresa e nel rispetto degli interessi e della aspettative degli investitori e delle dinamiche dei mercati finanziari.*

Dalla precedente definizione e dai successivi approfondimenti emerge

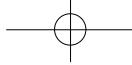


che la qualifica di “partecipativa” può essere spiegata dalle seguenti principali caratteristiche:

- la finanza partecipa al governo aziendale definendone le principali finalità (il valore del capitale d’impresa, gli obiettivi di redditività corrente e di più lungo termine, la propensione al rischio, le condizioni di equilibrio finanziario) e le modalità di comportamento nell’interesse degli azionisti e dei mercati finanziari;
- la finanza partecipa alla formulazione e alla realizzazione delle strategie aziendali, con propri sistemi di pianificazione che valutano la capacità delle attività di mercato (attuali e potenziali) di creare valore per il capitale d’impresa e, altresì, con operazioni (ordinarie e straordinarie) che contribuiscono alla posizione competitiva e alla capacità di sviluppo delle imprese;
- gli operatori finanziari partecipano alla gestione aziendale o perché coinvolti nella proprietà, o perché seguono logiche di finanziamento più legate ai risultati economici che alle garanzie patrimoniali, o perché promuovono e gestiscono le operazioni di finanza straordinaria strumentali allo sviluppo o alla ristrutturazione aziendale.

Si ritiene che il concetto di logica partecipativa – nonché, nello specifico, quello di finanza partecipativa – riesca a fornire una più efficace rappresentazione delle effettive modalità di funzionamento e di

gestione delle imprese e riesca, altresì, a superare e sintetizzare la dialettica tra stakeholdership e stockholdership che ha diviso, negli ultimi anni, la dottrina aziendale. Il concetto di stakeholdership ha determinato una corrente di pensiero secondo cui le imprese vanno interpretate come un sistema di interessi distinti e il compito della gestione aziendale è quello di realizzare una condizione di equilibrio tra queste diverse forze che concorrono al funzionamento delle attività e alla formazione dei loro valori economici e patrimoniali. In questa visione, il concetto di stakeholdership (34) sarebbe in opposizione a quello di stockholdership (35), secondo cui, invece, gli unici interessi la cui soddisfazione spiega il successo aziendale – e a cui, quindi, tutti gli altri si devono uniformare – sono quelli dei portatori del capitale d’impresa. In realtà, questi due concetti sono tra loro complementari, in quanto la capacità di un’impresa di remunerare i propri azionisti dipende dal modo in cui vengono realizzate le istanze degli altri portatori di interessi (clienti, fornitori, dipendenti, concorrenti, finanziatori); così come la capacità di creare valore per il capitale d’impresa è la condizione che consente di generare e attrarre le risorse da impiegare per una sistematica e duratura soddisfazione delle istanze espresse dagli altri portatori di interessi. In effetti, il funzionamento e lo sviluppo delle imprese vedono la partecipazione di molteplici soggetti che esprimono istanze, aspettative e capacità tra loro diverse e che concorrono, con posizioni in parte competitive ed in parte cooperative,



alle attività aziendali (36). In questo contesto, le modalità con cui vengono soddisfatte le istanze di natura finanziaria rappresentano il punto di sintesi che consente di misurare la complessiva capacità di un'impresa di gestire in modo efficace ed efficiente il sistema di diversi interessi che concorrono a spiegarne le finalità e le attività.

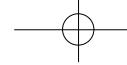
In questo senso, il concetto di logica partecipativa – e, nello specifico, quello di finanza partecipativa – riesce ad esprimere meglio il complessivo processo di gestione delle imprese.

D'altra parte, il sistema di interessi dei diversi soggetti che concorrono alla gestione di un'impresa non sono sufficienti a spiegarne le logiche di funzionamento e di sviluppo. Un'altra dimensione è rappresentata dalle specifiche volontà e capacità aziendali, ossia dal complesso di valori e di competenze che ne formano il patrimonio culturale ed operativo, che spiegano le specifiche finalità e attività di un'impresa e, quindi, le modalità con cui intendono soddisfare gli interessi di riferimento.

In questa ottica, si ritiene che le finalità e le modalità operative delle singole imprese debbano essere spiegate in termini di “forze guida” (37), ossia dei fattori primari (esterni ed interni alle imprese) che ne orientano la gestione e la posizione economica. Ci sono diverse possibili forze guida e la prevalenza di una o di poche di esse costituisce la spiegazione del profilo proprio di un'impresa. Secondo la finanza partecipativa, tra le forze guida ci sono quelle che concorrono ai processi di gestione dei capitali d'impresa, in

virtù del riconoscimento del valore per il capitale investito come obiettivo generale della gestione aziendale, della capacità delle competenze finanziarie di razionalizzare e selezionare le scelte di governo e di direzione aziendale, del crescente ruolo degli operatori finanziari nel governo delle imprese. Di conseguenza, oltre alle tradizionali funzioni di pianificazione, di controllo e di intermediazione dei flussi finanziari della gestione aziendale, la finanza assume una posizione di indirizzo del complessivo funzionamento e sviluppo delle imprese.

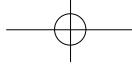
Secondo la logica partecipativa, gli operatori finanziari sono una delle determinanti del funzionamento e dello sviluppo delle imprese e, quindi, la struttura e le dinamiche dei mercati dei capitali debbono essere considerate parte integrante della complessiva gestione aziendale. A differenza della concezione tradizionale che interpreta gli operatori finanziari come “fornitori” di capitali e di servizi finanziari, la finanza partecipativa li considera come “partner” delle imprese perché ne determinano e ne condividono le prestazioni. La capacità degli operatori e dei mercati finanziari di influenzare il governo delle imprese e di proporre opportunità di sviluppo aziendale deriva dalla loro crescente partecipazione al rischio e al rendimento di queste opportunità. Tale fenomeno spiega la denominazione di “investitori” per gli operatori finanziari che hanno una presenza consistente e stabile nella proprietà delle imprese. Questi investitori stanno prendendo coscienza del loro ruolo e stanno progressivamente sviluppando



comportamenti e atteggiamenti che influenzano non solo la proprietà aziendale ma anche la direzione delle imprese.

Nel rispetto della logica partecipativa, si possono individuare quattro principali aree di competenza della finanza aziendale 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 lato, 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 pianificare e di valutare le attività delle imprese tenuto conto di come le relative prestazioni strategiche e finanziarie concorrono a determinare i fattori che spiegano la capacità delle imprese 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 (38) 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 tali operazioni comportano delibere da parte delle assemblee straordinarie delle società commerciali coinvolte;
- la **finanza amministrativa** che riguarda il complesso dei sistemi di contabilità di natura obbligatoria e di natura gestionale (generale, analitica, finanziaria, fiscale) che consentono di controllare in termini preventivi e consuntivi la gestione interna delle risorse economiche e finanziarie e che con-



corrono anche alla gestione delle altre specifiche funzioni della finanza aziendale: a definire gli obiettivi ed i principi finanziari d'impresa; a valutare la capacità dell'impresa di creare valore per il capitale investito; a definire la posizione economica e finanziaria dell'impresa rispetto agli aggregati dei propri settori di attività o rispetto a specifiche imprese; a decidere in merito ai migliori strumenti da utilizzare per le proprie esigenze di finanziamento, di copertura dei rischi finanziari, di investimento delle proprie liquidità.

Mentre la finanza amministrativa e quella operativa sono due specifiche funzioni tradizionalmente riconosciute a questa disciplina – anche se nel tempo ne sono cambiati i contenuti tecnici e metodologici – le altre due funzioni, quella strategica e quella di governo, sono state acquisite dalla finanza aziendale negli ultimi anni da quando il valore d'impresa è diventato un obiettivo generale della gestione aziendale, le finalità e le competenze finanziarie sono più rilevanti nel governo aziendale, e la finanza ha un controllo diretto sulle strategie d'impresa.

La finanza di governo e quella strategica hanno contenuti di natura direttiva, ossia sono funzionali alla formulazione degli indirizzi della gestione finanziaria e, altresì, all'orientamento delle complessive attività delle imprese verso i loro generali obiettivi finanziari. La finanza operativa e quella amministrativa, invece, hanno contenuti esecutivi, ossia sono funzionali alla elaborazione degli strumenti opera-

tivi e contabili con cui viene realizzata la gestione finanziaria delle imprese.

Secondo la logica partecipativa, c'è un sistema complesso di responsabilità nella gestione finanziaria. I soggetti interni responsabili della gestione finanziaria sono, propriamente, il vertice direzionale (consiglio di amministrazione, direzione generale) e la direzione finanziaria. Tuttavia, la gestione finanziaria viene largamente determinata anche da soggetti non coinvolti nella direzione aziendale come gli azionisti e, altresì, da realtà esterne all'impresa come i mercati finanziari e le istituzioni. In generale, tutte le attività della finanza aziendale rispondono direttamente o indirettamente al vertice direzionale. In termini più strettamente organizzativi, solo la finanza di governo rientra tra le responsabilità proprie dei vertici aziendali, sebbene essa sia frutto anche delle istanze degli azionisti, dei mercati finanziari e delle istituzioni.

La finanza strategica, invece, è una specifica funzione che pur essendo di supporto alle decisioni del governo d'impresa coinvolge tutte le strutture aziendali nel rispetto di obiettivi e di parametri che riguardano sia la gestione strategica sia la gestione finanziaria. In questo senso, nella prassi, la finanza strategica può essere gestita come una funzione di staff del vertice direzionale o all'interno delle competenze della direzione finanziaria. Nel primo caso, la finanza strategica avrebbe lo stesso ruolo organizzativo che aveva avuto la pianificazione strategica negli anni '80 e che, successivamente, è stato elimi-

nato o trasferito in altre funzioni (per la parte strategica alla direzione marketing e per quella economica alla direzione finanziaria). Gli studi e le esperienze reali hanno dimostrato che le funzioni di staff, sebbene dipendano dai vertici aziendali, hanno minore potere perché non incidono direttamente sui processi di allocazione delle risorse aziendali. Pertanto, la finanza strategica può avere maggiore influenza sulla gestione aziendale se, nel rispetto delle finalità e delle modalità di governo definite dai vertici direzionali, rientra tra le competenze della direzione finanziaria, a cui viene attribuito un effettivo potere sulle decisioni che riguardano la gestione strategica in relazione agli obiettivi della creazione di valore e agli interessi degli azionisti.

La finanza amministrativa rientra, tipicamente, tra i compiti propri della direzione finanziaria, anche se in merito alla contabilità generale, essendo coinvolte le problematiche di bilancio dell'impresa, si è in presenza di una responsabilità e di una partecipazione attiva del vertice direzionale.

Per quanto riguarda la finanza operativa, invece, bisogna distinguere tra la finanza ordinaria e quella straordinaria. Nel primo caso, sebbene ci possa essere un coinvolgimento attivo del vertice direzionale nel momento della valutazione e della decisione, l'organizzazione e la gestione esecutiva delle relative operazioni rientrano tra le deleghe alla direzione finanziaria. Le operazioni di finanza straordinaria, invece, per il loro impatto sugli assetti proprietari e strategici dell'impresa, sono

propriamente di responsabilità del vertice direzionale, e la direzione finanziaria svolge una funzione di supporto nelle fasi di valutazione e di negoziazione.

### Note

1) Pivato G., *Finanza aziendale: scorso storico comparato. La dottrina italiana e straniera ed i relativi sostegni empirici: i contenuti attuali della disciplina e l'area di esercizio della funzione finanziaria di impresa*; in Pivato G. (a cura di), *Trattato di Finanza Aziendale*; 2<sup>a</sup> edizione; Franco Angeli, 1983.

2) L. T. Greene, *Corporation Finance*, G.P. Putnam's Sons, 1897.

M. Putney, *Corporations: Organization, Financing, Management*, Cree, 1909.

W. J. Jackman, *Corporations: Organization, Finance and Management, International Law and Business Institute*, 1910

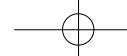
3) A. S. Dewing, *Corporation Finance*, The Ronald Press, 1923.

E.S. Mead, *Corporation Finance*, Appleton & Co., 1910.

4) T. Conway, *Investment and Speculation*, Alexander Hamilton Institute, 1914. W.Z. Ripley, *Main Street and Wall Street*, Brentano, 1927. H. P. Dutton, *Current Managerial Ratios, Factory and Industrial Management*, vol. 75, 4/1928.

5) V. F. Lutz, *The theory of the investment of the firm*, Princeton University Press, 1951.

6) H. Markowitz, *Portfolio Selection, Journal of Finance*, n. 7, 1952.

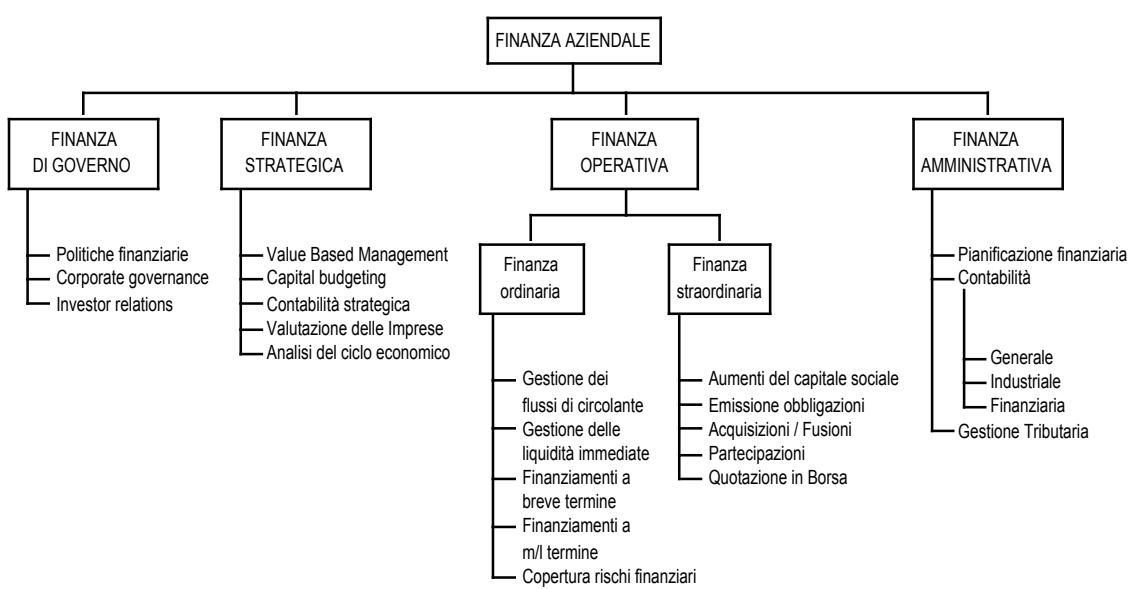


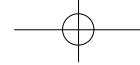
- 7) *F. Modigliani, M. H. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, n. 48, 1958.*
- 8) *W. Scarpe, Capital Asset Pricing Model, Journal of Finance, 1964, pagg. 425-442.*
- 9) *J. Lintner, Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capitals to Corporations, The Review of Economics and Statistics, 8/1962, pagg. 243-269.*
- 10) *E. F. Fama, Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work, Journal of Finance, 1970.*
- 11) *M. Jensen, W. Meckling, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 10/1976.*
- 12) *In questa fase è opportuno parlare di funzione economica e di attività*

*di mercato (o economico-produttive) perché non si sono ancora affermati i concetti di strategia e di competizione che hanno poi contribuito ad una riformulazione delle chiavi di interpretazione del funzionamento e della gestione delle imprese.*

- 13) *F. Modigliani, M.H. Miller, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, American Economic Review, 48, June 1958, pagg. 261-297.*
- 14) *M.H. Miller, Debts and taxes, Journal of Finance, May, 1977.*
- 15) *La trade-off theory afferma che le scelte di struttura finanziaria devono tenere conto dei vantaggi fiscali ed economici, da un lato, e dei costi relativi alle probabilità di fallimento determinati dall'uso della leva finanziaria, dall'altro H. De Angelo, R. Masulis, Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, Journal of Financial Economics, Vol. 8, 1980, S. Titman, The Effect of Capital*

**Fig. 1: Le specifiche funzioni della finanza aziendale secondo la logica partecipativa**





*Structure on a Firm's Liquidation Decision, Journal of Financial Economics, 13, 3/1984.*

16) *La pecking order theory afferma che le scelte di finanziamento delle imprese seguono un ordine di priorità che tiene conto, principalmente ed inizialmente, dei relativi vantaggi di costo e, inoltre e successivamente, della stabilità finanziaria. I primi contributi scientifici su questo tema furono quelli di G. Donaldson: a) Corporate Debt Capacity, Division of Research, Harvard University, 1961, b) Strategy for Financial Mobility, Division of Research, Harvard University, 1969. I lavori più organici e avanzati su questa problematica furono, poi, elaborati da S.C. Myers: a) Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, 11/1977, b) The Capital Structure Puzzle, Journal of Finance, 39, 7/1984.*

17) *M.C. Jensen, W.H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 3/1976.*

18) *A. Dessy (a cura di), Imposte, politiche finanziarie e valore azionario, Egea, 1994, pagg. 43-47.*

19) *M.C. Jensen, The Market for Corporate Control, Journal of Financial Economics, Vo. 11, 1983, pagg. 5-50.*

20) *M.C. Jensen, R. S. Ruback, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review, Vol. 76, 1986,*

*pagg. 323-329.*

21) *Secondo una ricerca condotta da David e Diane Denis su 29 imprese che hanno incrementato notevolmente il proprio livello di indebitamento, si è osservato un incremento medio del 21,5% del ROI, dovuto principalmente ad una riduzione degli investimenti non produttivi. D. J. Denis, K. D. Denis, Leveraged Recaps in the Curbing of Corporate Overinvestment, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 6, 1993, pag. 60-71.*

22) *Il concetto di strategia d'impresa e di business (corporate and business strategy) e i relativi concetti di competizione, di vantaggio competitivo e di competenze distinctive furono per la prima volta elaborati in modo organico da Kenneth R. Andrews nel 1971 nel suo libro "The concept of corporate strategy", pubblicato da Irwin.*

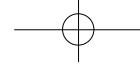
23) *B.T. Gale, D. J. Swire, The tricky business of measuring wealth, Planning Review, 1988.*

24) *A. Rappaport, La strategia del valore, Franco Angeli, pagg. 44-45.*

25) *L. Guatri, La teoria della creazione del valore, Egea, 1991.*

26) *W. Fruhan, Le scalate ostili sono prevenute o favorite dal value-gap?, Harvard Espansione, giugno 1989, pag. 16.*

27) *Secondo la fonte Thomson Financial, nel periodo 1990-2000 nel mondo le operazioni di M&A sono passate da circa 400 a circa*



3.400 miliardi di dollari in termini di valore e da circa 8000 a 15000 in termini di numero.

28) M.M. Beckier, A.G. Bogardus, T. Oldham, *Why mergers fail*, The McKinsey Quarterly, 2001, Number 4.

29) *Fusion: la destruction créatrice*, Solving Actualité, Novembre 2000.

30) M.L. Sirower, *The Synergy Trap*, The Free Press, 1997.

31) Si definiscono investitori istituzionali gli intermediari finanziari che amministrano in modo collettivo (in nome proprio ma per conto di tutte le persone fisiche e/o giuridiche che partecipano al capitale amministrato) consistenti masse monetarie che vengono investite: a) nel rispetto di vincoli normativi o statutari e di controlli da parte di specifiche autorità, b) con finalità di accrescimento patrimoniale determinato dall'incremento del valore delle proprie partecipazioni, c) secondo i principi della diversificazione e della selezione con l'obietti-

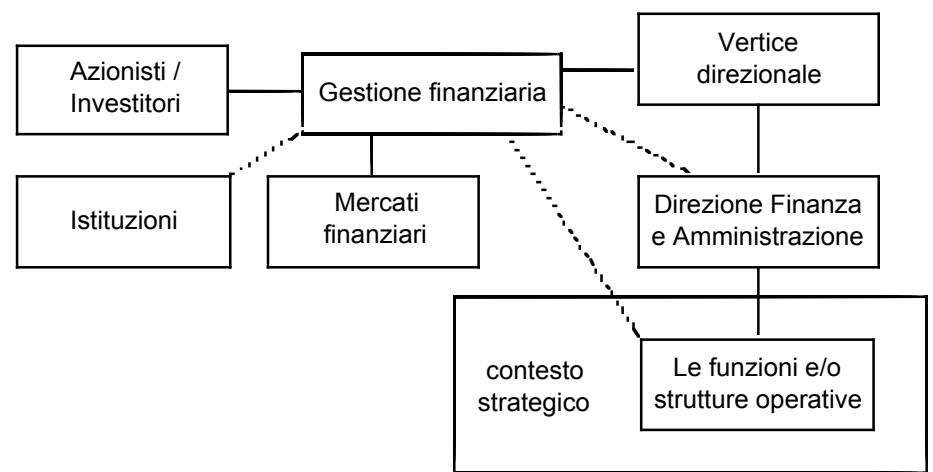
vo di garantire un adeguato controllo del rischio e un ritorno superiore alla media dei mercati finanziari di riferimento.

32) Secondo i conti finanziari delle banche centrali nazionali, nel 2001 la quota azionaria degli investitori istituzionali era pari al 49,4% negli Stati Uniti, al 45,3% nel Regno Unito, al 29,9% in Italia, il 26,1% in Francia, al 23,7% in Germania e solo all'11,9% in Spagna.

33) Negli Stati Uniti, nel decennio l'investimento di private equity è passato da circa 7 a circa 110 miliardi di dollari. 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 (negli Usa l'incidenza sul Pil è l'1,2%). Fonte: Ventureconomics.

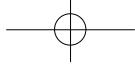
34) Gli stakeholder (il termine letteral-

**Fig. 2 - Le responsabilità della gestione finanziaria secondo la logica partecipativa**



**Tab. 1 – Le caratteristiche delle diverse logiche di interpretazione della finanza aziendale**

	<b>LA LOGICA STRUMENTALE</b>	<b>LA LOGICA STRUTTURALE</b>	<b>LA LOGICA PARTECIPATIVA</b>
PRINCIPALI OBIETTIVI	Capacità di finanziamento Analisi e controllo dei risultati economici	Massimizzazione del valore d'impresa Diversificazione del rischio Uso della leva finanziaria	Creazione di valore per il capitale d'impresa Gestione dei rapporti con i mercati finanziari
FUNZIONI PRIMARIE	Acquisizione dei mezzi finanziari Amministrazione dei flussi gestionali Contabilità generale Gestione legale e tributaria	Planificazione finanziaria Strutturazione delle passività Capital budgeting Gestione della liquidità Controllo dei rischi Contabilità analitica	Gestione del valore d'impresa Integrazione tra strategia e finanza Interazione con i mercati finanziari Corporate governance Contabilità strategica
TIPO DI GOVERNO AZIENDALE	Imprenditoriale	Imprenditoriale e manageriale	Manageriale e "istituzionale"
RAPPORTI CON ALTRE FUNZIONI AZIENDALI	Dipendenza	Indipendenza	Interdipendenza
POSIZIONE RISPETTO AL GOVERNO AZIENDALE	Passiva o reattiva	Ricettiva	Attiva o partecipativa
FATTORI DI SUCCESSO	Disponibilità di mezzi finanziari	Previsione dei flussi finanziari Ottimizzazione del costo del capitale	Valutazione delle attività e rapporti con i mercati finanziari
RUOLO DEGLI OPERATORI FINANZIARI	Fornitori di capitali	Fornitori di servizi finanziari	Partner delle attività e delle prestazioni delle imprese



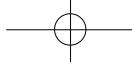
mente vuol dire proprio "portatori di interessi") sono: «tutti i gruppi o gli individui che possono significativamente influire sulle, o possono essere influenzati dalle, attività di un'organizzazione. Essi hanno (o ritengono di avere) un legittimo diritto (o aspettativa) su qualche aspetto dell'organizzazione e delle sue attività perché sono coinvolti nell'organizzazione o ne sono influenzati. Sebbene queste relazioni siano tipicamente definite sulla prospettiva dei portatori di interessi, esse non sono unidirezionali. Così come gli stakeholder hanno un interesse nell'organizzazione, l'organizzazione dipende dai suoi stakeholder per sopravvivere e svilupparsi». J. S. Harrison, C. H. St. John, *Strategic Management of Organizations and Stakeholders*, Southwestern, 1998, pag. 4.

35) Il termine *stockholder*, nella lingua anglosassone, significa azionista. La *stockholdership*, quindi, è la logica di gestione delle imprese che riconosce un primato assoluto agli interessi degli azionisti rispetto alle altre categorie di interessi che partecipano al funzionamento e allo sviluppo delle imprese.

36) Di seguito, si cita un contributo al concetto di logica partecipativa dell'impresa, anche se in questo caso, il riferimento è al coinvolgimento nella gestione dei soggetti interni dell'impresa e viene sottovallutata la dimensione partecipativa dei soggetti esterni o che possono esterni alla diretta gestione aziendale, come gli azionisti. «A nostro giudizio, una possibile sintesi dei principi guida della qualità e della

creazione di valore può avvenire configurando un nuovo modello di impresa partecipativo. Tutti i soggetti collaborano al divenire della complessità dell'impresa e partecipano ai suoi risultati. I tratti essenziali dello schema concettuale della partecipazione sono individuabili nel porre al centro dell'attenzione il ruolo che i soggetti rivestono nel dominio della complessità aziendale. Ancora, esso implica un riferimento alla equità della remunerazione che ciascun soggetto deve ricevere in conseguenza dell'apporto ceduto all'impresa... L'impresa di successo e di qualità è, dunque, partecipativa. Gli obiettivi globali non sono di esclusiva pertinenza dell'impresa ma anche di soggetti che in essa operano.» A. Del Pozzo, *Gli indicatori del processo del valore e le relazioni con gli stakeholder – Mutamenti di prospettiva*, Giappichelli Editore, 1996, pag. 31.

37) «Cosa determina la scelta dei prodotti da offrire e di quelli da non offrire? Cosa determina quali mercati attaccare e quali non attaccare? Cosa determina quali consumatori raggiungere e quali non raggiungere? La risposta a queste domande è nel concetto di forza guida. A scopo puramente illustrativo possiamo considerare un'azienda come un corpo in movimento. Ogni azienda possiede una certa carica inerziale... ovvero si muove in una certa direzione. Secondo la nostra teoria, ogni azienda è indirizzata in quella direzione particolare da una forza guida». M.R. Robert, *Il pensiero strategico*, Edizioni Il Sole 24 Ore.



38) *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.*

## Bibliografia

Alberti M., *Finanza Moderna, Tipografia dello Stato*, 1927.

Alberti M., *Finanza Moderna: l'evoluzione e l'essenza tecnica del credito mobiliare*, Cavalleri, 1937.

Bancaria Editrice-Edibank, *Economia e finanza delle imprese italiane 1982-1996. 11° rapporto*, 1998.

Barwise P., Marsh P., Thomas K., Wensley R., *Managing Strategic Investment Decisions in Large Diversified Companies*, London Business School, 1988.

Belcredi M., *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Vita e Pensiero, 1995.

Belcredi M., *Decisioni finanziarie d'azienda, valore attuale e costo del capitale*, in *Manuale di Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1999.

Belcredi M., *Gli effetti della quotazione. Un'indagine empirica sulle società entrate in borsa nel periodo 1985-1990*, Banche e Banchieri, Marzo-Aprile 1995.

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.

Belcredi M., *Vent'anni di crisi d'impresa in Italia: Risultati di un'indagine empirica*, "Finanza Marketing e Produzione",

Settembre, 1995.

Bellante F., *Il controllo degli equilibri valutari nelle imprese industriali internazionali*, Giuffrè, 1987.

Bernardini S., Grillo M., *L'euro in azienda*, FAG, 1999.

Bernstein P.L., *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*, John Wiley & Sons, 1996.

Bertinetti G., *La finanza dei grandi gruppi aziendali italiani*, EGEA, 1994.

Bertoni A., *Aspetti dei prestiti bancari alle imprese pubbliche*, Giuffrè, 1968.

Bertoni A., *Il mercato dei capitali*, in *Trattato di Economia delle aziende industriali*, tomo 1, Egea, 1988.

Bertoni A., *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano: un approccio funzionale*, EGEA, 2000.

Bertoni A., *La gestione valutaria nelle aziende di credito italiane*, Giuffrè, 1967.

Bertoni A., *Le imprese italiane, la liberalizzazione valutaria e la nuova finanza internazionale*, in *Scritti in onore di Luigi Guatri*, vol. Bocconi Comunicazione, 1988.

Bertoni A., *Le valutazioni di bilancio*, Guerini scientifica, 1996.

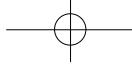
Bertoni A., *L'ordinamento dei mercati e la finanza delle imprese italiane*, in *Economia Italiana*, n. 3, 1998.

Bertoni A., *Quale finanza per le imprese italiane?*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n. 1, 1994.

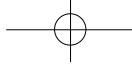
Bertoni A., *Studi sul finanziamento delle imprese pubbliche in Europa*, ETAS Kompass, 1968.

Bianchi M., Berlai E., *Cash Management. La Gestione dei Flussi Finanziari delle Aziende*, Etaslibri, 1979.

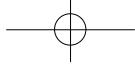
Bianchi M., Gabossi F., *Finanza competitiva, opzioni strategiche, potere*



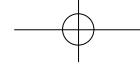
- finanziario e sviluppo dell'impresa, Guerini e Associati, 1992.
- Bianchi T., *La Programmazione Finanziaria*, Giuffrè, 1964.
- Bini M., *Creazione e distruzione di valore in Europa: i risultati di uno studio fondato sulla metodologia (statunitense) del Market Value Added*, in *La Valutazione delle Aziende*, n. 4, 1997.
- Bini M., *I premi per il rischio di mercato azionario*, *La Valutazione delle Aziende*, n. 13, giugno 1999.
- Bini M., *La funzione di tesoreria nelle imprese industriali e bancarie: principi e strumenti*, Giuffrè, 1984.
- Bjork T., *Arbitrage theory in continuous time*, Oxford University Press, 1998.
- 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.
- Braudel F., *La dinamica del capitalismo*, Il Mulino, 1977.
- Brealey R., Myers S.C., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Libri Italia, 1999.
- Brugger G., *Gli investimenti industriali*, Giuffrè, 1979.
- Brugger G., *La funzione finanziaria nell'impresa*, Franco Angeli, 1974.
- Brugger G., *La gestione del capitale circolante*, EGEA, 1991.
- Brugger G., *L'analisi della dinamica finanziaria dell'impresa*, Giuffrè, 1980.
- Brunetti G., *Le decisioni finanziarie nell'economia d'impresa*, Franco Angeli, 1974.
- Buckley A., Ross S., Westerfield R., *Corporate finance*, Irwin, 1997.
- Buckley A., *Multinational Finance*, Philip Allan Publishers Limited, 1986.
- Buzzell R.D., Chussil M.J., *The full potential of your business*, Pimsletter, n. 30, 1983.
- Cadbury Committee, *Report on Financial Aspects of Corporate Governance*, draft report published 27 May 1992.
- Calori G., Ubago Vivas J.N., *Strategie finanziarie d'impresa*, IPSOA, 1990.
- Calvelli A., *Scelte d'impresa e mercati internazionali. Strategie, organizzazione, finanza*, Giappichelli, 1998.
- Cappelletto R., *La previsione economico-finanziaria d'impresa e l'istruttoria di credito industriale*, Giuffrè, 1983.
- Caprio L., *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica*, Mediocredito lombardo, 1997.
- 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.
- Caprio L., *Valore dell'impresa, modalità di trasferimento del controllo e offerte pubbliche d'acquisto: un'analisi economica*, Finanza Imprese e Mercati, n. 1, 1992.
- Carlesi A., *Il finanziamento degli investimenti innovativi nelle piccole e medie imprese: profili teorici e casi di costruzione del business plan*, Giappichelli, 1999.
- Carlesi A., *Il problema finanziario nell'economia della nuova impresa*, Giappichelli, 1990.
- Carradori R., Grasselli A. (a cura di), *Manuale di finanza d'impresa*, Il Sole 24 Ore, 1999.



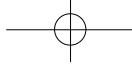
- Cattaneo M., *Analisi finanziaria e di bilancio: teoria e tecnica nella concessione del credito*, ETAS Kompass libri, 1973.
- Cattaneo M., *Il credito industriale a medio termine*, Giuffre, 1960.
- Cattaneo M., *Introduzione allo studio del bilancio d'esercizio nelle imprese*, Vita e pensiero, 1966.
- Cattaneo M., *Le misurazioni di azienda: aspetti di errore, di indeterminazione, di incertezza*, Giuffre, 1959.
- Cattaneo M., *Manuale di finanza aziendale*, Il Mulino, 1999.
- Chew D., *New corporate finance*, McGraw-Hill Publishing Company, 1998.
- Chow C.W., *Empirical Studies of the Economic Impacts of Accounting Regulations: Findings, Problems and Prospects*, *Journal of Accounting Literature*, Vol 2, 1983.
- 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.
- Colombi F., *Strutture di bilancio e analisi finanziaria*, Officina poligrafica laziale, 1977.
- Copeland E. T., Weston J. F., *Teoria della finanza e politiche d'impresa*, EGEA, 1994.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Il valore dell'impresa*, Il Sole 24 ore, ed. 1991 e 1998.
- Dallocchio M., *Finanza di azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, EGEA, 1998.
- Damodaran A., *Manuale di valutazione aziendale*, Mc Graw Hill, 1996.
- Day G., Fabey L., *Più strategia nell'analisi del valore delle azioni*, Harvard Espansione, 1989.
- De Bondt W., Richard H.T., *Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective*, National Bureau of Economic Research, Inc. Working Paper No. 4777, 1994.
- Dewing S., *Corporation Finance*, The Ronald Press, 1923.
- Dickson G.C.A., Hastings W.J., *Corporate risk management*, Witherby & Company, 1989.
- Donaldson G., *Managing Corporate Wealth: The Operation of a Comprehensive Financial Goals System*, Praeger, 1984.
- Donna G., *Il valore economico della strategia d'impresa*, L'Impresa, n. 4, 1988.
- Donna G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, 1999.
- Eales B., *Financial engineering*, Macmillan Press Ltd, 2000.
- Edwardes W., *Key financial instruments*, Financial Times Prentice Hall, 2000.
- Facile E. (a cura di), *Euro e finanza aziendale*, Il Sole 24 Ore, 1998.
- Fama E.F., Jensen M. C., *Separation of Ownership and Control*, *Journal of Law and Economics*, Vol XXVI, 1989.
- Fama E.F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, n. 2, 1991.
- Fanni M., *L'analisi delle interdipendenze economiche quale modello di microragioneria*, Del Bianco, 1970.
- Fanni M., *La programmazione lineare della produzione quale modello di contabilità preventiva*, Cooperativa libraria universitaria editoriale, 1966.



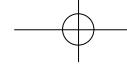
- Fanni M., Manuale di finanza dell'impresa, Giuffrè, 2000.*
- Fanni M., Modelli analitici di programmazione aziendale, Del Bianco, 1971.*
- Fisher J., Govindarajan V., Profit Center Manager Compensation: an Examination of Market, Political and Human Factors, Strategic Management Journal, Vol. 13, pp 205-217, 1992.*
- Fodella G., Fattore Orgware, Garzanti, 1993.*
- Fruhan W., Le scalate ostili sono preventive o favorite dal value-gap, Harvard Espansione.*
- Fuller R.J., Farrell J.L., Analisi degli investimenti finanziari, Mc Graw Hill.*
- Funkhouser G.R., Rothberg R.R., La sfida della crescita, IHT Gruppo Editoriale, 1989.*
- Gale B.T., Branch B., Beating the cost of capital, Pimsletter, n. 32, 1984.*
- 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.*
- Galitz L., Ingegneria finanziaria, Jackson Libri, 1999.*
- Gergen K.J., Gergen M. M., Psicologia sociale, Il Mulino, 1985.*
- Giannessi E., Il Piano Finanziario nel Sistema dei Piani d'Azienda, La Goliardica, 1956.*
- Goldberg G., Behavioural Finance, John Wiley & Sons, 2001.*
- Greene T.L., Corporation Finance, G.P. Putnam's Sons, 1897.*
- 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.*
- Guatri L., Le politiche finanziarie, Giuffrè, 1970.*
- Guatri L., La teoria della creazione del valore, EGEA, 1991.*
- Guatri L., Trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, 1998.*
- Gulisano R.A., Finanza operativa. Capitale circolante, investimenti e rischio di cambio: problemi e soluzioni per le aziende, Etas, 1995.*
- Hampden Turner C., Corporate Culture, Hutchinson, 1990.*
- Heptonstall J., Strategic Risk Management, Financial Times Prentice Hall, 1999.*
- Hickman C.R., Silva M.A., Creating excellence, Plume, 1984.*
- Higgins R.C., How much growth can a firm afford?, Financial Management, Vol. 6, n. 3, 1977.*
- Holland J.B., International financial management, Basil Blackwell Ltd., 1986.*
- Hunt B.C., The Development of the Business Corporation in England, 1800-1867, Harvard University Press, 1936.*
- Jaccod P., Crisi economica e sviluppo delle grandi imprese, Kappa, 1978.*
- Jaccod P., I modelli di scelta degli investimenti nelle aziende industriali, Giuffrè, 1983.*
- Jaccod P., La funzione finanziaria nelle aziende industriali: pianificazione e controllo, Kappa libreria editrice, 1973.*
- Jaccod P., Sviluppare nuovi business: un modello di valutazione di nuove iniziative imprenditoriali, Seam, 1997.*
- Jackman W.J., Corporations: Organization, Finance and Management, International Law and Business Institute, 1910.*
- Kennedy P., Ascesa e declino delle*



- grandi potenze, Garzanti, 1987.*
- Keown A., Scott D., Martin J., Petty J., Basic financial management, Prentice Hall, 1996.*
- Lambkin M., Order of market entry and performance: the experience of start up ventures, Pimsletter, n. 41, 1987.*
- Lessem R., Global management principles, Prentice Hall, 1989.*
- 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.*
- Manara F., L'io e la Borsa. Indagine sul comportamento e sulle emozioni degli investitori in Borsa, Il Sole 24 Ore, 1996.*
- Mantovani M. G., Rischio e valore dell'impresa. L'approccio contingent claim della finanza aziendale, EGEA, 1998.*
- Markowitz H., Portfolio Selection, Journal of Finance, n. 7, 1952.*
- Marzano F., Decisioni di investimento, CEDAM, 1993.*
- Masera R., Intermediari, mercati e finanza d'impresa. Prospettive dell'integrazione finanziaria in Europa e della globalizzazione, Laterza, 1992.*
- Massari M., Finanza aziendale: valutazione, McGraw-Hill Italia, 1998.*
- Massari M., Gli strumenti per l'analisi finanziaria, in Trattato di Finanza aziendale, Franco Angeli, 1986.*
- Massari M., Il valore di mercato delle aziende: approfondimenti teorici e metodi di stima, Giuffrè, 1984.*
- Massari M., La diffusione del valore, EGEA, 1992.*
- Massari M., La media impresa in Italia: caratteristiche economiche e finanziarie, ISEDI, 1977.*
- Massari M., Le politiche finanziarie aziendali, in Trattato di Economia delle aziende industriali, Egea, 1988.*
- Masullo M. S., Borsa valori, finanza d'impresa, strumenti e strategie di investimento, FAG, 1998.*
- 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.*
- Mead E.S., Corporation Finance, Appleton & Co., 1910.*
- Megginson L., Mosley D., Pietri P., Management, Franco Angeli, 1996.*
- Metollo G., I circuiti finanziari tra localismo e globalizzazione. Verso un'integrazione, Pencarelli T., Giuffrè, 1995.*
- Miles R.C., Guida alla valutazione delle imprese, Franco Angeli, 1995.*
- Miller D., Friesen P., Organizations, a quantum view, Prentice Hall, 1984.*
- Miller D., The Icarus Paradox, Harper Business, 1990.*
- Miller L.M., Barbarians to bureaucrats, Potter, 1989.*
- Mintzberg Henry, Management, Garzanti, 1991.*
- Modigliani F., Miller M.H., The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, n. 48, 1958.*
- Monti E., Manuale di finanza per l'impresa. Teoria e pratica, UTET, 1998.*
- Ohmae K., Strategie creative, IPSOA, 1985.*
- Onado M., Analisi finanziaria per i*



- fidi bancari, Franco Angeli, 1982.*
- Onorato M., Gli strumenti derivati. Modelli e strategie di gestione, Etas, 1998.*
- Pascale R.T., Il management di frontiera, Sperling & Kupfer, 1992.*
- Peccati L., Valutazione analitica e sintetica di attività finanziarie, Laterza, 1992.*
- Pellicelli G., "La gestione della liquidità nelle imprese multinazionali", Finanza Marketing e Produzione, Università Bocconi, n. 3/83.*
- Penati A., Il rischio azionario e la borsa: un'analisi del funzionamento del mercato italiano, EGEA, 1991.*
- Penati A., Liberalizzazione dei mercati e privatizzazioni, Il Mulino, 1998.*
- Pike R., Neale B., Corporate finance and investment, Prentice Hall Europe, 1998.*
- Pivato G. (a cura di), Trattato di Finanza Aziendale, Franco Angeli, 1983.*
- Porter M., Competitive Strategy: Techniques for Analysing Industries and Competitors, The Free Press, 1980.*
- Porte M., Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance, The Free Press, 1985.*
- Putney M., Corporations: Organization, Financing, Management, Cree, 1909.*
- Rappaport A., Creating Shareholder Value, The Free Press, 1986.*
- Reimann B., Managing for Value: A Guide to Value-Based Strategic Management, Basil Blackwell, 1990.*
- Reimann Bernard C., Managing for the shareholder: an overview of the value-based planning, Planning review, 1984.*
- Ross A. S., Westerfield R. W., Jaffe F. J., Finanza aziendale, Il Mulino, 1997.*
- Ross S., Westerfield R., Jordan B., Fundamentals of corporate finance, Irwin, 1997.*
- Ross A. S., The fundamentals of corporate finance, McGraw-Hill Inc, 2000.*
- Rossi Cairo G., Il valore di Eva, Mondo Economico, 8 aprile 1996.*
- Sandri S., Il valore delle strategie: un modello per decidere, ETAS, 1995.*
- Sandri S., Il venture capital nel ciclo di sviluppo delle nuove imprese, Giappichelli, 1988.*
- 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.*
- Shapiro A.C., Multinational Financial Management, Allyn & Bacon, 1986.*
- Shiller R., Stock prices and social dynamics, Brookings Paper on Economic Activity, Vol. 2, 1984.*
- Smithson C., Managing financial risk, McGraw-Hill Publishing Company, 1998.*
- Steinherr A., Derivatives: the wild beast of finance, John Wiley and Sons, 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.*
- Terry B.J., International handbook of corporate finance, Fitzroy Dearborn, 1997.*
- Thaler R.H., Advances in Behavioral*



*Finance, Russell Sage Foundation, 1982.*

*Venanzi D., Decisioni di investimento e di finanziamento: materiali applicativi, Giappichelli, 1997.*

*Venanzi D., La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica, UTET, 1999.*

*Venanzi D., Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: teoria, evidenza empirica e aspetti di metodo, Finanza Marketing e Produzione, n. 4, 1997.*

*Vicari S., L'impresa vivente, ETAS, 1991.*

*Ward K., Strategic Issues in Finance, Butterworth Heinemann, 1994.*

*Ward K., Strategic Management Accounting, Butterworth Heinemann, 1992.*

*Williams B. J., The Theory of Investment Value, Harvard University Press, 1938.*

