

Finanza aziendale e obiettivi dell'impresa

Questo libro tratta delle decisioni finanziarie delle imprese. Dovremmo dunque iniziare spiegando che cosa sono queste decisioni e perché sono importanti.

Le imprese investono in attività reali, attività che generano redditi e flussi di cassa. Alcune di queste attività, come gli impianti e i macchinari, sono tangibili; altre, come i marchi e i brevetti, sono intangibili. Le imprese finanziano i loro investimenti indebitandosi, trattenendo e reinvestendo quote dei flussi di cassa in entrata e vendendo nuove azioni agli azionisti.

Il financial manager deve quindi rispondere a due domande:

1. Quali investimenti dovrebbe effettuare un'impresa?
2. Come procurarsi il denaro necessario?

La prima domanda riguarda l'impiego di denaro, la seconda la raccolta.

Il capitolo inizia presentando esempi di recenti decisioni di investimento e finanziamento di famose grandi imprese; finisce affermando che l'obiettivo finanziario di un'impresa è aumentare e idealmente massimizzare il suo valore di mercato. Spiegheremo perché si tratta di un obiettivo condivisibile.

Il financial manager crea valore quando l'impresa guadagna più di quello che gli azionisti possono guadagnare investendo personalmente. Le opportunità di investimento degli azionisti *fuori* dall'impresa determinano lo standard per investimenti *dentro* l'impresa. Tale standard è quello che viene chiamato *costo opportunità del capitale*. I manager sono esseri umani, con i loro interessi e le loro storie e non sempre, come invece dovrebbe essere,

sono i migliori servitori degli azionisti. Per questo motivo, le imprese devono combinare regole e procedure di governo con appropriati incentivi per essere sicure che tutti i manager, non semplicemente quelli che si occupano di finanza, lavorino insieme per creare valore.

Buone regole di governo e appropriati incentivi aiutano anche a bloccare le tentazioni di aumentare il valore delle azioni attraverso modi illegali e non etici. Azionisti coscienziosi non vogliono che le azioni abbiano il massimo prezzo possibile: vogliono il massimo prezzo onesto possibile.

Il capitolo introduce cinque temi che ritorneranno più volte in varie forme e circostanze nel libro:

1. La finanza aziendale è tutto ciò che ha a che fare con la massimizzazione del valore.
2. Il costo opportunità del capitale è lo standard di rendimento minimo di un investimento.
3. Un euro sicuro vale di più di un euro rischioso.
4. Le decisioni di investimento creano più valore delle decisioni di finanziamento.
5. Le regole di *corporate governance* sono importanti.

Ci sono poche attività in cui si può leggere un manuale e subito dopo operare. La finanza aziendale non è una di queste. Ecco perché vale la pena studiarla. Chi vorrebbe mai lavorare in un campo in cui non c'è spazio per l'esperienza, la creatività, l'opinione e un pizzico di fortuna? Questo libro, pur non essendo in grado di fornire ognuno di questi elementi, presenta i concetti e le informazioni sulla cui base vengono prese le buone decisioni finanziarie, mostrando come usare gli strumenti della finanza.

1.1 Decisioni di investimento e finanziamento

■ Attività reali

Attività, tangibili e intangibili, necessarie per l'esercizio di un'impresa.

■ Attività finanziarie

Diritti su attività reali.

Per operare, un'impresa ha bisogno di una pressoché infinita varietà di *attività reali*. Molte di queste sono tangibili, per esempio gli impianti, gli stabilimenti e gli uffici; altre sono intangibili, come la tecnologia, i marchi e i brevetti. Sfortunatamente, tutte devono essere pagate. Per ottenere il denaro necessario un'impresa vende dei pezzi di carta chiamati *attività finanziarie* o titoli. Considerate, per esempio, un prestito bancario. La banca fornisce denaro contante in cambio di un'attività finanziaria, cioè la promessa dell'impresa di restituire il prestito e pagare gli interessi. Un prestito bancario non è un titolo: è posseduto dalla banca e non viene scambiato nei mercati finanziari. Considerate un'obbligazione come secondo esempio. L'impresa vende l'obbligazione agli investitori in cambio della promessa di pagare gli interessi e rimborsare il capitale alla sua scadenza. L'obbligazione è un'attività finanziaria e anche un titolo: può infatti essere negoziata da diversi investitori nei mercati finanziari. Sono titoli le obbligazioni, le azioni e una varietà enorme di strumenti specialistici.

Questo processo suggerisce le seguenti definizioni:

decisioni di investimento = acquisto di attività reali
decisioni di finanziamento = vendita di attività finanziarie

Ma queste equazioni sono troppo semplici. Le decisioni di investimento comprendono anche la gestione di attività già acquistate, decidendo per esempio se liquidare attività quando il loro profitto diminuisce oppure controllando il rischio degli investimenti. Le decisioni di finanziamento comprendono non solo la raccolta di denaro, ma anche il rispetto delle clausole dei finanziamenti ricevuti nel passato da banche, obbligazionisti e azionisti. Un'impresa deve restituire il finanziamento alla sua scadenza, se non lo fa diventa insolvente e fallisce. Prima o poi dovrà anche remunerare con denaro contante i suoi azionisti.

Nella Tabella 1.1 presentiamo 10 esempi di decisioni di investimento e finanziamenti. Abbiamo scelto imprese molto grandi. Si tratta d'impresa i cui nomi già conoscete: probabilmente avete chattato con amici tramite Facebook, mangiato da McDonald's o usato un dentifricio della Procter & Gamble.

Tabella 1.1

eXcel

Esplorate le ulteriori risorse disponibili online

Esempi di recenti decisioni di investimento e finanziamento di 10 grandi imprese

Imprese	Decisioni di investimento	Decisioni di finanziamento
Ahold Delhaize (Olanda)	Investimento di \$ 1.4 miliardi in supermercati negli Stati Uniti e in Europa	Annuncio di acquisto di azioni proprie per un valore di \$ 1 miliardo
ExxonMobil (Stati Uniti)	Annuncio di inizio dello sfruttamento di enorme progetto di esplorazione petrolifera in Guyana	Reinvestimento di liquidità generata dalla gestione per un importo di \$ 8.5 miliardi
Facebook (Stati Uniti)	Acquisizione della "Two Big Ears", impresa britannica specializzata nel settore delle tecnologie audio per la realtà virtuale	Leasing per nuovi grandi uffici a San Francisco
Fiat Chrysler (Italy)	Scissione della partecipata "Ferrari"	Restituzione di \$ 1.8 miliardi di debiti bancari
GlaxoSmithKline (Regno Unito)	Investimento di \$ 3.6 miliardi in Ricerca e Sviluppo di nuovi farmaci	Emissione di nuovi debiti a breve termine in euro
Lenovo (Cina)	Annuncio di piano di costruzione di nuovi stabilimenti di produzione di PC e smartphone in India	Emissione di \$ 850 milioni di obbligazioni di durata quinquennale
McDonald's (Stati Uniti)	Annuncio di vendita di 2000 ristoranti in Cina	Emissione di obbligazioni per un importo di 1 milione in dollari canadesi
Procter & Gamble (Stati Uniti)	Investimento di più di \$ 7 miliardi in pubblicità	Acquisto di azioni proprie per un valore pari a \$ 4.6 miliardi e distribuzione di \$ 7.2 miliardi di dividendi
Tesla Motors (Stati Uniti)	Inizio della produzione di batterie al litio ricaricabili nella sua "Gigafactory" in Nevada	Raccolta di circa \$ 250 milioni attraverso la vendita di nuove azioni
Vale (Brasile)	Prima spedizione dalla sua nuova miniera di minerali di ferro del valore di \$ 14.3 miliardi nella foresta pluviale dell'Amazzonia	Nuovi debiti per \$ 2 miliardi concessi da un gruppo di banche internazionali.

1.1.1 ■ Decisioni di investimento

La seconda colonna della Tabella 1.1 mostra una recente importante decisione di investimento per ogni impresa. Le decisioni di investimento vengono a volta chiamate decisioni di **capital budgeting** o di **capital expenditure** (CAPEX). Questo perché la maggior parte delle grandi imprese ogni anno prepara un capital budget, un elenco cioè di progetti di investimenti approvati e da avviare. Alcuni degli investimenti della Tabella 1.1, come quello della Exxon o della Lenovo, sono investimenti in attività tangibili, ma le imprese hanno anche bisogno di investire in attività intangibili come la ricerca e sviluppo, la pubblicità o i software. Per esempio, la GlaxoSmithKline, come tutte le altre grandi imprese farmaceutiche, investe ogni anno miliardi nella ricerca e sviluppo di nuovi farmaci. Allo stesso modo, i produttori di beni di largo consumo come la Procter & Gamble investono enormi quantità di denaro nella pubblicità e nel marketing dei loro prodotti. Queste spese sono degli investimenti perché formano know-how, riconoscibilità dei marchi e reputazione nel lungo periodo.

Gli investimenti di oggi generano flussi di cassa futuri. A volte gli investimenti durano per decine di anni. Per esempio, molte centrali nucleari negli Stati Uniti, che all'inizio furono autorizzate a operare in licenza per 40 anni, hanno avuto un prolungamento della licenza per altri 20 anni e probabilmente potranno farlo in modo efficiente nel complesso per 80 anni.

Ovviamente, non tutti gli investimenti originano ritorni così prolungati nel tempo. Per esempio, Walmart spende circa \$ 50 miliardi ogni anno per riempire di merci i suoi supermercati e magazzini prima delle vacanze. I ritorni di questi investimenti si hanno nell'arco di mesi con il ridursi delle scorte quando i beni vengono venduti.

Inoltre, i financial manager sanno, o l'imparano presto, che i ritorni non sono garantiti. Un investimento può essere un formidabile successo o un triste fallimento. Per esempio, il sistema di comunicazione satellitare Iridium che offriva connessioni telefoniche istantanee nel mondo bruciò \$ 5 miliardi di investimenti fatti nel 1998 prima di iniziare a operare. Occorrevano 400 000 abbonati per arrivare al punto di equilibrio, ma riuscirono ad attirare solo una frazione molto piccola di tale cifra. Iridium non fu in grado di rimborsare il suo debito e nel 1999 fece domanda di fallimento. Un anno dopo il sistema fu venduto per soli \$ 25 milioni (nonostante tutto Iridium è stata risanata e ora è un'impresa in utile).

In gara per il premio di peggior investimento della storia c'è anche l'acquisto di Autonomy, un'impresa di servizi software britannica, da parte della Hewlett-Packard. L'Hewlett-Packard pagò \$ 11.1 miliardi per Autonomy. Dopo solo 13 mesi svalutò in bilancio il suo investimento per un importo pari a 8.8 miliardi. Hewlett-Packard accusò Autonomy di valutazioni contabili non corrette e l'investimento si rivelò essere stato un disastro. Il CEO di Hewlett-Packard fu licenziato in tronco.

I financial manager inoltre non prendono decisioni finanziarie da soli. Lavorano in gruppi di persone che comprendono ingegneri e manager responsabili della produzione, del marketing o di ogni altra funzione aziendale.

1.1.2 ■ Decisioni di finanziamento

La terza colonna della Tabella 1.1 elenca recenti decisioni di finanziamento per ogni impresa. Un'impresa può raccogliere denaro dai suoi azionisti o indebitandosi con investitori. Se si indebita, i creditori forniscono risorse finanziarie e in cambio l'impresa promette di restituire loro il denaro ricevuto e di pagare un interesse predeterminato. Al contrario, gli azionisti che forniscono il denaro non ricevono un ritorno predeterminato, ma detengono quote delle azioni dell'impresa e di conseguenza ricevono una quota dei suoi utili e flussi di cassa futuri. Gli azionisti investono nel capitale di rischio (*l'equity*) dell'impresa e la scelta fra debito ed equity è chiamata scelta della "struttura finanziaria".

Le decisioni di finanziamento disponibili per le grandi imprese sono in pratica infinite. Ipotizzate che un'impresa si indebiti. Si deve indebitare con una banca o emettendo obbligazioni da vendere a singoli investitori? Dovrebbe indebitarsi a breve o a lungo termine? Se si indebita a 20 anni dovrebbe poter restituire il finanziamento prima della sua scadenza? Dovrebbe indebitarsi in dollari o in euro?

Le imprese possono raccogliere capitale di rischio in due modi. Il primo, emettendo nuove azioni che potranno essere acquistate da nuovi azionisti o dagli azionisti in essere. Il secondo, reinvestendo in nuove attività parte dei flussi di cassa generati dagli investimenti in essere. Il beneficio dei nuovi investimenti sarà a favore degli azionisti esistenti. Nessuna nuova azione verrà emessa.

Che cosa succede se un'impresa non reinveste tutti i flussi di cassa generati dalle attività esistenti? Può trattenere il denaro per fare investimenti futuri o può restituirlo agli azionisti. La Tabella 1.1 ci dice che la Procter & Gamble ha restituito \$ 4.6 miliardi agli azionisti ricomprando parte delle loro azioni. Questa somma si è aggiunta ai \$ 7.2 miliardi pagati come dividendi. La decisione fra pagare dividendi o acquistare azioni proprie viene chiamata "decisione di modalità di distribuzione degli utili".

Si può sostenere che le decisioni di finanziamento siano meno importanti di quelle di investimento. I financial manager dicono che il valore "viene dalla parte sinistra dello stato patrimoniale, cioè dalle sue attività". Infatti, le imprese di maggior successo scelgono strategie di finanziamento molto semplici. Considerate per esempio la Microsoft. Si tratta di una delle imprese del mondo con il maggior valore. Nel dicembre del 2018 le azioni della Microsoft venivano scambiate nel mercato a più di \$ 101 l'una. Le azioni emesse erano circa \$ 7.7 miliardi. Il valore di mercato totale della Microsoft, la sua cosiddetta capitalizzazione, era pari a $\$ 101 \times 7.7 \text{ miliardi} = \$ 777 \text{ miliardi}$. Da dove veniva questo valore di mercato? Veniva dallo sviluppo dei suoi prodotti, dal suo marchio, dalla sua clientela diffusa nel mondo, dalla sua ricerca e dalla sua abilità di fare profittevoli investimenti futuri. Il suo valore non derivava da sofisticati finanziamenti. La strategia finanziaria della Microsoft è la più semplice possibile: finanziare i suoi investimenti reinvestendo i flussi di cassa prodotti dalla gestione, cioè autofinanziandosi.

Le decisioni di finanziamento non possono creare molto valore, ma lo possono distruggere, se sono stupide o sono colpite da cattive notizie. Per esempio, dopo essere stata acquisita da un consorzio di società di investimento nel 2007, il gigante dell'energia TXU contrasse un nuovo debito di 50 miliardi di dollari. Poteva anche essere che questa decisione non fosse stupida, ma si rivelò fatale. Il consorzio non prevede la crescita della produzione di gas da argille e il conseguente forte calo del prezzo del gas naturale e dell'energia elettrica. Nel 2014 l'impresa (rinominata Energy Future Holding) non fu più in grado di sostenere il debito e chiese il fallimento.

L'attività d'impresa è intrinsecamente rischiosa. Il financial manager ha bisogno di identificare i rischi ed essere sicuro che siano gestiti in modo appropriato. Per esempio, il debito ha il suo vantaggio, ma troppo debito porta l'impresa al fallimento, come gli acquirenti della TXU scoprirono. Le imprese possono anche essere abbattute dalla recessione, dal cambiamento del prezzo delle materie prime, dei tassi di interesse e di cambio o da decisioni politiche sfavorevoli.

1.1.3 ■ Il ruolo del financial manager

Qual è il ruolo essenziale del financial manager? La Figura 1.1 ci dà una risposta: evidenza il flusso di fondi che va dagli investitori all'impresa e di nuovo agli investitori. Il flusso inizia nel momento in cui i titoli vengono emessi nel mercato per raccogliere denaro (freccia 1 nella figura). Il denaro è usato per acquistare le attività reali (tangibili e intangibili) necessarie (freccia 2). In seguito, se l'impresa opera bene, le attività reali saranno in grado di generare denaro (flussi di cassa in entrata) in misura maggiore del loro costo (freccia 3). Alla fine, il denaro potrà essere reinvestito (freccia 4a) o restituito agli investitori che avevano comprato l'emissione originaria di titoli (freccia 4b). Naturalmente, la scelta fra la freccia 4a e la 4b non è completamente libera. Per esempio, se

nello stadio 1 fosse intervenuta una banca, nello stadio 4b si sarebbe dovuto restituirle il suo denaro più gli interessi maturati.

Potete vedere esempi delle frecce 4a e 4b nella Tabella 1.1. L'Exxon Mobil ha finanziato i suoi investimenti reinvestendo utili (freccia 4a); avrebbe invece potuto decidere di distribuire dividendi. La Procter & Gamble ha distribuito contante ai suoi azionisti pagando dividendi o acquistando azioni proprie (freccia 4b). Notate come il financial manager si collochi fra l'impresa e gli investitori esterni. Da un lato, contribuisce alla gestione dell'impresa, soprattutto partecipando alla scelta di buone decisioni d'investimento. Dall'altro, tratta con gli investitori: non solo con gli azionisti, ma anche con i mercati e gli intermediari finanziari.

La figura ci riporta alle domande fondamentali a cui deve rispondere il financial manager. Primo, in quali attività dovrebbe investire un'impresa? Secondo, come raccogliere le risorse necessarie per gli investimenti? La risposta alla prima domanda costituisce una *decisione di investimento* o di *capital budgeting*, quella relativa alla seconda una *decisione di finanziamento*.

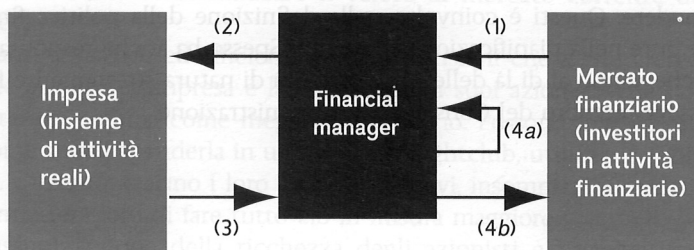
In genere, le decisioni di investimento e di finanziamento sono indipendenti, vengono cioè analizzate in modo separato. Quando viene identificata un'opportunità di investimento (un "progetto"), il financial manager si chiede se il progetto valga più del capitale necessario per intraprenderlo. Se la risposta è sì, allora si chiede come finanziarlo.

Separare le decisioni di investimento da quelle di finanziamento non significa che il financial manager possa dimenticarsi degli investitori e dei mercati finanziari quando valuta un progetto di investimento. Come vedremo, l'obiettivo finanziario fondamentale di un'impresa è la massimizzazione del valore del capitale investito dagli azionisti. Guardate di nuovo la Figura 1.1. Gli azionisti sono felici di finanziare un'impresa (fase 1) solo se le decisioni prese nella fase 2 generano un rendimento adeguato (fase 3). "Adeguato" significa un rendimento almeno uguale a quello ottenibile dagli investimenti nel mercato finanziario (a parità di rischio). Se i progetti di un'impresa generano sistematicamente rendimenti inadeguati, gli azionisti vorranno poter disporre nuovamente del capitale investito.

Nella Figura 1.1 i mercati finanziari costituiscono semplicemente una fonte di finanziamento per le imprese. Ma i mercati finanziari svolgono anche altre importanti funzioni. Forniscono liquidità agli investitori, cioè la possibilità di vendere titoli, all'occorrenza in modo tempestivo, e di rendere coerenti gli investimenti di un'impresa con i loro obiettivi personali. Non c'è un legame necessario fra i rischi e le durate medie degli investimenti di un'impresa e i rischi e le durate medie dei portafogli degli azionisti. Come vedremo, grazie ai mercati finanziari, l'impresa non deve preoccuparsi degli orizzonti temporali e delle preferenze per il rischio dei suoi azionisti. L'impresa può perseguire il semplice obiettivo della massimizzazione del valore.

I mercati finanziari consentono inoltre agli investitori di ridurre il rischio attraverso la diversificazione. L'impresa tuttavia non ha bisogno di diversificare perché gli investitori possono farlo grazie proprio ai mercati finanziari.

Figura 1.1



Scambi di risorse finanziarie fra il mercato e l'impresa. (1) Raccolta dei fondi attraverso la vendita di titoli agli investitori. (2) Investimento dei fondi: acquisto di attività reali. (3) Fondi generati dalla gestione. (4a) Reinvestimento dei fondi. (4b) Restituzione dei fondi agli investitori.

I financial manager guardano ai mercati finanziari anche come a una fonte di informazioni sui tassi di interesse, sui prezzi delle materie prime e sui valori di mercato delle imprese e dei titoli. Per esempio, un financial manager guarda al prezzo delle azioni della sua impresa come a una sorta di report mensile sulla sua performance finanziaria.

I mercati finanziari negli Stati Uniti e nella maggioranza dei Paesi sviluppati funzionano bene per la gran parte del tempo; tuttavia, come la bambina della poesia, “quando sono buoni sono molto buoni, ma quando sono cattivi sono terribili”,¹ nel 2008 i mercati finanziari sono stati terribili. I prezzi dei titoli rimbalzavano sconsideratamente, e per alcuni tipi di investimento il mercato era temporaneamente scomparso. I mercati finanziari non fornivano più un valido parametro per stimare il valore di un’impresa o il costo opportunità del capitale. Quello è stato un anno in cui i financial manager si sono davvero guadagnati da vivere.

1.2 Chi è il financial manager

Useremo il termine *financial manager* per indicare chiunque sia responsabile di una significativa parte delle decisioni di investimento o di finanziamento di un’impresa. Solo nelle piccole imprese una singola persona è responsabile di tutte le decisioni di cui si parla in questo libro. La responsabilità è negli altri casi diffusa all’interno dell’impresa. Il top management, naturalmente, è continuamente coinvolto nelle decisioni finanziarie; ma anche l’ingegnere che progetta un nuovo impianto è coinvolto: il progetto determina il tipo di attività reale in cui l’impresa investirà. Anche il responsabile della pubblicità può prendere importanti decisioni di investimento nel corso del suo lavoro. In effetti, un’importante campagna pubblicitaria è realmente un investimento in un’attività intangibile. Se i clienti potenziali conoscono il vostro prodotto e sono propensi ad acquistarlo, disponete di un’attività che originerà vendite e profitti futuri.

Nonostante ciò, ci sono molti manager che si specializzano in finanza. Il *tesoriere* (*treasurer*) è di solito la persona più direttamente coinvolta nella ricerca dei finanziamenti, nella gestione della liquidità dell’impresa e delle sue relazioni con le banche e gli altri intermediari. Nelle piccole imprese, l’unico dirigente è spesso il direttore amministrativo. Questi si occupa principalmente di contabilità, bilanci, auditing e imposte, ma è anche responsabile dei rapporti con le banche, gestendo la liquidità a breve termine dell’impresa. Funge dunque anche da tesoriere. Lo sviluppo dell’impresa si accompagna, in genere, all’emergere di una diversa figura professionale: il *controller*. Si tratta della persona che gestisce il processo di pianificazione e controllo di gestione, cioè che si occupa della contabilità dei costi e dell’analisi degli scostamenti, dei sistemi di budget, dei piani economico-finanziari e del processo di formazione del bilancio preventivo di capitale (il *capital budgeting*). I compiti del controller sono quelli che riguardano la verifica dell’efficienza nell’impiego dei fondi raccolti da altri manager. Si ha, in questi casi, una direzione che si occupa di amministrazione, finanza e controllo. In altri, invece, viene costituita una direzione “controllo di gestione” che si affianca a quella amministrativa (che continua a curare anche la parte finanziaria).

Le grandi imprese, invece, di solito nominano un direttore finanziario (CFO, *Chief Financial Officer*) a cui sia il tesoriere sia il controller (e anche il direttore amministrativo) devono rispondere. Questi è coinvolto nella definizione della politica finanziaria dell’impresa, come pure nella pianificazione strategica. Spesso ha anche responsabilità di gestione generale che vanno al di là delle responsabilità di natura strettamente finanziaria e può anche essere membro del Consiglio di Amministrazione.

■ Tesoriere

Responsabile della raccolta dei finanziamenti, delle relazioni con le banche e della gestione della liquidità di un’impresa.

■ Controller

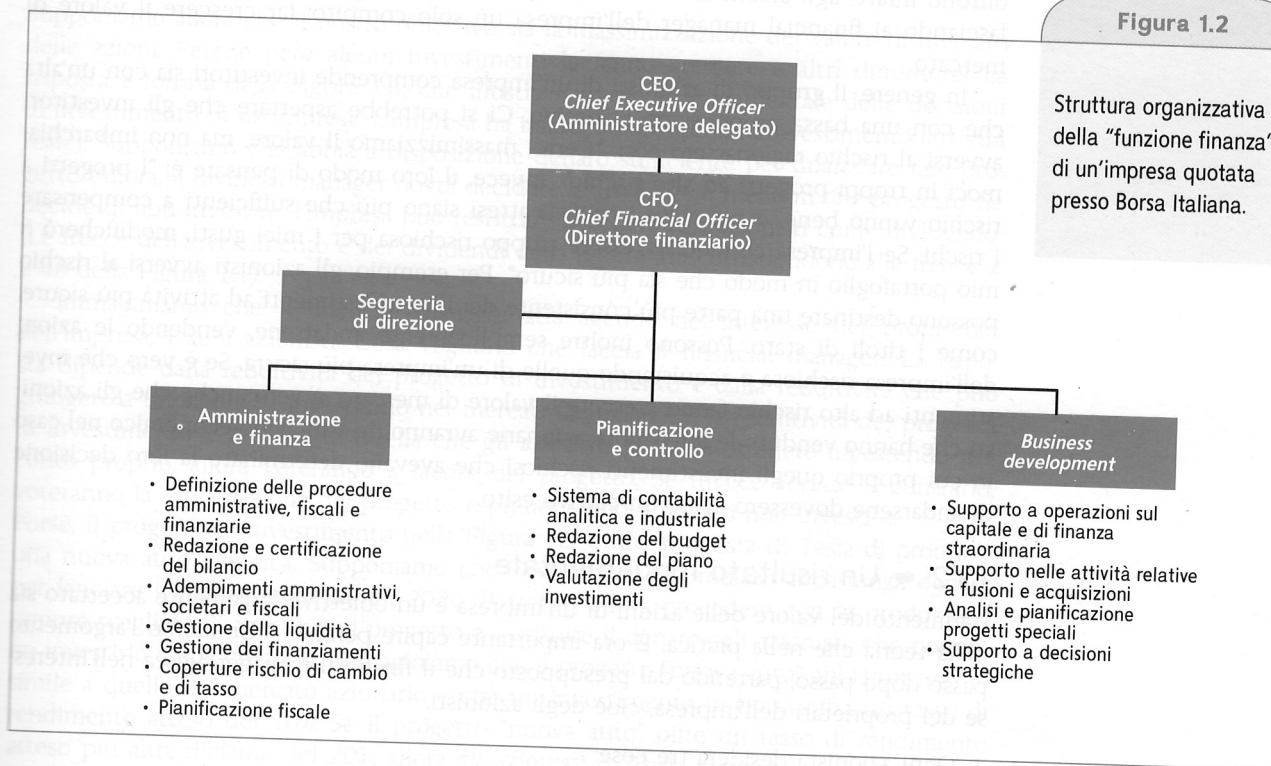
Manager responsabile del budget, della contabilità e dell’audit di un’impresa.

¹ La poesia è attribuita a Longfellow:

“There was a little girl,/Who had a little curl,/Right in the middle of her forehead./When she was good,/She was very good indeed,/But when she was bad she was horrid”.

Figura 1.2

Struttura organizzativa della "funzione finanza" di un'impresa quotata presso Borsa Italiana.



Nella Figura 1.2 è rappresentata una parte dell'organigramma di una media impresa italiana quotata presso la borsa di Milano. Potete immediatamente vedere di quante cose si occupi un direttore finanziario!

1.3 L'obiettivo dell'impresa

1.3.1 ■ L'obiettivo degli azionisti: massimizzare il valore di mercato delle azioni

Apple ha circa 5000 azionisti. Ovviamente, non è possibile che abbiano tutti un ruolo attivo nella gestione dell'impresa: sarebbe come cercare di governare la città di Shanghai tramite assemblee cittadine. Il potere deve essere quindi delegato a manager professionisti. Ma come fanno i manager di Apple a prendere decisioni che soddisfino tutti questi azionisti, che sono sicuramente diversi l'uno dall'altro per età, gusti, ricchezza, preferenze temporali, tolleranza al rischio e strategia d'investimento? La delega della gestione ai manager è attuabile solo se gli azionisti hanno un obiettivo comune. Per fortuna, esiste un obiettivo finanziario su cui quasi tutti gli azionisti concordano: massimizzare il valore di mercato corrente dell'investimento nell'impresa.

Un manager capace ed efficiente prende decisioni che fanno crescere il valore corrente delle azioni dell'impresa e la ricchezza dei suoi azionisti, che possono impiegare questa ulteriore somma come meglio preferiscono. Possono infatti destinarla in beneficenza, come anche spenderla in uno sfarzoso nightclub, utilizzarla subito o metterla tra i risparmi. Qualunque siano i loro gusti o obiettivi, insomma, l'aumento del valore delle azioni permetterà loro di fare tutto ciò in misura maggiore.

La massimizzazione della ricchezza degli azionisti è un obiettivo sensato quando questi ultimi abbiano accesso a mercati finanziari ben funzionanti, che permettano loro di condividere i rischi e trasferire i risparmi nel tempo. I mercati finanziari

offrono infatti agli azionisti la flessibilità per gestire risparmi e piani di investimento, lasciando ai financial manager dell'impresa un solo compito: far crescere il valore di mercato.

In genere, il gruppo di azionisti di un'impresa comprende investitori sia con un'alta che con una bassa propensione al rischio. Ci si potrebbe aspettare che gli investitori avversi al rischio ragionassero così: "Certo, massimizziamo il valore, ma non imbarchiamoci in troppi progetti ad alto rischio". Invece, il loro modo di pensare è: "I progetti a rischio vanno bene, a patto che i profitti attesi siano più che sufficienti a compensare i rischi. Se l'impresa comincia a essere troppo rischiosa per i miei gusti, modificherò il mio portafoglio in modo che sia più sicuro". Per esempio, gli azionisti avversi al rischio possono destinare una parte più consistente dei loro investimenti ad attività più sicure, come i titoli di stato. Possono inoltre semplicemente andarsene, vendendo le azioni dell'impresa rischiosa e acquistando quelle di un'impresa più sicura. Se è vero che investimenti ad alto rischio fanno crescere il valore di mercato, è vero anche che gli azionisti che hanno venduto le loro quote azionarie avranno un vantaggio economico nel caso in cui proprio quegli investimenti rischiosi che avevano determinato la loro decisione di andarsene dovessero avere un cattivo esito.

1.3.2 ■ Un risultato fondamentale

L'aumento del valore delle azioni di un'impresa è un obiettivo largamente accettato sia nella teoria che nella pratica. È ora importante capire perché. Affrontiamo l'argomento passo dopo passo, partendo dal presupposto che il financial manager agisca nell'interesse dei proprietari dell'impresa, cioè degli azionisti.

1. Ogni azionista desidera tre cose:
 - a. Essere il più ricco possibile, ossia far crescere la sua ricchezza corrente.
 - b. Trasformare quella ricchezza nel modello di consumo intertemporale preferito, attingendone per spenderla subito o investendola per disporne in seguito.
 - c. Gestire le caratteristiche del rischio di quel piano di consumo.
2. Tuttavia, gli azionisti non hanno bisogno dell'aiuto del financial manager per individuare il miglior modello di consumo intertemporale. È sufficiente infatti che abbiano libero accesso a mercati finanziari competitivi e possono farlo da soli. Sono inoltre in grado di scegliere le caratteristiche del loro piano di consumo, investendo in titoli più o meno rischiosi.
3. Come può un financial manager aiutare gli azionisti? In un modo solo: facendo crescere la loro ricchezza, ossia facendo aumentare il valore di mercato dell'impresa e il prezzo corrente delle sue azioni.

Abbiamo finora suggerito che gli azionisti preferiscono arricchirsi che impoverirsi. Tuttavia, ascoltando i discorsi dei manager, sembra che il loro obiettivo sia differente. Per esempio, capita che i manager dicano che il loro lavoro consiste nel "massimizzare i profitti". Si tratta di un'affermazione sensata: dopo tutto, gli azionisti non desiderano forse che l'impresa guadagni? Tuttavia, presa alla lettera, la massimizzazione dei profitti non è un obiettivo finanziario ben definito per almeno tre motivi.

1. Massimizzare i profitti? Di che anno? Un'impresa può riuscire ad aumentare i profitti dell'anno in corso operando dei tagli sulle spese di manutenzione o di formazione del personale, ma quelle spese avrebbero potuto aggiungere valore nel lungo termine. Gli azionisti non sono soddisfatti di profitti nel breve periodo che si trasformano in danni nel lungo periodo.
2. Un'impresa può riuscire a far crescere i profitti futuri tagliando i dividendi correnti e reinvestendo la liquidità che in questa maniera si libera. Questa decisione non è negli interessi degli azionisti se la redditività dell'impresa è modesta.
3. Contabili diversi possono calcolare profitti diversi. Così, potreste trovare che una decisione che aumenta il profitto secondo l'opinione di un contabile lo riduca secondo l'opinione di un altro.

1.3.3 ■ Il trade-off di un investimento

Supponiamo allora che il nostro obiettivo sia la massimizzazione del valore di mercato delle azioni. Perché però alcuni investimenti lo fanno crescere e altri diminuire? La risposta è fornita dalla Figura 1.3, che illustra il trade-off fondamentale delle decisioni di investimento di un'impresa. L'impresa ha infatti una proposta d'investimento (attività reale). Supponiamo che abbia a disposizione denaro sufficiente per finanziare tale progetto. Allora, il financial manager dovrà decidere se investire o meno in tale progetto. Se decide di non investire, l'impresa può restituire il denaro agli azionisti come dividendo. (Le frecce dell'investimento e dei dividendi della Figura 1.3 corrispondono alle frecce 2 e 4b della Figura 1.1).

Immaginiamo che il financial manager stia agendo nell'interesse dei proprietari dell'impresa, i suoi azionisti. Cosa vogliono che faccia il financial manager? La risposta dipende dalla redditività del progetto di investimento e dalla redditività che può giungere a un azionista investendo nei mercati finanziari. Se la redditività del progetto di investimento è più alta di quella che gli azionisti possono ottenere investendo per conto proprio, allora voteranno a favore del progetto. Se invece accade il contrario, voteranno la cancellazione del progetto e prenderanno il denaro non investito. Forse, il progetto di investimento nella Figura 1.3 è una proposta di Tesla di produrre una nuova auto elettrica. Supponiamo che Tesla abbia accumulato abbastanza denaro per lanciare il nuovo modello nel 2020. Potrebbe allora procedere con la produzione oppure scegliere di annullare il progetto e restituire il denaro agli azionisti, che potranno investirlo come credono. Immaginiamo che il progetto "nuova auto" abbia un rischio simile a quello del mercato azionario e che un investimento in borsa offra un tasso di rendimento atteso del 10%. Se il progetto "nuova auto" offre un tasso di rendimento atteso più alto, diciamo del 20%, allora gli azionisti di Tesla saranno ben contenti che l'impresa trattenga il denaro e proceda con l'investimento. Se, invece il progetto "nuova auto" offre un rendimento solo del 5%, la ricchezza degli azionisti sarà maggiore trattando il denaro, senza produrre nuove auto. In questo caso, il financial manager dovrebbe abbandonare il progetto di investimento.

Finché l'investimento proposto dall'impresa offre tassi di rendimento più alti di quelli che gli azionisti otterrebbero investendo nel mercato azionario (o in altri mercati finanziari), gli azionisti saranno soddisfatti dell'investimento e il prezzo delle azioni salirà. Invece, se l'impresa avrà un rendimento inferiore, gli azionisti saranno scontenti, il prezzo delle azioni scenderà e gli investitori reclameranno il loro denaro, in modo da poterlo investire per conto proprio.

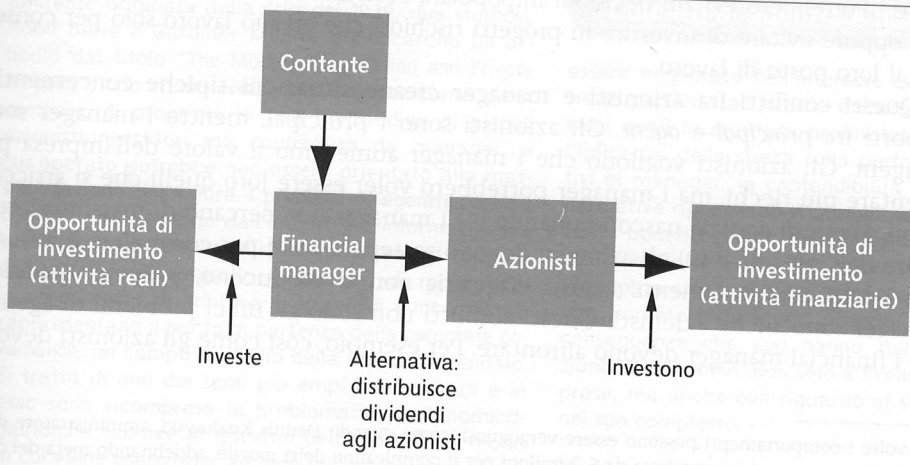


Figura 1.3

Un financial manager può reinvestire i fondi a disposizione o distribuirli agli azionisti. Se i fondi sono reinvestiti, il costo opportunità del capitale è il rendimento atteso dall'investimento in attività finanziarie degli azionisti.

Nel nostro esempio, il 10% corrisponde al tasso di rendimento minimo accettabile o *rendimento richiesto*, altresì definibile come *costo del capitale*. Si tratta effettivamente di un **costo opportunità del capitale**, perché dipende dalle *opportunità* disponibili per gli investitori nei mercati finanziari. Infatti, ogni volta che un'impresa investe denaro in un nuovo progetto, i suoi investitori perdono l'opportunità di investire in proprio. Le imprese aumentano il valore accettando tutti quei progetti di investimento che rendono di più del costo opportunità del capitale.

Notate che il costo opportunità del capitale dipende dal rischio del progetto di investimento proposto. Perché? La ragione non è solo legata al fatto che gli investitori sono avversi al rischio, ma anche al fatto che, quando investono per proprio conto, devono tener conto del trade-off tra rischio e rendimento. Gli investimenti più sicuri, come i titoli di stato statunitensi, offrono tassi di rendimento bassi. Al contrario, gli investimenti con tassi di rendimento atteso più alti, come quelli in azioni, per esempio, sono più rischiosi e a volte comportano perdite cospicue (il mercato azionario degli Stati Uniti, per esempio, nel 2008 ha registrato una perdita del 38%). Altri investimenti sono ancora più rischiosi, come le azioni di imprese high-tech. La loro crescita promette infatti tassi di rendimento più alti, ma anche più volatili.

Notate inoltre che il costo opportunità del capitale *non* corrisponde in genere al tasso di interesse che l'azienda paga su un prestito bancario. Se l'impresa sta facendo un investimento rischioso, il costo opportunità del capitale corrisponde al tasso di rendimento atteso che gli investitori possono ottenere investendo nei mercati finanziari allo stesso livello di rischio. Il rendimento atteso da titoli ad alto rischio è in genere ben superiore al tasso di interesse di un prestito bancario.

Per misurare il costo opportunità del capitale dei progetti di investimento di un'impresa, i manager osservano il mercato finanziario. Possono così stimare il costo opportunità del capitale di investimenti sicuri guardando il tasso di interesse corrente di titoli privi di rischio. Per investimenti rischiosi, invece, è necessaria una stima del costo opportunità del capitale, argomento che verrà affrontato nel Capitolo 8.

1.4 Separazione fra proprietà e controllo

La separazione fra proprietà e controllo porta vantaggi evidenti: permette che cambino i proprietari delle azioni senza che ciò interferisca con l'operatività di un'impresa e consente che le imprese siano gestite da manager professionisti; ma porta anche dei problemi se manager e azionisti hanno obiettivi diversi. Potete intuire i pericoli: i manager potrebbero lavorare non per soddisfare i desideri degli azionisti; per vivere meglio potrebbero essere tentati di acquistare jet aziendali o fissare riunioni di lavoro in località esclusive e alberghi lussuosi, oppure lavorare solo per massimizzare i loro bonus.² Potrebbero evitare decisioni impopolari, costruire imperi con i soldi degli azionisti oppure evitare di investire in progetti rischiosi che creano lavoro solo per conservare il loro posto di lavoro.

Questi conflitti fra azionisti e manager creano situazioni tipiche concernenti i rapporti fra *principal* e *agent*. Gli azionisti sono i *principal*, mentre i manager sono gli *agent*. Gli azionisti vogliono che i manager aumentino il valore dell'impresa per diventare più ricchi, ma i manager potrebbero voler essere loro quelli che si arricchiscono. I *costi di agenzia* nascono quando (1) i manager non cercano di massimizzare il valore dell'impresa e (2) gli azionisti devono sostenere costi per controllare e influenzare i loro comportamenti. I costi d'agenzia non si producono, è ovvio, quando i manager sono anche azionisti. Questi conflitti non sono gli unici problemi di agenzia che i financial manager devono affrontare. Per esempio, così come gli azionisti devono

■ Costi di agenzia

Costi che sorgono quando gli *agent* (per esempio i manager) non operano esclusivamente negli interessi dei *principal* (per esempio gli azionisti).

² A volte i comportamenti possono essere vergognosi, come quando Dennis Kozlowski, amministratore delegato di Tyco, organizzò una festa da \$ 2 milioni per il compleanno della moglie, addebitando metà dei costi all'azienda. Questo, ovviamente, oltre a essere un reato, è un caso estremo di conflitto di interessi.

incentivare i manager affinché lavorino per soddisfare i loro interessi, il top management deve pensare a come motivare tutte le persone che lavorano in un'impresa. In questo caso, i top manager sono i principal e gli altri manager gli agent.

I costi di agenzia possono anche manifestarsi nei finanziamenti. In tempi normali, le banche e tutti i creditori sono uniti con gli azionisti nel volere che un'impresa prosperi. Ma quando l'impresa entra nei guai, questa unità d'intenti può sparire. In queste situazioni, occorre prendere decisioni difficili, ma le banche pensano solo a come riavere i propri soldi e non gradiscono che un'impresa faccia cambiamenti rischiosi in grado di nuocere alla sicurezza dei loro prestiti. Litigi possono anche nascere fra i diversi finanziatori, quando capiscono che l'impresa si sta avviando a un probabile fallimento e sgomitano per avere una posizione migliore nella lista dei creditori.

Pensate al valore di un'impresa come a una torta che deve essere divisa fra diversi pretendenti. Fra questi rientrano gli azionisti e i manager, così come tutti gli altri dipendenti, le banche e gli altri creditori. Anche lo Stato è un pretendente, perché tassa i profitti dell'impresa. Tutti questi pretendenti sono legati fra loro da una complessa rete di accordi e contratti. Per esempio, quando una banca presta denaro a un'impresa, stila un contratto formale che stabilisce il tasso di interesse e la data di scadenza, ponendo forse vincoli alla distribuzione di dividendi e alla contrazione di ulteriori debiti. Non si possono però stabilire regole scritte per considerare ogni possibile evento futuro. È per questo che i contratti sono incompleti e devono essere integrati da accordi informali che aiutino ad allineare gli interessi delle varie parti.

I conflitti fra principal e agent sarebbero facili da risolvere se tutti disponessero delle stesse informazioni. Ma questo è un caso raro in finanza. I manager, gli azionisti e i creditori possono avere informazioni diverse riguardo al valore di attività reali o finanziarie e potrebbe occorrere molto tempo prima che tutte le informazioni siano note. I financial manager devono ammettere l'esistenza di queste asimmetrie informative e trovare il modo di garantire agli investitori che non ci siano sorprese fastidiose lungo la via.

Facciamo un esempio. Ipotizzate di essere il financial manager di un'impresa appena avviata allo scopo di sviluppare e introdurre nel mercato una medicina per la cura delle dita dei piedi. A un incontro con un gruppo di potenziali investitori, presentate i risultati delle prove cliniche, i dati delle ricerche di mercato e le previsioni dei profitti al fine di giustificare l'esigenza di nuovi investimenti. I potenziali investitori continuano però a temere di sapere meno di ciò che voi sapete. Come fate a convincerli che state dicendo la verità? Non basta dire: "Fidatevi di me". Forse, dovete segnalare la vostra lealtà investendo il vostro denaro nell'impresa, dimostrando di essere i primi a crederci. È probabile che gli investitori credano maggiormente ai vostri piani se voi e gli altri

Già nel 1932, nel pieno della Grande Depressione statunitense originata dalla crisi del 1929, due studiosi, Adolf Berle e Gardiner Means, pubblicarono un articolo dal titolo "The Modern Corporation and Private Property", uno studio critico dell'impresa come *public company*, di proprietà di una moltitudine di piccoli azionisti-investitori ma controllata da manager, il cui operato potrebbe non essere orientato alla massimizzazione del valore. I **problemi di agenzia**, ossia i conflitti che derivano dall'imperfetta informazione e si determinano tra azionisti e management (oppure tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza, in un contesto di imprese a proprietà concentrata), rappresentano il punto di partenza della corporate governance, un campo di studio della finanza aziendale. Si tratta di uno dei temi più ampi e trasversali e in esso sono ricomprese le problematiche economico-giuridiche relative al governo dell'impresa, al modo in cui viene esercitato, a come può modificarsi e può

APPROFONDIMENTO 1.1 Conflitti di agenzia e governance

essere migliorato nell'interesse degli azionisti. Rientrano pertanto all'interno della corporate governance temi quali la struttura proprietaria delle imprese e l'influenza della stessa sulla performance, gli incentivi ai manager, la contendibilità delle imprese e le normative riguardanti il cambio degli assetti proprietari, i benefici privati del controllo e il premio per il diritto di voto, e così via. Attorno a questi temi si è sviluppata sin dagli anni Settanta del secolo scorso una fiorente letteratura, proprio per l'impatto e le conseguenze che essi hanno sull'efficiente allocazione delle risorse, non solo a livello delle singole imprese, ma anche con riguardo al sistema economico nel suo complesso.

di Massimiliano Barbi.

importanti manager possedete una quota significativa delle azioni della nuova impresa. Quindi, la decisione di investire il vostro denaro fornisce informazioni agli investitori circa le reali prospettive dell'impresa. Nel prosieguo guarderemo più da vicino al modo in cui le imprese risolvono i problemi creati dalle diversità negli obiettivi e nel possesso delle informazioni.

Gli esseri umani non sono infallibili, e anche i financial manager più accorti possono essere soggetti a distorsioni cognitive quali una fiducia irrealistica o un iperottimismo. Quando fanno previsioni, possono dare un peso eccessivo all'esperienza recente; possono essere tentati di sprecare ulteriore denaro per salvare un pessimo progetto; e così via. Di conseguenza, in questo libro ci rivolgeremo talvolta alla psicologia comportamentale per provare a spiegare le azioni apparentemente irrazionali di manager e investitori.

1.5 Obiettivi dell'impresa e corporate governance

■ **Corporate governance**
Insieme dei meccanismi che inducono i manager ad agire negli interessi dei proprietari di un'impresa.

Come possono gli azionisti essere sicuri che i manager non pensino solo ai loro interessi? Gli azionisti non possono impiegare tutta la vita a controllare che i manager non stiano massimizzando il valore della loro ricchezza, al contrario di ciò che dovrebbero fare. Come vedremo esistono, per fortuna, buoni sistemi di *corporate governance* che contribuiscono a far sì che le tasche degli azionisti siano vicine al cuore dei manager.

1.5.1 ■ È giusto che i manager si prendano cura degli interessi degli azionisti?

Abbiamo descritto i manager come se fossero gli agent degli azionisti. Ma forse ci siamo dimenticati di porci una domanda. È giusto che i manager si prendano cura degli interessi degli azionisti? Il focalizzarsi sulla ricchezza degli azionisti richiede che i manager si debbano comportare come avidi mercenari che calpestano i deboli e i bisognosi? Non hanno forse doveri più ampi nei confronti dei clienti, dei fornitori, di tutte le persone che lavorano nell'impresa e della società in genere?

La maggior parte di questo libro tratta di politiche che aumentano il valore di un'impresa. Nessuna di queste politiche richiede che si calpestino i deboli e i bisognosi. In molti casi c'è poca differenza fra il "fare bene" (massimizzare il valore) e il "fare del bene". Le imprese che guadagnano sono quelle che soddisfano i clienti e sono leali nei confronti delle persone che vi lavorano. È molto probabile che le imprese che non soddisfano i clienti e in cui lavorano dipendenti scontenti abbiano profitti in calo e bassi prezzi delle azioni.

Quando infatti diciamo che l'obiettivo di un'impresa è la massimizzazione della ricchezza degli azionisti, non vogliamo sostenere che tutto sia concesso in vista di tale obiettivo. La legislazione impedisce che i manager prendano decisioni manifestamente disoneste, ma la maggioranza non si preoccupa solo di rispettare la lettera delle leggi o di onorare i contratti scritti. Nel mondo della finanza, così come nella vita quotidiana, esistono regole di comportamento non scritte o implicite. Queste regole consentono la realizzazione routinaria delle transazioni finanziarie, in quanto ciascuna parte coinvolta in una transazione deve aver fiducia nel fatto che l'altra parte rispetterà gli accordi.³

Quando succede qualcosa che colpisce questa fiducia i costi possono essere enormi. Il caso Volkswagen è emblematico. La Volkswagen installò un software segreto che riduceva l'inquinamento provocato dalle sue auto diesel, riduzione però che si verificava solo quando le automobili venivano provate. La scoperta nel 2015 del software causò un'ondata di proteste. Il prezzo delle sue azioni diminuì del 35%. Il suo amministratore delegato fu licenziato. Le sue auto diesel si accumularono invendute nei parcheggi

³ Si veda Guiso L., Zingales L. e Sapienza P., "Trusting the Stock Market", in *Journal of Finance*, 63, pp. 2557-2600, dicembre 2008. Gli Autori mostrano che la mancanza di fiducia individuale è un impedimento significativo alla partecipazione al mercato azionario. La "mancanza di fiducia" indica una paura soggettiva di essere ingannati.

dei concessionari. Solo negli Stati Uniti lo scandalo costerà probabilmente più di \$ 20 miliardi sommando multe e risarcimenti.

Ciarlatani e imbroglioni sono spesso capaci di nascondersi dietro ai mercati in forte espansione. È soltanto "quando la marea scende che si scopre chi sta nuotando nudo".⁴ La marea è scesa nel 2008 e allora un buon numero di truffe è stato scoperto. Un caso eclatante ha riguardato lo "schema di Ponzi" utilizzato dal finanziere newyorkese Bernard Madoff.⁵ Prima del tracollo del 2008, con questo schema sono stati rastrellati circa \$ 65 miliardi da investitori individuali e istituzionali (non è chiaro l'uso che Madoff ha fatto di tutti questi soldi, ma la gran parte è stata apparentemente distribuita agli investitori iniziali partecipanti allo schema per dare l'impressione di un'eccellente performance dell'investimento). Con il senno di poi, gli investitori non avrebbero dovuto riporre la propria fiducia in Madoff o nei consulenti finanziari che convogliavano il denaro verso di lui.

Lo schema di Ponzi adottato da Madoff è stato (speriamo) un evento unico.⁶ È stato incredibilmente non etico, illegale e disegnato per finire in lacrime. Questo è ovvio. Per i manager i problemi etici difficili da risolvere si nascondono in una zona grigia. Leggete per esempio l'approfondimento sull'"Etica in finanza". Si descrivono tre problemi etici. Pensate a dove vi collochereste e dove disegnereste la linea rossa.

Ma qual è la causa sottostante dei comportamenti non etici in finanza? A volte semplicemente il fatto che chi lavora nel settore è disonesto. Ma è più probabile che il comportamento derivi da una cultura aziendale che incoraggia eccessive pressioni alla vendita o trattative non scrupolose. In questi casi, la radice dei problemi sta nel top management che promuove questi valori.

1.5.2 ■ Le imprese dovrebbero essere gestite in favore degli stockholder o di tutti gli stakeholder?

Sovente viene sostenuta la tesi che le imprese dovrebbero essere gestite per conto di tutti gli *stakeholder*, e non solo degli *stockholder*. In altri termini, il management aziendale dovrebbe proteggere gli interessi non solo dei suoi azionisti (*stockholder*), ma anche dei dipendenti (che oltre allo stipendio vorrebbero avere possibilità di crescita professionale), dei clienti (che vogliono acquistare buoni prodotti o servizi al prezzo più basso possibile), dei fornitori (che vogliono essere pagati nei tempi previsti e alle condizioni definite), dello Stato (che vuole che l'impresa paghi le giuste imposte) e delle comunità in cui sono situati gli stabilimenti e gli uffici dell'impresa (che vogliono preservare l'ambiente in cui vivono).

Il capitale che le imprese usano non è fornito solo dagli azionisti. Le categorie di finanziatori sono più numerose, e tutte vogliono che i loro prestiti siano rimborsati e remunerati alle condizioni di mercato. D'altra parte, gli stessi azionisti possono non essere una categoria omogenea. Creare valore per gli azionisti può, in situazioni tendenzialmente patologiche, significare valore non per tutti gli azionisti ma solo per quelli di maggioranza. Il dibattito è ricco di contributi e in questa sede vi possiamo fare riferimento in modo molto sintetico.⁷

⁴ La citazione proviene dalla lettera annuale, del marzo 2008, di Warren Buffett agli azionisti di Berkshire Hathaway.

⁵ Lo "schema di Ponzi" prende il nome da Charles Ponzi, che aveva fondato una società di investimenti nel 1920 promettendo rendimenti incredibilmente elevati agli investitori. Ben presto fu sommerso dai fondi provenienti dai risparmiatori del New England e riuscì a raccogliere \$ 1 milione nel giro di pochissimo tempo. Ponzi investì soltanto una piccolissima quota del denaro che aveva incamerato, ma utilizzò una parte di liquidità fornita dagli ultimi investitori per pagare generosi dividendi a coloro che per primi avevano investito nella sua società. Nell'arco di qualche mese lo schema collassò e Ponzi fu condannato a cinque anni di prigione.

⁶ Gli schemi di Ponzi emergono frequentemente, ma nessuno ha raggiunto la portata e la durata di quello di Madoff.

⁷ Si veda Sandri S. e Spisni M., "Il valore", in *Economia e gestione delle imprese*, Il Mulino, Bologna 2007. Il 19 agosto 2019 la Business Roundtable (*Think tank* composta da 181 CEO delle principali imprese statunitensi) ha emesso una delle sue *Official declaration* sui Principi di corporate governance intitolata: *Statement on the Purpose of a Corporation* che si concludeva in questo modo: "Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country".

1. *L'orientamento al breve periodo.* Creare valore per gli azionisti potrebbe rappresentare un obiettivo di breve termine che privilegia una categoria di stakeholder a scapito delle altre. A questo rilievo si può obiettare che l'approccio al valore nasce proprio per ovviare ai difetti delle tradizionali tecniche di misura dei risultati aziendali (come il ROI, di cui parleremo nel Capitolo 12). Il calcolo del valore economico avviene, infatti, considerando tutta la vita dell'impresa, computando ritorni sia di breve sia di lungo periodo.
2. *La misurabilità dell'obiettivo.* L'interdipendenza fra risultati economici e risultati sociali è riconosciuta. Obiettivi più alti della semplice creazione di valore azionario devono essere tenuti in considerazione. Queste affermazioni sono condivise da molti. Sorge però un problema: come rendere operativa una funzione-obiettivo così alta? In altri termini, come tradurla in numeri? L'obiettivo della creazione di valore economico si può misurare semplicemente verificando se una decisione ha fatto aumentare o meno il valore delle azioni. Non è solo un problema di controllo delle performance. Tramite il criterio del valore si possono effettuare valutazioni preventive sulla cui base selezionare le decisioni di investimento. Per gestire un'impresa occorrono i numeri.⁸
3. *Il diritto di proprietà come diritto residuale.* Il rispetto degli interessi degli stakeholder non è l'obiettivo finale di un'impresa, ma un prerequisito, un obiettivo intermedio. Nel lungo periodo, e le ricerche empiriche sembrano dimostrarlo, sono le imprese che rispettano gli interessi degli stakeholder a creare valore per gli stockholder. D'altra parte, un azionista non è protetto da nessun contratto formalizzato. Il valore delle sue azioni può calare senza che l'impresa sia insolvente e dunque sia obbligata a cessare la sua attività. Non ha diritto a ricevere dividendi, anche se l'impresa realizza grandi profitti. Questi profitti possono essere reinvestiti per sostenere la crescita o semplicemente perché i manager detengono il controllo e preferiscono decisioni che portano a un aumento del fatturato e del loro potere tramite il controllo di maggiori risorse. Gli azionisti godono di diritti residuali che possono essere soddisfatti solo dopo che sono stati rispettati quelli degli altri stakeholder;⁹ diritti che non essendo esplicitati in forma contrattuale possono comunque non essere rispettati. Di fatto, l'unico strumento di cui dispongono consiste nel vendere le azioni quando il loro valore diminuisce.

1.5.3 ■ Attenuazione dei costi di agenzia mediante appropriati sistemi di corporate governance

Torneremo sui problemi di agenzia e su come questi problemi vengono attenuati in pratica più avanti nel testo. Per esempio, il Capitolo 12 tratta degli schemi di remunerazione del top management, che possono essere strutturati in modo da favorire l'allineamento degli interessi dei manager con quelli degli azionisti. Per ora ci basta elencare alcune caratteristiche che dovrebbe possedere un appropriato sistema di corporate governance al fine di assicurare che i manager abbiano effettivamente cura dei portafogli dei loro azionisti.

⁸ È stato M.C. Jensen a porre il problema della misurabilità dell'obiettivo della massimizzazione del valore per gli stakeholder e, di conseguenza, della difficoltà, quasi insuperabile, di metterlo in pratica. Jensen M.C., "Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function", in *Journal of Applied Corporate Finance*, n. 14, pp. 8-21, 2001.

⁹ Per approfondire il tema dell'interpretazione del diritto di proprietà come diritto residuale si veda Grossman S.J. e Hart O.D., "The Cost and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Literal Integration", in *Journal of Political Economy*, n. 4, pp. 691-719, 1986.

APPLICAZIONE 1.1

Controversie etiche in finanza

La vendita allo scoperto

Gli investitori che vendono allo scoperto (*short selling*) scommettono sulla diminuzione del prezzo dei titoli. Di solito, prendono i titoli in prestito, li vendono in cambio di denaro contante e poi aspettano di riacquistarli, per poterli restituire, a un costo inferiore a quanto da loro incassato.* Nel 2007, il gestore di *hedge fund* John Paulson vendette allo scoperto un'enorme quantità di titoli garantiti da ipoteca. La scommessa ebbe successo e quell'anno la negoziazione di Paulson fruttò un profitto di \$ 1 miliardo per il suo fondo.**

La negoziazione di Paulson era immorale? Alcuni credono che non solo Paulson abbia tratto profitto dalla miseria generata dal crollo del prezzo dei titoli garantiti da ipoteca, ma anche che le sue operazioni di vendita allo scoperto ne abbiano accentuato il crollo. È vero che i venditori allo scoperto non sono mai stati popolari. Per esempio, in seguito al crollo del 1929, un commentatore paragonò la vendita allo scoperto alla mostruosità di "creature che, durante tutti i grandi terremoti e incendi, saltano fuori per derubare case distrutte e uomini feriti e morti".

Spesso si dice che gli investitori che vendono le loro azioni fanno la Wall Street Walk. La vendita allo scoperto è la Wall Street Walk con steroidi. Non solo i venditori allo scoperto vendono tutte le azioni che possiedono, ma vendono anche delle azioni che prendono in prestito, sperando di riacquistarle a meno grazie alla diminuzione dei loro prezzi. Le imprese che non guadagnano, o guadagnano poco, sono i primi obiettivi delle vendite allo scoperto, e i manager se ne lamentano, spesso con amarezza. I governi a volte ascoltano tali proteste. Per esempio, nel 2008 il governo degli Stati Uniti temporaneamente vietò le vendite allo scoperto di azioni di società finanziarie nel tentativo di arrestarne la diminuzione dei prezzi. Ma i difensori delle vendite allo scoperto sostengono che vendere titoli che si crede siano troppo cari non è meno legittimo che comprare quelli che sembrano sottovalutati. L'obiettivo di un mercato ben funzionante è di stabilire prezzi delle azioni corretti, prezzi che non sempre sono i maggiori. Perché si dovrebbe impedire la vendita allo scoperto se trasmette cattive notizie, mette sotto pressione chi ha risultati insoddisfacenti e aiuta il governo delle imprese a funzionare?

Gli scalatori aziendali

Nel film *Pretty Woman*, Richard Gere interpreta il ruolo di un *asset stripper*, Edward Lewis. Compra società, le smonta e vende i pezzi per un prezzo maggiore di quello che ha pagato per l'intero pacchetto. Nel film *Wall Street*, Gordon Gekko compra una compagnia aerea in fallimento, la Blue Star, per smembrarla e venderne i pezzi. I veri e propri *raider* aziendali magari non sono spietati come Edward Lewis o Gordon Gekko, ma fanno operazioni esattamente uguali a quelle che si vedono nei due film.

Ciò ha indotto molti a lamentarsi del fatto che i *raider* cerchino di fare a pezzi imprese consolidate, spesso lasciandole con pesanti debiti, per arricchirsi rapidamente. Un politico tedesco li ha paragonati a "sciame di locuste che cadono sulle imprese, divorano tutto ciò che possono e poi se ne vanno".

Tuttavia a volte queste incursioni possono migliorare il valore per gli azionisti. Per esempio, nel 2012 e nel 2013, il fondo Relational Investors collaborò con il California State Teachers' Retirement System (CSTRS, un fondo pensionistico) per cercare di costringere Timken Co. a dividersi in due società separate, una dedicata all'attività siderurgica e l'altra al commercio di cuscinetti industriali. Relational e CSTRS ritenevano che la combinazione di business non correlati da parte di Timken non fosse focalizzata e per questo fosse inefficiente. La direzione di Timken rispose che la separazione «priverebbe i nostri azionisti del valore di lungo periodo - nel tentativo di creare guadagni illusori a breve termine attraverso l'ingegneria finanziaria». Ma il prezzo delle azioni di Timken aumentò nella prospettiva dello smembramento e la proposta di Relational ottenne la maggioranza dei voti (il 53%).

Dove sono i confini dell'etica in questi esempi? Relational Investor era un "raider" (espressione che suona male) o un "investitore attivo" (espressione che suona bene)? Smontare un portafoglio di business può generare aggiustamenti difficili e perdite di posti di lavoro. Alcuni stakeholder, come i dipendenti, possono subire delle perdite. Ma gli azionisti e l'economia generale possono guadagnarci, se le imprese sono gestite in modo più efficiente.

L'elusione fiscale

Nel 2012, venne reso noto che durante i 14 anni in cui Starbucks aveva operato nel Regno Unito, aveva pagato pochissime imposte. L'indignazione pubblica portò al boicottaggio dei negozi Starbucks e l'impresa rispose promettendo di versare volontariamente al fisco circa \$ 16 milioni in più di quanto richiesto per legge. Diversi mesi dopo, un comitato del Senato degli Stati Uniti che indagava sull'elusione fiscale da parte di imprese tecnologiche statunitensi, riferì che Apple aveva utilizzato una rete "altamente discutibile" di organizzazioni offshore per evitare miliardi di dollari di imposte statunitensi.

Le multinazionali, come Starbucks e Apple, hanno ridotto i loro debiti fiscali usando tecniche legali con nomi esotici come "Dutch Sandwich", "Double Irish" e "Check-the-Box." Ma la protesta pubblica in seguito a queste rivelazioni ha mostrato che molti credono che il loro uso, sebbene legale, sia immorale. Se queste tecniche non erano etiche, ci troviamo di fronte ad una domanda imbarazzante: in base a quali elementi le imprese decidono quali regimi fiscali sono etici e quali non lo sono?

* In questa sede, non è necessario entrare nel meccanismo delle vendite allo scoperto, semplicemente notate che il venditore è obbligato a riacquistare i titoli, anche se il loro prezzo sale molto al di sopra di quello al quale li hanno venduti. Come recita il detto: "Colui che vende ciò che non è suo, lo riacquista o va in prigione".

** La storia della negoziazione di Paulson è raccontata in "The Greatest Trade Ever", di G. Zuckerman, edito da Broadway Business nel 2009.

Obblighi legali e regolamentari I manager hanno un dovere legale ad agire responsabilmente e negli interessi degli investitori. Per esempio, negli Stati Uniti la SEC (Securities and Exchange Commission) fissa per le public company precisi standard contabili e informativi al fine di garantire la coerenza e la trasparenza. La SEC vieta inoltre l'*insider trading*, ovvero l'acquisto o la vendita di azioni sulla base di informazioni non disponibili al pubblico degli investitori.¹⁰

Piani di remunerazione I manager vengono spronati da schemi di incentivi che prevedono rendimenti elevati se gli azionisti guadagnano, ma rendimenti nulli in caso contrario. Per esempio, Larry Ellison, CEO del gigante del software Oracle Corporation, nel 2007 ha ricevuto un compenso totale stimato fra \$ 60 e \$ 70 milioni. Soltanto una piccola frazione (\$ 1 milione) di questo ammontare era costituita dal salario base. Una più ampia frazione, poco più di \$ 6 milioni, era ascrivibile a bonus e incentivi, mentre la parte del leone la facevano i piani di *stock option*. Queste opzioni saranno prive di valore se il prezzo delle azioni Oracle scenderà sotto i livelli del 2007, ma saranno altamente remunerative se il prezzo salirà. Inoltre, come fondatore di Oracle, Ellison detiene *più di 1 miliardo* di azioni dell'impresa. Nessuno può sapere se con uno schema di remunerazione diverso Ellison avrebbe lavorato per la sua impresa con intensità differente, ma una cosa è certa: il suo interesse personale dipende molto dal successo dell'impresa e dall'incremento del suo valore di mercato.¹¹

Consigli di Amministrazione Il Consiglio di Amministrazione di un'impresa viene eletto dagli azionisti e ha l'obbligo di rappresentarli. I Consigli di Amministrazione sono talvolta dipinti come formati da membri passivi che sostengono sempre e comunque il management in carica. Ma la reazione ai passati scandali aziendali ha fatto pendere la bilancia verso una maggiore indipendenza. Il *Sarbanes-Oxley Act* statunitense (comunemente noto come "SOX") stabilisce che le imprese debbano collocare più consiglieri indipendenti all'interno del Consiglio di Amministrazione, ovvero un numero maggiore di consiglieri che non siano manager o non siano collegati, in modo formale o informale, con il management. Più della metà di tutti i consiglieri è ora indipendente. Adesso i Consigli di Amministrazione convocano le assemblee senza la presenza del CEO. Inoltre, gli azionisti istituzionali, in particolare i fondi pensione e gli hedge fund, sono diventati più attivi nel monitoraggio delle performance aziendali e nel proporre cambiamenti della corporate governance.¹²

Non sorprende dunque che negli ultimi anni molti amministratori delegati siano stati costretti a dimettersi (citiamo, fra gli altri, i CEO di General Motors, Merrill Lynch, Starbucks, Yahoo!, AIG, Fannie Mae e Motorola). I Consigli di Amministrazione al di fuori degli Stati Uniti, tradizionalmente "management-friendly", sono anch'essi diventati più disposti a sostituire i manager legati a performance deludenti. La lista degli allontanamenti recenti include i vertici di Royal Bank of Scotland, UBS, PSA Peugeot Citroën, Lenovo, Samsung, Old Mutual e Swiss Re.

Monitoraggio I Consigli di Amministrazione non sono gli unici soggetti che sottopongono a monitoraggio i comportamenti del management. Anche gli analisti finanziari esterni,

¹⁰ Organi con le stesse funzioni della SEC ci sono in tutto il mondo. In Italia compiti simili sono affidati alla CONSOB.

¹¹ Non necessariamente occorre lavorare come top manager di un'impresa per beneficiare dell'aumento del valore delle sue azioni. Nel 1999 Bonnie Brown fu assunta da Google come massaggiatrice. Il suo stipendio settimanale era di \$ 450. Era però integrato da stock option che i fondatori di Google concedevano, indipendentemente dai compiti, a tutti i dipendenti. Ora Bonnie Brown non fa più la massaggiatrice. Ora è ricca. L'aumento del prezzo delle azioni Google le ha fatto guadagnare qualche milione di dollari. Si veda "La massaggiatrice di Google è milionaria", *Il Sole 24 ORE*, 13 novembre 2007, p. 39.

¹² Nell'ordinamento italiano, la versione corrente del codice di autodisciplina, redatta nel dicembre 2011 dal Comitato per la Corporate Governance, prevede che le società quotate abbiano in Consiglio un numero di amministratori indipendenti non inferiore a 2, e comunque, per le imprese del FTSE-MIB (l'indice dei 40 titoli maggiori), tale numero non deve essere inferiore a un terzo dei membri.

che consigliano agli investitori di comprare, mantenere o vendere le azioni dell'impresa, e le banche, che vigilano senza posa sulla sicurezza dei propri prestiti, lo fanno.

Acquisizioni Le imprese che ripetutamente non riescono a massimizzare il valore costituiscono gli obiettivi naturali di acquisizioni da parte di altre imprese o di raider. Questi ultimi sono fondi di investimento specializzati nel rilevare e ristrutturare aziende che stanno ottenendo scarsi risultati.

Le acquisizioni sono comuni in settori che presentano una crescita lenta e un eccesso di capacità produttiva. Per esempio, alla fine della Guerra Fredda nel 1990 era chiaro che l'industria della difesa militare avrebbe subito un processo di ridimensionamento. Un'ondata di fusioni seguì. Discuteremo delle acquisizioni nel Capitolo 30 e delle ristrutturazioni aziendali nel Capitolo 31.

Pressioni degli azionisti Se gli azionisti ritengono che l'impresa stia ottenendo risultati insoddisfacenti e che il Consiglio di Amministrazione non riesca a vincolare adeguatamente i manager al rispetto dei compiti assegnati, possono tentare di eleggere dei rappresentanti nel Consiglio per far sentire la propria voce. Per esempio, nel 2008 l'azionista miliardario Carl Icahn ha valutato che il Consiglio di Amministrazione di Yahoo!, rifiutando l'offerta di acquisto da parte di Microsoft, non stesse agendo nell'interesse degli azionisti; perciò ha investito \$ 67 milioni in azioni Yahoo! ed è entrato con la forza del suo pacchetto azionario, insieme con altri due amici che la pensavano allo stesso modo, nel Consiglio di Yahoo!

Gli azionisti scontenti prendono anche la cosiddetta "Wall Street Walk", cioè vendono le proprie azioni e passano ad altri investimenti. La "Wall Street Walk" può inviare un messaggio particolarmente potente. Se un numero sufficiente di azionisti decide di vendere, il prezzo delle azioni diminuisce. Ciò danneggia la reputazione e il compenso del top management. Gran parte della remunerazione dei top manager proviene dalle stock option, che fanno guadagnare se il prezzo delle azioni cresce ma non valgono niente se il prezzo scende al di sotto di una soglia prestabilita. Così un prezzo in discesa ha un impatto diretto sulla ricchezza personale dei manager.¹³ D'altro canto, un prezzo in crescita è positivo sia per i manager sia per gli azionisti.

Non vogliamo dare l'impressione che la vita aziendale sia una serie ininterrotta di dispute egoistiche e di processi gestionali di corto respiro. Non lo è, in quanto la finanza aziendale nella pratica si è evoluta al fine di conciliare interessi personali e interessi dell'impresa, e dunque facendo lavorare tutti insieme per incrementare il valore della torta intera e non solo della dimensione della fetta di ciascun individuo. Pochi manager al vertice delle più grandi imprese statunitensi sono pigri o disattenti nei confronti degli interessi degli azionisti. Al contrario, la pressione verso l'efficienza risulta di norma particolarmente intensa.

1.5.4 ■ Gli interessi degli azionisti di maggioranza coincidono con quelli degli azionisti di minoranza?

A differenza delle grandi public company, le imprese italiane quotate presentano una struttura proprietaria incentrata su una famiglia che controlla, direttamente o indirettamente, la maggioranza assoluta o relativa delle azioni con diritto di voto. In tali forme proprietarie muta la natura del conflitto di interessi alla base dei costi di agenzia: da un conflitto manager-azionisti a un conflitto fra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. Tale conflitto deriva dalle asimmetrie informative che contraddistinguono

¹³ Alcuni critici sostengono che gli incentivi creati dallo strumento delle stock option siano troppo potenti, in quanto offrono ai manager la tentazione di far salire eccessivamente il prezzo delle azioni in modo che le opzioni possano essere monetizzate per realizzare profitti nel breve termine. I manager sono anche stati tentati di "truccare" i termini e la tempistica dell'assegnazione di opzioni per accrescere il valore delle opzioni stesse. Lo scandalo *du jour* nel 2006 è stato il *backdating*, ovvero la pratica di assegnare opzioni retrodatate e riferite a giorni in cui il prezzo delle azioni risultava temporaneamente basso. (Un basso prezzo delle azioni implica un basso prezzo di esercizio delle opzioni, il che porta a un maggiore valore delle opzioni stesse. Tratteremo delle stock option e del backdating nel Capitolo 21).

APPLICAZIONE 1.2

La fintech e il mondo in evoluzione della finanza*

Il mondo della finanza è in continuo cambiamento. Un certo numero di mercati che esistevano a malapena pochi decenni fa, ora sono business da migliaia di miliardi di dollari.

In alcuni casi, l'innovazione può venire semplicemente da qualcuno che individua una domanda inespressa; in altri, può derivare da nuove idee economiche. Ma il cambiamento può anche essere il risultato di progressi tecnologici. L'applicazione della tecnologia ai mercati finanziari è comunemente nota come fintech. Ecco quattro modi in cui la fintech sta cambiando la pratica finanziaria.

Sistemi di pagamento. Non molti anni fa, i contanti o gli assegni erano il mezzo principale di pagamento, ma in molti Paesi i contanti stanno rapidamente scomparendo. Per esempio, in Svezia le transazioni in contanti rappresentano appena il 2% di tutti i pagamenti. Non è possibile utilizzare denaro contante per acquistare un biglietto dell'autobus o un biglietto sulla metropolitana di Stoccolma e i rivenditori non sono legalmente obbligati ad accettare monete e banconote. La maggior parte delle filiali bancarie svedesi non tiene più contante e non accetta depositi in contanti e molte filiali non hanno più il bancomat. Invece del denaro contante, gli svedesi utilizzano una carta o un'app per cellulare per trasferire denaro da un conto bancario all'altro in tempo reale.

Prestiti peer-to-peer (P2P). Le piattaforme di prestito *peer-to-peer* collegano direttamente persone disposte a finanziare persone che cercano prestiti. Per esempio, negli Stati Uniti le persone che cercano un prestito possono richiedere al Lending Club un prestito personale fino a \$ 40 000 o un prestito professionale fino a \$ 300 000. La società assegna un punteggio di credito a quel cliente e, sulla base di tale punteggio, i potenziali investitori scelgono se partecipare al prestito o meno. Pertanto, il Lending Club elimina completamente le banche dal processo decisionale. Il Lending Club non presta; piuttosto, verifica l'identità delle persone che chiedono o concedono un prestito a dei creditori, utilizza il punteggio di credito per fissare il tasso d'interesse del prestito e gestisce il prestito.

Robo Advice. Fornire consulenze sugli investimenti dei risparmiatori e adattare i portafogli alle loro esigenze particolari può essere un business costoso. I *Robo advisor* cercano di ridurre questi costi automatizzando il processo. Per prima cosa la persona interessata deve compilare un questionario online che descrive la sua situazione personale e la sua propensione al rischio. Il Robo advisor consiglia quindi un portafoglio, di solito un paniere di fondi a basso costo. Poi, una volta depositato denaro nel conto, il Robo advisor acquista gli investimenti e riequilibra il portafoglio per mantenere il mix ideale di asset.

Blockchain. Una *blockchain* è una rete di computer che aggiorna contemporaneamente un registro di transazioni o di altri dati. Questo registro non è localizzato in un posto ma è distribuito tra i vari componenti della rete. Molti credono che la tecnologia abbia portato a un importante progresso, aumentando la rapidità e la sicurezza dei registri finanziari. Le borse di tutto il mondo hanno iniziato a sperimentare le blockchain come metodo attraverso cui le imprese quotano e scambiano le loro azioni e attraverso cui i loro azionisti votano. Ne dovrebbero risultare costi di negoziazione più bassi, trasferimenti di proprietà più rapidi e registri più accurati.

* Il numero dell'inverno 2015 del *Journal of Financial Perspectives* contiene una raccolta di articoli sulla fintech.

queste due tipologie di azionisti, nonché dalle loro diverse funzioni-obiettivo. La massimizzazione della ricchezza degli azionisti di maggioranza differisce dalla massimizzazione della ricchezza di quelli di minoranza non solo per la presenza di benefici privati nella funzione-obiettivo del gruppo di controllo, ma anche per la possibilità di trasferimenti di ricchezza a loro favore. All'origine di questi trasferimenti di ricchezza vi sono a volte lacune del sistema normativo che, appartenente alla famiglia del *civil law* francese, non dispone di efficaci meccanismi di tutela delle minoranze. Tra i trasferimenti di ricchezza originati da un sistema normativo permissivo, ricordiamo i trasferimenti di risorse infragruppo ottenuti tramite cessioni di imprese e gli scambi commerciali o le forniture di servizi a prezzi non corrispondenti a quelli di mercato. Un caso tipico è quello in cui la holding di un gruppo cede una società controllata a una sua sub-holding a un prezzo decisamente superiore al suo effettivo valore. Il trasferimento di risorse alla società capogruppo danneggia gli azionisti di minoranza della sub-holding, mentre favorisce gli azionisti della holding e quindi l'azionista di maggioranza, specie quando la holding non è quotata.

A titolo di esempio è sufficiente citare il caso IRI, l'holding statale proprietaria di molte grandi imprese italiane, che nel 1992 decise di cedere, essendo in serie difficoltà economiche e rispettando la volontà del governo italiano, a STET, la società controllata che all'epoca gestiva da monopolista il settore delle telecomunicazioni in Italia (quota-

NOTIZIE STAMPA 1.1

La class action in Italia

La *class action* (azione collettiva) consiste, in breve, nella procedura attraverso cui tante piccole cause individuali vengono raggruppate in un solo procedimento da parte di uno studio legale che prende le difese di una pluralità di soggetti. Mentre negli Stati Uniti tale forma di tutela dei piccoli investitori e consumatori ha origini lontane (si tratta della Regola 23 del 1966, che prende le mosse da una legge già approvata nel 1938), in Italia e negli altri Paesi di civil law la pratica fatica ad attecchire. Nel nostro Paese la discussione parlamentare sull'introduzione della *class action* ha origini relativamente recenti. Dopo diversi rinvii e modifiche ai vari testi che si sono susseguiti, dal 15 agosto 2009 (con l'entrata in vigore della cosiddetta "legge sviluppo"), l'azione collettiva è approdata nel nostro ordinamento. Tuttavia, in base a tale legge, la portata dei diritti tutelati dalla *class action* italiana era decisamente più limitata rispetto alla "sorella maggiore" americana. Infatti, le azioni collettive potevano essere proposte riguardo a fattispecie circoscritte (a) all'ambito dei contratti conclusi attraverso moduli o formulari (contratti di conto corrente o assicurativi o di fornitura di pubblici servizi), (b) alla vendita di prodotti difettosi (come elettrodomestici, automobili e computer) e (c) alle pratiche commerciali scorrette e ai comportamenti anticoncorrenziali. La retroattività dell'azione era espressamente esclusa. Se l'introduzione dell'azione collettiva ha rappresentato un passo in avanti, è innegabile che la reale efficacia della norma come strumento a tutela degli investitori apparisse già da allora lontana. A riprova di questo vi è l'evidenza, secondo i dati dell'Osservatorio nazionale Antitrust, che a 10 anni di distanza in media solo una causa su due è stata ammessa al giudizio, e solamente una ogni sette ha comportato un risarcimento. Inoltre, secondo il principio del danno compensativo il ri-

sarcimento deve essere pari al danno subito, a differenza dei risarcimenti prescritti dalla *class action* americana in cui il danno è di tipo punitivo e implica un risarcimento multiplo del danno commesso. A consuntivo, infine, la durata media delle *class action* italiane è stata di 4 anni, con risarcimenti per lo più inferiori al centinaio di euro. Per potenziare lo strumento, è stata approvata il 3 aprile 2019 una riforma significativa, che ha introdotto la *class action* nel codice di procedura civile con portata più ampia (essa era presente esclusivamente nel codice del consumo). Tra le novità vi è la possibilità di aderire alla *class action* anche successivamente alla sentenza (il cosiddetto *opt-in*, seppure entro certi limiti), l'informatizzazione della procedura di adesione, e un principio di danno punitivo che è rinvocabile nella norma. Seppure la portata della *class action* sia stata estesa, il buon funzionamento della stessa dovrà essere verificato, e vi è già chi nota profili di criticità, come un aumento del contenzioso in un Paese in cui la mole e i tempi dello stesso sono problematici.

di Massimiliano Barbi.

Fonti: Il Sole 24 ORE ("Class action, i risarcimenti possono attendere", 10 agosto 2009; "Ora l'Italia ha la class action", 15 agosto 2009; "Class action, con il via libera del Senato diventa legge", 3 aprile 2019; "Dalla nuova class action rischi di speculazioni e aumento delle liti", 5 aprile 2019). La Stampa ("Class action all'italiana, dopo 10 anni è un flop: solo un caso su sette arriva al risarcimento", 4 ottobre 2018).

ta alla Borsa di Milano), l'83.3% di Finsiel (società attiva nel settore dell'informatica) al prezzo di £ 700 miliardi.¹⁴ Sebbene non sia facile definire quale fosse il giusto prezzo di mercato della partecipazione ceduta (il prezzo corrisposto equivaleva comunque a un rapporto prezzo-utili pari a 50 contro valori compresi fra 20 e 30 per le imprese dello stesso settore), il mercato giudicò tale cessione come un vero e proprio trasferimento di ricchezza da STET a IRI. All'annuncio dell'operazione si verificò infatti una diminuzione del prezzo dei titoli STET superiore al 20%. Prendendo per buona la stima di una sopravvalutazione del prezzo di cessione della partecipazione in Finsiel desumibile dalla reazione dei prezzi di mercato, in questa operazione i manager di STET avrebbero agito negli interessi dell'azionista di maggioranza, ovvero IRI, che aveva bisogno di un trasferimento di risorse per risolvere una situazione finanziaria vicina all'insolvenza, e a scapito degli azionisti di minoranza, che videro diminuire drasticamente il valore delle azioni STET da loro possedute. Approfondiremo il problema delle strutture proprietarie delle imprese italiane più avanti nel Capitolo 32.

1.6 Anteprema degli argomenti trattati

La Figura 1.3 spiega come il financial manager possa aggiungere valore per l'impresa e per i suoi azionisti, cercando investimenti che offrano tassi di rendimento superiori al costo opportunità del capitale. Questa ricerca, però, porta con sé molte nuove domande.

¹⁴ Il caso è riportato in Zingales L., "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience", in *Review of Financial Studies*, n. 7, pp. 125-148, 1994.

- *Come si calcola il tasso di rendimento?* Il tasso di rendimento si calcola tenendo conto dei flussi in entrata e in uscita generati dal progetto di investimento, come spiegato ai Capitoli 2 e 6.
- *Un tasso di rendimento più alto è sempre la scelta migliore?* Non sempre, per due ragioni. In primo luogo, un rendimento inferiore ma più sicuro può essere meglio di un rendimento più alto ma più rischioso. In secondo luogo, un investimento con un tasso di rendimento più alto può generare meno valore di un investimento con un rendimento inferiore che però è di dimensioni superiori o ha una durata maggiore. Al Capitolo 2 spiegheremo come calcolare il valore attuale (VA) di un flusso di cassa. Il concetto di valore attuale è una colonna portante della finanza aziendale che si ritrova quasi in tutti i capitoli.
- *Che cosa determina il valore nei mercati finanziari?* La valutazione di obbligazioni e azioni è affrontata nei Capitoli 2 e 5. A volte i financial manager possono essere fortunati e trovare attività finanziarie praticamente identiche il cui valore è già conosciuto. Ma non esistono asset uguali agli impianti petroliferi offshore dell'ExxonMobil in Guyana o agli investimenti di Facebook nella realtà virtuale. Per la maggior parte delle decisioni finanziarie il manager ha per questo bisogno di principi fondamentali che lo aiutino a determinarne il valore.¹⁵ Torneremo più volte sull'argomento nei capitoli successivi, dal momento che la finanza aziendale è "all about valuation".
- *Che cosa sono i flussi di cassa?* I flussi di cassa futuri relativi a un progetto di investimento dovrebbero derivare dalla somma di tutti i flussi di cassa in entrata e in uscita generati dalla decisione di investire. I flussi di cassa vengono calcolati al netto delle imposte. Si tratta di flussi di cassa disponibili che possono essere utilizzati per remunerare gli azionisti o per essere reinvestiti. Questo argomento verrà affrontato in dettaglio nel Capitolo 7.
- *Come fa il financial manager a giudicare se le previsioni sui flussi di cassa sono realistiche?* Come ha osservato Niels Bohr, premio Nobel per la Fisica nel 1922, "fare previsioni è difficile, specialmente sul futuro". Ma un buon financial manager ha cura di raccogliere le informazioni più rilevanti e di eliminare dalle previsioni distorsioni e ottimismo eccessivi. Questo argomento verrà affrontato nei Capitoli 10 e 11.
- *Come si misura il rischio?* Si valutano i rischi sostenuti dagli azionisti, riconoscendo che gli investitori possono ridurre o eliminare il rischio diversificando il loro portafoglio. Questo argomento verrà affrontato nei Capitoli 8 e 9.
- *In che modo il rischio influenza il costo opportunità del capitale?* Per spiegare questo fenomeno, è bene rifarsi a una teoria sul rischio e il rendimento nei mercati finanziari. La teoria più utilizzata è il capital asset pricing model. Questo argomento verrà affrontato nei Capitoli 9 e 10.
- *Da dove vengono i finanziamenti?* In termini generali, si può dire che vengano da prestiti o da investimenti o reinvestimenti degli azionisti. Ma la questione dei finanziamenti si complica quando si entra nello specifico. Il Capitolo 14 dà una visione generale della questione. I Capitoli dal 23 al 26 si occupano delle diverse forme di indebitamento, incluso il leasing, che è una forma di indebitamento nascosto.
- *Debito o equity? La scelta è importante?* Non lo sarebbe in un mondo di mercati finanziari perfetti. Nel mondo reale, la scelta tra debito ed equity è molto importante per svariate ragioni, come le imposte, il rischio di fallimento, le differenze nel contenuto informativo e gli incentivi. Questo argomento verrà affrontato nei Capitoli 17 e 18.

Si tratta di molte domande per cominciare, ma noterete la presenza di alcuni temi ricorrenti. Per esempio, la valutazione è il tema centrale della finanza aziendale non solo per le ragioni elencate, ma anche perché la massimizzazione del valore è il naturale obiettivo finanziario di un'impresa. Un altro tema rilevante è costituito dal costo opportunità del capitale, che viene stabilito nei mercati finanziari. Il financial manager è un intermediario, che deve avere una conoscenza sia del funzionamento dei mercati finanziari sia dell'operatività e degli investimenti dell'impresa.

¹⁵ L'idea che attività identiche debbano avere lo stesso valore è chiamata legge dell'unico prezzo o di assenza di possibilità di arbitraggio.

Riepilogo

- Le imprese affrontano due principali decisioni finanziarie. La prima riguarda quali investimenti effettuare, la seconda come finanziarli. La prima è una decisione di investimento, la seconda di finanziamento. Gli azionisti che possiedono l'impresa vogliono che i manager massimizzino il suo valore globale e il prezzo corrente delle sue azioni. Gli azionisti possono essere tutti d'accordo sull'obiettivo della massimizzazione del valore, almeno finché i mercati finanziari consentono loro la flessibilità per gestire i loro risparmi e piani di investimento. Certo, il conseguimento di tale obiettivo non giustifica un comportamento immorale. Gli azionisti non vogliono che le azioni raggiungano il prezzo massimo, ma il prezzo più alto possibile agendo con onestà. Come fanno i manager finanziari ad accrescere il valore dell'impresa? Principalmente prendendo buone decisioni d'investimento. Anche le decisioni di finanziamento possono aumentare il valore, ma possono anche distruggerlo se si rivelano scelte errate. Tuttavia, di solito è la redditività degli investimenti a operare la separazione tra ciò che genera valore e tutto il resto.
- Nelle piccole imprese spesso una sola persona si occupa della gestione finanziaria. Quelle più grandi, invece, di solito dispongono di un *tesoriere* e di un *controller*. Il compito del tesoriere riguarda la raccolta e la gestione dei fondi; quello del controller invece si concentra sull'utilizzo di tali fondi. Nelle imprese di dimensioni ancora maggiori viene nominato, inoltre, un direttore finanziario che agisce come responsabile di tutta la gestione finanziaria.
- Le decisioni di investimento implicano un trade-off. L'impresa infatti può investire il denaro oppure usarlo per remunerare gli azionisti, per esempio con un dividendo straordinario. Quando l'impresa investe il denaro invece di restituirlo, gli azionisti perdono l'opportunità di investirlo in titoli nei mercati finanziari. Il rendimento a cui rinunciano è chiamato costo opportunità del capitale. Se gli investimenti dell'impresa generano un rendimento più alto del costo opportunità del capitale, il prezzo delle azioni sale. Se invece generano un rendimento più basso del costo opportunità del capitale, il prezzo delle azioni scende.
- I manager non sono dotati di uno speciale gene chiamato "massimizzazione del valore". A volte, prendono in considerazione i loro interessi personali, cosa che crea un potenziale conflitto di interesse con gli azionisti. Questo conflitto viene definito problema di agenzia (rapporto fra *principal*, gli azionisti, e *agent*, i manager). Qualsiasi perdita derivante da questo conflitto è chiamata costo d'agenzia. Gli investitori non daranno fiducia all'impresa, affidandole i loro risparmi, a meno che siano sicuri che il management agirà in modo corretto nei loro confronti. Le imprese di successo sono dotate di sistemi di corporate governance che aiutano ad allineare gli interessi degli azionisti con quelli dei manager.
- In Paesi come la Francia, la Germania e il Giappone, i manager danno più peso agli interessi di tutti gli attori coinvolti nelle attività dell'impresa, piuttosto che rivolgersi esclusivamente agli azionisti. Tuttavia, la globalizzazione dei mercati dei capitali ha favorito una crescente pressione sulle imprese a prendersi cura degli interessi degli azionisti.
- Ricordate i seguenti cinque punti, perché torneranno spesso nel corso del libro:
 1. La massimizzazione del valore è il punto fondamentale della finanza aziendale.
 2. Il costo opportunità del capitale stabilisce lo standard di rendimento minimo di un investimento.
 3. Un euro sicuro vale più di un euro rischioso.
 4. Le buone decisioni di investimento creano più valore delle buone decisioni di finanziamento.
 5. Le regole di corporate governance sono importanti.

I financial manager leggono The Wall Street Journal (WSJ), Financial Times (FT) o entrambi i quotidiani. The Wall Street Journal è pubblicato negli Stati Uniti, Financial Times in Gran Bretagna, ma esiste un'edizione europea del primo e una nordamericana del secondo. In Italia, il più importante quotidiano che tratta prevalentemente temi economici, finanziari e aziendali è Il Sole 24 ORE. I più importanti quotidiani hanno interessanti sezioni con notizie dal mondo degli affari, come The New

**Lecture
consigliate**

York Times a New York, The Times a Londra, la Repubblica a Roma o Il Corriere della Sera a Milano, ma quelli specialistici non sono sostituibili per chi si interessa di finanza. È per questo motivo che anche voi dovrete leggerli (riviste come The Economist, BusinessWeek, Forbes e Fortune contengono utili sezioni finanziarie).

Ci sono anche riviste specializzate in finanza come Euromoney, Journal of Applied Corporate Finance, Risk, CFO Magazine. Questa lista non include riviste scientifiche come Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Review of Financial Studies, Journal of Banking and Finance e Financial Management. I capitoli che seguono forniranno specifici riferimenti alle ricerche pertinenti ai temi trattati.

Per saperne di più sul ruolo della finanza nell'impresa moderna, leggete:

Sandri S., Oriani R. e Bozzi S., "La funzione finanziaria e la valutazione economica delle strategie", in Fontana F. e Caroli M. (a cura di), *Economia e gestione delle imprese*, quinta edizione, McGraw-Hill Education (Italy), Milano 2017.

L'evoluzione di tale ruolo ha accompagnato lo sviluppo di quella che viene definita "nuova finanza".

Se volete approfondire le recenti controversie circa gli incentivi ai manager e la corporate governance, vi suggeriamo:

Brickley J., Smith C.W. Jr. e Zimmerman J., "Ethics, Incentives and Organizational Design", in *Journal of Applied Corporate Finance*, n. 7, pp. 8-19, 1994.

Holmstrom B. e Kaplan S.N., "The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?", in *Journal of Applied Corporate Finance*, n. 15, pp. 8-20, 2003.

Journal of Applied Corporate Finance, n. 17, 2005, numero speciale sui compensi al top management e sulla corporate governance.

Chew D.H. Jr. e Gillan S.L., *Corporate Governance at the Crossroads: A Book of Readings*, McGraw-Hill, New York 2005.

Per saperne di più sui possibili conflitti fra stockholder e stakeholder potete leggere:

Jensen M.C., "Value Maximization and Corporate Objective Function", in Beer M. e Nohria N. (a cura di), *Breaking the Code of Change*, Harvard Business School Press, Boston 2000.

Domande di ripasso

1. Che cosa intendete per decisioni finanziarie?
2. Che cosa è e a che cosa serve il costo opportunità del capitale?
3. Qual è l'obiettivo finanziario in un'impresa?
4. Perché sono utili le regole di corporate governance?

Problemi

SEMPLICI

1. Leggete il seguente passaggio: "Le società di solito acquistano attività (a). In esse rientrano sia le attività tangibili come (b), sia quelle intangibili come (c). Per pagare tali attività, vendono attività (d) come (e). La decisione riguardo quali attività acquistare di solito prende il nome di decisione (f) o (g). La decisione riguardo il modo in cui raccogliere i fondi di solito prende il nome di decisione (h)". Inserite ciascuno dei seguenti termini nello spazio appropriato: *finanziarie, reali, obbligazioni, di investimento, aerei presidenziali, di finanziamento, capital budgeting, marche*.
2. Test di terminologia. Spiegate le differenze fra:
 - a. attività reali e finanziarie;
 - b. decisioni di capital budgeting e di finanziamento.
3. Quali delle seguenti attività sono reali e quali finanziarie?

a. Un pacchetto azionario.	e. Un terreno inutilizzato.
b. Un pagherò.	f. Il saldo del conto corrente di un'impresa.
c. Un marchio di fabbrica.	g. Un personale addetto alle vendite esperto e che lavora sodo.
d. Uno stabilimento.	h. Un'obbligazione societaria (<i>corporate bond</i>).