



LA FINANZA AZIENDALE

MAURIZIO LA ROCCA E TIZIANA LA ROCCA

Obiettivi di apprendimento

1. Comprendere la relazione fra i processi finanziari, lo sviluppo dell'impresa e la creazione di valore
2. Conoscere i processi finanziari nelle diverse configurazioni di natura analitica, strategica e operativa.
3. Saper utilizzare i diversi strumenti a supporto dei processi di analisi finanziaria.
4. Comprendere gli aspetti operativi che presidono le decisioni di investimento e finanziamento.
5. Sapere quali sono i più frequenti comportamenti gestionali adottati da manager finanziari in America ed Europa.

Caso FIAT

Fiat, dopo il profondo processo di rinnovamento degli assetti manageriali avviato nel 2004, ha deciso di realizzare una politica di alleanze e acquisizioni motivata dall'obiettivo di sviluppare importanti sinergie. Nel 2009 viene avviato il progetto di acquisizione di una quota significativa della Chrysler negli Stati Uniti che si inserisce in un piano di crescita di lungo periodo volto a consentire alle due imprese di sfruttare economie di scala e condividere le reti distributive. Alla data dell'accordo, Chrysler è un'impresa sull'orlo della liquidazione, senza prospettive di sopravvivenza e con una situazione finanziaria che non le permette di offrire adeguato credito agli acquirenti (un aspetto cruciale in una fase di recessione dell'economia). Solo cinque anni prima anche Fiat si trovava sull'orlo della bancarotta, e il turnaround messo in atto dal suo management rappresenta un asset cruciale nell'attuale trattativa. L'accordo ha dovuto valutare le diverse situazioni finanziarie delle due imprese, prevedendo un processo di contrattazione finanziaria complessa, con un ingresso di Fiat nel capitale Chrysler scaglionato nel tempo e vincolato al rispetto di determinate condizioni. Con l'accordo del 2009, Fiat e Chrysler concordano di collaborare su più fronti, sfruttando sinergie industriali e finanziarie. Tale alleanza permette a Chrysler di rafforzare la propria solidità finanziaria, traendo vantaggio dall'esperienza operativa e di ristrutturazione industriale di Fiat. Al contempo, l'accordo ha rappresentato per Fiat un passo importante del processo di riposizionamento, dato il processo di concentrazione mondiale che interessa il settore automobilistico, che richiederà ulteriori altri capitali finanziari oltre che manageriali. A distanza di tre anni, l'accordo con Chrysler rappresenta un caso di successo che ha permesso di creare valore e ha potenziato la crescita del gruppo italiano, grazie alla presenza di importanti sinergie, all'oculata valutazione dei benefici finanziari di tale alleanza e alle relazioni attivate con il mercato finanziario che ha avuto fiducia nel progetto del gruppo italiano acquisendo consapevolezza delle competenze manageriali e finanziarie di Sergio Marchionne, CEO di Fiat. La Chrysler ha portato in eredità un appesantimento del debito: l'indebitamento netto "industriale" di Fiat, 5,5 miliardi nel 2011, sarebbe stato solo di 2,4 miliardi senza la casa di Detroit. Ma conquistare il 58,5% di Chrysler è costato a Fiat appena 1,9 miliardi di dollari, «neppure confrontabile con il suo valore», come ha sottolineato Marchionne. Dal Centro-Nord America arriva oggi più della metà dell'utile operativo e l'unione con Chrysler ha consentito di sviluppare sinergie per 1,4 miliardi di euro in più di due anni, di cui quasi un miliardo nel solo 2011. Il mercato azionario ha dato fiducia al disegno della Fiat e l'andamento del titolo mostra come un disegno strategico coerente, guidato da un management in grado di sostenerlo possa portare a performance di eccellenza.

Introduzione al capitolo

Il presente capitolo si propone di presentare i processi finanziari e il loro ruolo nell'ambito dello sviluppo dell'impresa. A tal fine vengono descritti i principali obiettivi e compiti dei processi finanziari, gli strumenti di analisi finanziaria, che rappresentano supporti imprescindibili per qualsiasi processo il manager finanziario voglia attivare, e le modalità di gestione delle scelte di investimento e finanziamento, quali processi e attività elettive che devono essere opportunamente organizzate dal manager finanziario al fine di perseguire la finalità di creazione di valore.

Sono illustrati nel dettaglio i processi finanziari e i loro effetti sul valore, presentando la distinzione tra processi finanziari di natura analitica, strategica e operativa. Gli approcci di analisi finanziaria sono proposti con la descrizione degli strumenti di analisi finanziaria. In seguito sono approfonditi gli aspetti legati alle decisioni di investimento e di finanziamento, nonché l'analisi delle scelte di struttura finanziaria. Infine, sono sviluppate alcune considerazioni sul comportamento dei manager finanziari, in modo da comprendere, alla luce di risposte a questionari, le basi su cui si fondano i processi finanziari attivati nell'impresa.

L'elevata complessità e competitività dei contesti ha reso cruciale il ruolo dei processi finanziari nella formulazione delle decisioni strategiche di impresa che necessitano di supporto finanziario. Infatti, tutte le decisioni che interessano l'impresa, siano esse di natura strategica, di produzione e di marketing, presentano riflessi finanziari. Il ruolo dei processi finanziari è diventato centrale nel momento in cui la competizione nei mercati è cresciuta e si è dovuto competere per l'acquisizione di risorse finanziarie mostrando capacità di dialogare con gli *stakeholder* finanziari al fine di catturare le loro preferenze d'investimento generando consenso.

Molte volte si pensa che la gestione dei processi finanziari sia specifica solo delle grandi imprese e che, in assenza di una certa soglia dimensionale, l'area contabile-amministrativa possa svolgere i compiti tipici dei processi finanziari. Un tale orientamento produce spesso situazioni di crisi aziendale; infatti, senza una corretta previsione della dinamica di incassi e pagamenti, piuttosto che un'attenta valutazione dei flussi di cassa incrementali generabili da un progetto di investimento, un'impresa potrebbe avere problemi di liquidità e difficoltà nei rapporti con i finanziatori. È elevato il rischio che problemi di liquidità temporanei, incrinando il rapporto con gli *stakeholder* finanziari, si trasformino in una situazione di dissesto strutturale con conseguenze irreparabili.

Non esiste un limite di natura dimensionale all'istituzione dei processi finanziari, esistono, invece, delle implicazioni organizzative. Per esempio, il commerciale tende, in genere, a concedere ampie dilazioni di pagamento ai clienti, mentre la finanza segue un'impostazione opposta, perché più lontano è il momento dell'incasso rispetto alla vendita, più critico sarà il reperimento delle risorse per finanziare l'attività di impresa. La gestione dei processi finanziari può assumere configurazioni differenziate in relazione, per esempio, alla dimensione e alla complessità organizzativa dell'impresa, alla scelta di quotarsi sui mercati finanziari oppure al settore di appartenenza. Inoltre, la sua

organizzazione può evolvere nel tempo in considerazione dello sviluppo tecnologico e delle variazioni del contesto competitivo di riferimento.

Il capitolo cercherà di rispondere ai suddetti quesiti.

1. Quali sono gli obiettivi della gestione dei processi finanziari? Quali possibili configurazioni assumono i processi finanziari all'interno delle imprese?
2. Come si articola la relazione fra processi finanziari, sviluppo dell'impresa e creazione di valore?
3. Quali sono i principali strumenti di analisi finanziaria?
4. Con quali modalità si influenzano reciprocamente le scelte di investimento e finanziamento? Come si valuta la fattibilità dell'investimento?
5. Cosa significa struttura finanziaria? Come la struttura finanziaria influenza i processi aziendali?

1.1 I processi finanziari: obiettivi e compiti

La gestione dei processi finanziari è, spesso, considerata in termini negativi. Per esempio, spesso i media usano espressioni come “la recente crisi è stata causata dalla finanza”, gli scandali finanziari dello scorso decennio negli Stati Uniti, così come in Europa e in Italia, sono stati causati da un'opportunistica gestione dei processi finanziari. Tuttavia, la causa degli scandali finanziari, soprattutto se si pensa in Italia al caso Parmalat, così come del recente *credit crunch*, si può ricondurre alla mancanza delle dovute competenze finanziarie. Un esperto analista finanziario sarebbe stato in grado di esprimere dubbi sulla bontà della gestione di Parmalat in largo anticipo rispetto al momento del crack. Parimenti, la crisi finanziaria è nata negli Stati Uniti a seguito di cambiamenti di regolamentazione che avevano ridotto i controlli e diminuito i vincoli nell'utilizzo di strumenti finanziari innovativi da parte di alcuni istituti.

Pertanto, il problema non è la finanza, ma la mancanza di competenze finanziarie diffuse. Oggi le imprese che hanno competenti manager finanziari, c.d. CFO quale acronimo di *Chief Financial Officer*, godono di un vantaggio competitivo importante. Ed è per questo che sempre maggiore attenzione viene data ai processi finanziari e che l'offerta di approfondimenti post-laurea in finanza è crescente.

Posta dinanzi a obiettivi sempre più impegnativi e decisivi per la sopravvivenza delle imprese, la gestione dei processi finanziari nel corso del tempo si è distaccata dall'area contabile-amministrativa, assumendo un'identità propria. Alla gestione del passivo è stata affiancata la gestione degli investimenti e, in generale, delle attività che presiedono la creazione di valore.

Oggi, come illustrato nella figura 1.1, il manager finanziario può essere considerato un intermediario tra il sistema finanziario e l'impresa, in grado di identificare le modalità con cui realizzare gli investimenti e valutarne la fattibilità. Si tratta di un soggetto che svolge un ruolo di interfaccia fra l'impresa e gli *stakeholder* finanziari, che in lui

identificano l'impresa, in grado di dialogare e coinvolgere nei progetti aziendali gli azionisti e creditori in primi.

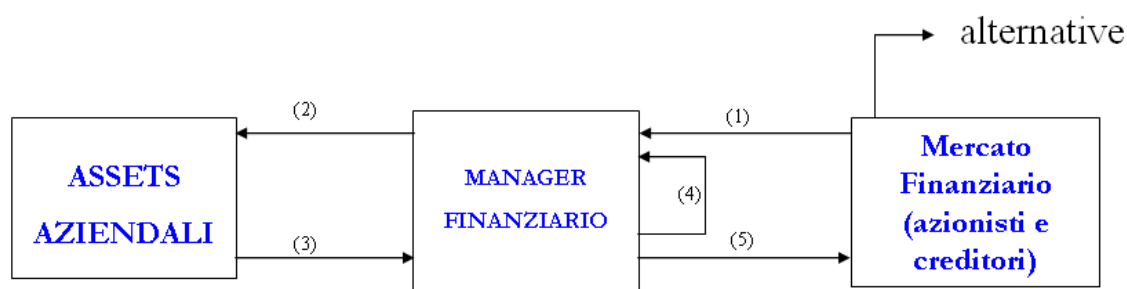


Fig.1.1 – Ruolo del manager finanziario quale intermediario e interlocutore fra impresa e investitori

In particolare il manager finanziario ha il compito di raccogliere capitali dal mercato finanziario (freccia 1), rivolgendosi ad azionisti e investitori e riuscendo a convincerli della bontà di un loro investimento nelle attività aziendali rispetto alle altre alternative di investimento esistenti sul mercato. Ottenute tali risorse finanziarie, il manager finanziario le impiega per l'acquisto delle attività reali necessarie all'impresa per la sua gestione (freccia 2). Nel momento in cui l'impresa riesce a ottenere un ritorno positivo dalle proprie attività in termini di flussi di cassa in entrata in base al posizionamento competitivo nei mercati di riferimento (freccia 3), il manager finanziario può reinvestire le risorse di capitali nell'impresa stessa (freccia 4) oppure restituire all'investitore iniziale le risorse impiegate (freccia 5).

In tal senso il manager finanziario formula e gestisce le politiche finanziarie considerate come un insieme di linee guida, principi e stili di gestione finanziaria adottabili nella raccolta delle risorse finanziarie e nella distribuzione del valore tra le varie classi di finanziatori. A tali soggetti competono in via prioritaria decisioni di natura strategica nella gestione delle risorse finanziarie all'interno dell'impresa; in tal modo, l'impresa è in grado di svolgere un'attività di programmazione e pianificazione finanziaria, che consente di ottenere un equilibrato sistema di flussi sia nel breve sia nel medio-lungo termine e di accertarne la compatibilità aziendale.

A volte i responsabili della gestione dei processi finanziari intendono il proprio approccio alla finanza ispirato a logiche tattiche, focalizzate sull'obiettivo di ottenere le migliori condizioni economiche nella provvista di risorse finanziarie. Un'altra interpretazione alternativa diffusa tra i direttori finanziari, vede le politiche finanziarie subordinate alla strategia di impresa. La finanza sarebbe chiamata a intervenire solo dopo che le decisioni operative sono state prese. Altri manager finanziari sostengono un approccio imitativo, fondato sull'adeguamento del proprio comportamento a quello dei principali concorrenti e prevalente nel settore.

Pertanto, considerando le molteplici funzioni che deve svolgere oggi, il management finanziario deve essere supportato e inserito in un coerente ed efficace sistema di relazioni e di informazioni che investe l'intero ambiente operativo, tale da garantire la rapidità decisionale necessaria.

Al fine di gestire in modo efficiente le risorse finanziarie a disposizione, infine, si deve essere in grado di ottimizzarne l'utilizzo, facendo in modo che le decisioni di investimento siano tali da creare valore per gli azionisti; ciò significa che il buon manager finanziario è colui che riesce a effettuare gli investimenti definiti minimizzando l'uso delle risorse di capitale disponibili, e utilizzando le risorse in avanzo per effettuare ulteriori investimenti.

In un'intervista Enrico Parazzini, *Chief Financial Officer* del Gruppo Telecom Italia, delinea le nuove responsabilità del suo ruolo a seguito delle recenti vicende finanziarie. Nell'ampio dibattito che si è aperto, il ruolo del CFO si colora di nuove stringenti e puntuali responsabilità. Anche in Italia, così come nelle imprese di matrice anglosassone, il Direttore Amministrazione Finanza e Controllo può ricoprire un ruolo chiave in un sistema efficace di *governance*, svolgendo una fondamentale opera preventiva a tutela del variegato sistema di *stakeholder* che orbita intorno all'impresa. Da paladino dei corretti equilibri finanziari, e responsabile delle fondamenta del tessuto finanziario dell'impresa, il CFO si è oggi trasformato anche in guida strategica, in grado di innovare e di anticipare con tempestività i cambiamenti di un ambiente sempre più competitivo e dinamico. La velocità e l'innovazione, fattori costanti di cambiamento nel processo di sviluppo dell'impresa, fanno sì che il ruolo del CFO, in passato di natura prevalentemente tecnico-finanziaria, si arricchisca di nuovi contenuti e valori che lo rendono il garante di istanze etiche, sociali e culturali sempre più pressanti e indispensabili nel processo di creazione di valore.

L'oggetto dell'attività di gestione dei processi finanziari è strettamente connesso alla verifica:

1) dello stato di salute dell'impresa avendo come punto di partenza i dati di bilancio a consuntivo, in modo da poter apprezzare la capacità di salvaguardare la sopravvivenza dell'impresa;

A tal fine è fondamentale che vengano rispettati simultaneamente e stabilmente gli equilibri gestionali: 1) equilibrio economico; 2) equilibrio finanziario; 3) equilibrio monetario. L'equilibrio economico sussiste se i ricavi della gestione caratteristica coprono adeguatamente i costi di acquisizione dei fattori di produzione. L'equilibrio finanziario è orientato a combinare la composizione degli investimenti e delle fonti di finanziamento. L'equilibrio monetario fra entrate e uscite di cassa, per il governo della liquidità, è assicurato da una gestione finanziaria compatibile con l'equilibrio economico.

2) della capacità di intraprendere percorsi di crescita e sviluppo in grado di attivare processi virtuosi di creazione di valore. Un manager finanziario deve verificare se la gestione permette di salvaguardare il valore degli *asset in place*, prima componente del valore economico d'impresa, ed è in grado di generare valore in termini di *growth opportunity*, seconda componente del valore economico d'impresa.

Le componenti del valore economico sono: 1) *asset in place* (valore economico attuale), è il valore degli investimenti in essere, ossia già effettuati e identificabili nello stato patrimoniale, comprendenti investimenti fissi e in capitale circolante, da cui discerne la capacità di generare flussi di cassa; 2) *growth opportunity* (valore economico potenziale), è il valore degli *intangibles*, delle risorse interne su cui si basano le opportunità future di crescita del valore economico, ossia valore atteso da opportunità di investimenti futuri

La gestione dei processi finanziari d'impresa offre un servizio imprescindibile di sostegno ai processi di creazione di valore, salvaguardando la capacità dell'impresa di cogliere le *growth opportunity*, quando si presentano. Il manager finanziario deve essere in grado di salvaguardare la flessibilità finanziaria, ossia la capacità di avere accesso a ulteriori risorse finanziarie sia a titolo di *equity* che di debito e poter, quindi, realizzare le opportunità di sviluppo nel momento in cui si presentano. Pertanto, la gestione dei processi finanziari deve essere concepita come un'attività sistematica caratterizzata da un insieme di azioni poste in essere per la realizzazione di piani di sviluppo, predisposti dal vertice di un'impresa. In tale prospettiva, la gestione dei processi finanziari va inquadrata sotto il profilo Strategico (Finanza d'Indirizzo e Supporto) e Operativo (Finanza Operativa), a seconda che operi a livello corporate, con finalità strategiche, oppure a livello operativo, per la gestione di tesoreria. Nel dettaglio, tali processi finanziari possono avere:

- 1) natura straordinaria (operazioni di finanza straordinaria);
- 2) natura ordinaria (operazioni di finanza ordinaria).

I primi sono definibili strutturali e irreversibili, se non ad alto costo, in quanto riguardanti la struttura dell'impresa, in quanto finalizzati alla crescita dimensionale, al rafforzamento della posizione competitiva nei mercati, al riassetto della proprietà, alla riorganizzazione e razionalizzazione di strutture societarie. Si tratta di processi che interessano ingenti movimentazioni di risorse finanziarie, posti in essere una tantum dalla direzione di un'impresa, per accedere, svilupparsi e difendersi nei mercati.

I secondi, invece, presentano natura continuativa e, all'interno dell'impresa, consentono di gestire l'equilibrio finanziario e realizzare le politiche finanziarie con le quali poter promuovere lo sviluppo. A tale riguardo è necessario reperire risorse finanziarie sufficienti quantitativamente e idonee qualitativamente per coprire gli investimenti in essere, in corso di realizzazione ed, eventualmente, ancora da pianificare.

La gestione dei processi finanziari, offrendo un supporto fondamentale alla creazione di valore d'impresa, si attiva attraverso tre possibili livelli di analisi:

- 1) processi finanziari analitici;
- 2) processi finanziari strategici;
- 3) processi finanziari operativi.

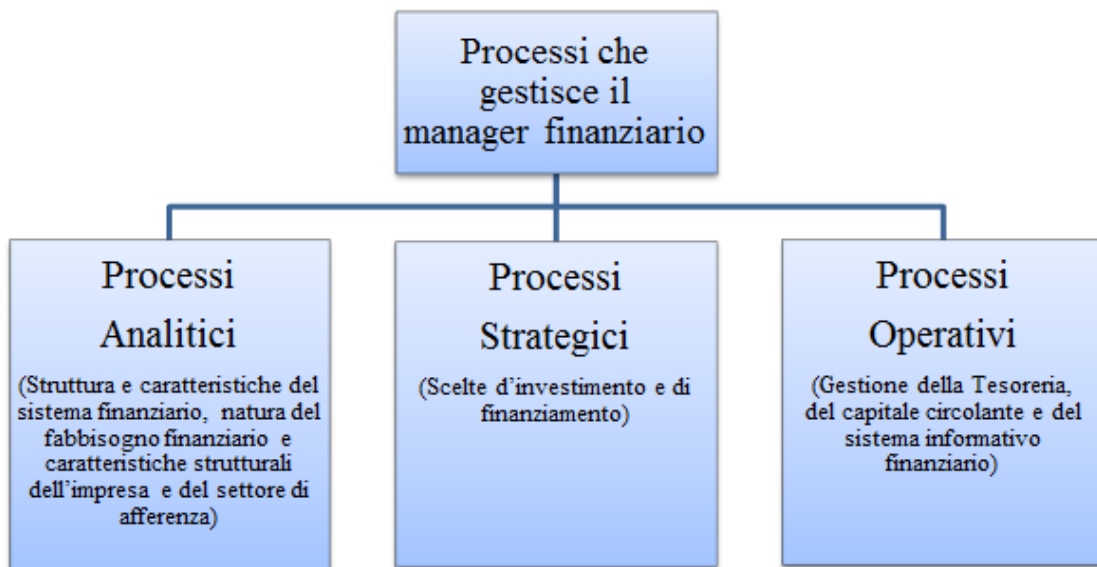


Fig.1.2 – Processi gestiti dal manager finanziario

1. Processi finanziari analitici

I processi analitici comprendono l'analisi delle caratteristiche del sistema finanziario in cui l'impresa opera, in modo da comprenderne il livello di efficienza e sviluppo e, quindi, cosa potersi attendere rispetto a richieste di sostegno finanziario a titolo di capitale proprio oppure di capitale di credito. Inoltre, si interessano allo studio della natura del fabbisogno finanziario e delle caratteristiche strutturali dell'impresa, in modo da andare alla ricerca nel mercato dei migliori strumenti finanziari a supporto delle esigenze aziendali. Infine, studiano le specificità del settore di appartenenza in modo da fare *benchmarking* rispetto al comportamento finanziario degli altri *competitor*.

2. Processi finanziari strategici

I processi finanziari strategici riguardano le scelte di investimento e di finanziamento al fine di ottimizzare il rischio finanziario, minimizzare il costo del capitale e massimizzare il rendimento dell'investimento. Le scelte di investimento e finanziamento dell'impresa sono supportate da processi finanziari volti a valutare con attenzione l'allocazione delle

risorse finanziarie fra impieghi competitivi che consentano ritorni economici o risparmi di costi, in grado di coprire il costo dei fondi impiegati nella loro realizzazione. L'impresa, considerata come sistema in continua evoluzione, ha necessità di arricchire la sua struttura patrimoniale con nuovi *asset* in grado di sostenere un vantaggio competitivo duraturo e, di conseguenza, la capacità di creare valore. Parimenti le scelte di finanziamento non possono essere passive, ma possono contribuire attivamente alla creazione di valore influenzando il costo del capitale.

3. Processi finanziari operativi

I processi operativi si occupano della gestione nel *day-by-day*, ossia di: 1) gestire i flussi di liquidità in entrata e uscita dell'impresa (gestione della tesoreria); 2) garantire al vertice dell'impresa e al management la predisposizione di un efficace e omogeneo sistema informativo di guida e controllo finanziario; 3) ottimizzare la gestione del capitale circolante assicurando omogeneità di indirizzo nelle politiche commerciali (dilazioni concesse ai clienti e ottenute dai fornitori).

I principali compiti del manager finanziario comprendono la formulazione di decisioni fondamentali per il successo dell'impresa, su cui si basa la sua capacità attuale di salvaguardare gli equilibri economici gestendo il valore generabile dagli *asset in place*, e quella futura dell'impresa di creare valore in termini di *growth opportunity*. Tali decisioni fondamentali riguardano:

- 1) la gestione corrente, con riferimento alla dinamica dei flussi finanziari e alla gestione del capitale circolante. Occorre sviluppare una previsione della dinamica degli incassi e dei pagamenti per una corretta gestione della liquidità e del circolante;
- 2) le “scelte di investimento”, ossia decisioni relative all'impiego delle risorse finanziarie, chiamate anche di *capital budgeting*, in quanto riguardanti l'insieme delle attività reali (valutazione della fattibilità e della convenienza economico-finanziaria dei progetti di investimento e dei relativi flussi generati e assorbiti);
- 3) le “scelte di finanziamento”, volte a individuare le fonti di finanziamento per reperire le risorse necessarie a soddisfare il fabbisogno finanziario dell'impresa (gestione della struttura finanziaria e gestione del legame fra fabbisogni finanziari e risorse finanziarie interne ed esterne).

Accanto alle scelte di investimento e di finanziamento, la letteratura individua anche le scelte inerenti la politica dei dividendi che, comunque, hanno ad interesse principalmente le grandi imprese quotate piuttosto che le piccole e medie imprese.

Inoltre, si interessa dei rapporti di credito con la clientela (fissando i prezzi di vendita e i termini di pagamento da applicare), dei rapporti con i fornitori (fissando le condizioni di pagamento) e della gestione del patrimonio mobiliare e immobiliare dell'impresa.

Non ultimo, considerando come sia necessario creare valore e, allo stesso tempo, comunicare tale capacità agli *stakeholder*, si spiega il rilevante ruolo del manager finanziario quale interlocutore dell'impresa con azionisti e creditori. Spetta al manager finanziario illustrare, attraverso tutti gli strumenti di comunicazione più opportuni (per esempio, attraverso comunicati stampa), le motivazioni che presiedono i risultati raggiunti e la bontà delle scelte strategiche intraprese illustrando le ricadute finanziarie. Un'informazione qualitativamente elevata, non solo migliora l'immagine che gli *stakeholder* hanno dell'impresa, ma incide direttamente sui suoi *asset* intangibili e contribuisce a creare valore. Comunicando al mercato la bontà del business, sarà più semplice per l'impresa rivolgersi agli investitori per ottenere risorse finanziarie.

La corretta formulazione delle suddette decisioni richiede la disponibilità di una serie di strumenti informativi fondamentali. A tale riguardo il manager finanziario utilizza gli strumenti di "analisi e pianificazione finanziaria". Il bilancio d'esercizio è il punto di partenza del processo di studi atto a valutare lo stato di salute dell'impresa dal punto di vista economico, patrimoniale e finanziario, oltre che la capacità dell'impresa di realizzare obiettivi strategici nel medio/lungo termine, attraverso la valutazione di alternative di investimento e di finanziamento. In particolare, la figura 1.3 illustra come il bilancio viene letto in un'ottica finanziaria.

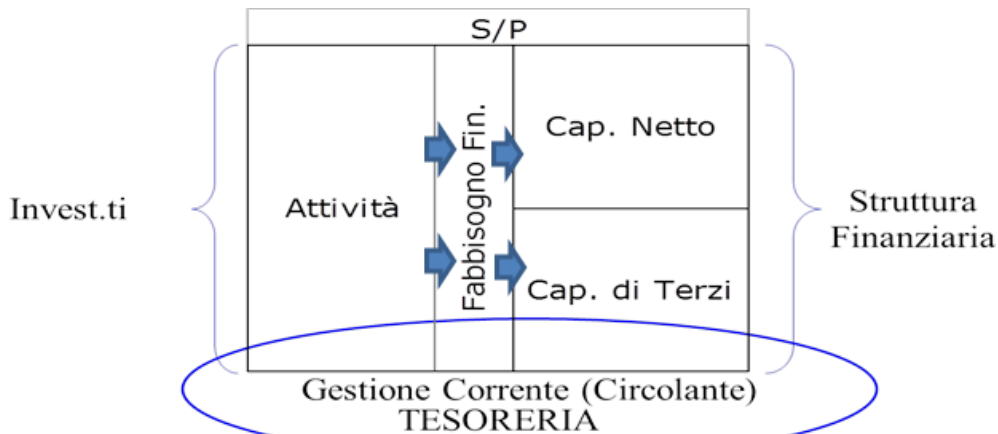


Fig.1.3 – Lettura in chiave finanziaria del bilancio

La parte sinistra del bilancio indica gli impieghi di fondi utilizzati, ossia gli investimenti realizzati dall'impresa, per esempio, in impianti e macchinari, oppure investimenti in capitale circolante (scorte oppure crediti verso clienti). Da tali investimenti sorge un fabbisogno finanziario da soddisfare e la necessità di individuare le fonti di finanziamento, che trovano riscontro nella parte destra del bilancio, ossia le risorse finanziarie di cui l'impresa si è approvvigionata per realizzare gli investimenti. Proprio

la parte destra viene chiamata “struttura finanziaria” che rappresenta la combinazione (il *mix*) debito/*equity* con cui l’impresa viene finanziata.

Avendo la figura 1.3 in mente, nel seguito del capitolo vengono approfondite le principali attività gestite dal manager finanziario, riguardanti: 1) l’analisi e la pianificazione finanziaria; 2) le scelte di investimento; 3) le scelte di finanziamento.

1.2 Strumenti a supporto della gestione dei processi finanziari

Il manager finanziario offre un supporto fondamentale ai principali processi aziendali al fine di verificarne l’efficacia e l’efficienza, suggerendo eventuali interventi volti a migliorare il loro contributo nella creazione di valore. Infatti, attivando e gestendo i processi finanziari il CFO supporta la gestione aziendale apprezzando la bontà e i risultati economico-finanziari di tutti i processi aziendali complessivamente considerati, in modo da verificare se aggiungono valore all’impresa. A tal fine è necessario poter misurare le prestazioni dei processi aziendali attraverso uno specifico schema metodologico e l’utilizzo, in combinazione, di molteplici strumenti di analisi.

La prima area decisionale di competenza del manager finanziario riguarda la gestione corrente, ossia le decisioni inerenti tutte quelle problematiche connesse al governo dei flussi monetari, che si traducono nella gestione del ciclo del circolante (politiche di credito alla clientela, gestione dei fornitori, gestione delle scorte) e nella gestione della liquidità (gestione della tesoreria). Affinché un’impresa possa garantire un miglior grado di efficienza nei processi di gestione delle risorse finanziarie, supportando la competitività dell’impresa, è fondamentale che i processi finanziari siano supportati da una sistematica attività di pianificazione e da un efficiente sistema informativo d’impresa.

Il sistema informativo rappresenta un supporto di notevole importanza nella struttura organizzativa dell’impresa e, quindi, nel processo di programmazione e di pianificazione strategica finalizzato alla realizzazione degli obiettivi dell’impresa. Le informazioni riguardanti i fatti interni ed esterni di gestione, sono sintetizzabili in un documento di derivazione contabile dalla grande valenza informativa: il Bilancio d’Esercizio, costituito da Stato Patrimoniale, Conto Economico e Nota Integrativa. Tale documento rappresenta uno strumento informativo nei confronti sia di attori interni all’impresa (management, azionisti e dipendenti) che di *stakeholder* esterni (fornitori, finanziatori, clienti, concorrenti, istituzioni pubbliche).

Il manager finanziario, dovendo interpretare le dinamiche gestionali per esprimere valutazioni e fornire indicazioni, manifesta l’esigenza di cogliere informazioni contenute negli schemi civilistici nella maniera più opportuna, anche e soprattutto attraverso metodologie finanziarie basate sulla riclassificazione dei prospetti contabili. Il bilancio rappresenta il punto di partenza dell’analisi finanziaria che, come evidenziato in figura

1.4, cerca di cogliere le informazioni rilevanti di gestione dal bilancio al fine di operare opportune scelte.

Obiettivo: Saper leggere e interpretare la gestione aziendale attraverso il bilancio, quale punto di partenza dei processi di analisi finanziaria.

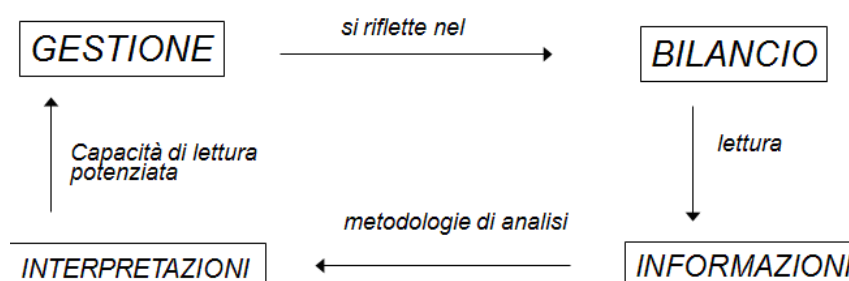


Figura 1.4 – Punto di partenza dei processi di analisi finanziaria

Il manager finanziario è interessato a saper cogliere dal bilancio tutte quelle informazioni inerenti la gestione dell'impresa e la capacità di poter creare valore sia in termini di *asset in place* che, in prospettiva futura, in termini di *growth opportunity*. Pertanto, il responsabile finanziario deve verificare costantemente se l'impresa salvaguarda gli equilibri gestionali modo da essere pronta in futuro a poter cogliere progetti di sviluppo profittevoli che, altrimenti, potrebbe non poter intraprendere.

Il bilancio d'esercizio costituisce un importante strumento informativo, tuttavia, da una parte i valori di sintesi in esso espressi sono gli input di base dell'analisi economico-finanziaria d'impresa, dall'altra il bilancio è un documento statico che rappresenta una realtà contingente, ma senza respiro dinamico. Da qui l'esigenza di sfruttare le informazioni contenute negli schemi civilistici del bilancio adottando criteri di riclassificazione allineati alle esigenze del manager finanziario. Il bilancio d'esercizio, dunque, così come pubblicato presenta forti limitazione nell'utilizzo diretto per l'analisi gestionale dell'impresa e, dovendo effettuare il passaggio da un sistema di valori orientato alla resa dei conti a un sistema di valori orientato all'analisi economico-finanziaria, è necessario procedere alla citata riclassificazione di bilancio. Infatti, la normativa in tema di informazione societaria propone schemi che, sebbene ricchi di informazioni, si fondano su criteri di classificazione diversi da quelli propri del manager finanziario, indispensabili per condurre un'analisi dinamica della gestione.

In particolare, l'analisi di bilancio rappresenta una metodologia di indagine volta a facilitare la comprensione delle informazioni offerte dai documenti contabili. Al riguardo, la figura 1.5 schematizza il processo metodologico d'analisi che caratterizza l'attività del manager finanziario.



Figura 1.5 -Schema metodologico che segue il manager finanziario per poter attivare gli opportuni processi finanziari

Il punto di partenza dell'analisi finanziaria, dopo averne verificato l'affidabilità, è il bilancio, ma esso deve essere "corretto" in modo tale da fornire un'immediata lettura e interpretazione degli andamenti passati e, soprattutto, per ricostruire l'insieme dei flussi finanziari generati/assorbiti dall'impresa. La prima fase comporta la riclassificazione del bilancio a secondo degli obiettivi conoscitivi fissati.

Il Conto Economico può essere riclassificato in base: 1) al criterio del costo del venduto (chiamato anche COGS, *Cost of Good Sold*), se si intendono identificare i risultati economici per le molteplici aree aziendali, *in primis* per quella caratteristica; 2) al criterio del Valore Aggiunto, se si intendono ottenere informazioni di natura strategica sul livello di integrazione verticale e sulla complessità del processo produttivo dell'impresa; 3) al criterio del Margine di Contribuzione, se si vogliono approfondire incidenza ed efficienza nei costi aziendali.

Lo Stato Patrimoniale può essere riclassificato in base: 1) al criterio della liquidità/esigibilità, che informa sulla solvibilità aziendale; 2) al criterio della pertinenza gestionale, che organizza gli *asset* aziendali in base alla pertinenza alle varie aree gestionali dell'impresa, in particolar modo con riferimento a quella caratteristica e finanziaria.

La riclassificazione consente di realizzare l'analisi per indici, in grado di fornire importanti informazioni sullo stato di salute finanziario dell'impresa, oltre che sulle sue performance. Tuttavia, è l'analisi dinamica e l'analisi prospettica a cui i manager finanziari dedicano maggiore attenzione. La prima indaga la dinamica finanziaria che ha causato l'assorbimento e la generazione di flussi di cassa, realizzata attraverso il prospetto chiamato Rendiconto Finanziario. La seconda proietta l'analisi per indici e, soprattutto, l'analisi dinamica su proiezioni future di bilancio. Infatti, le analisi economico-finanziarie trovano un potente strumento di supporto nelle analisi per indici e per flussi (analisi dinamica) e, possono essere condotte su dati passati e prospettici, con lo scopo in un caso, di dare un giudizio di merito sulla gestione passata e, nell'altro, di fornire indicazioni utili in sede di pianificazione. Al riguardo, è fondamentale non circoscrivere l'analisi alla sola

impresa oggetto di studio in un dato anno, ma è necessario effettuare confronti nel tempo e con altre imprese del settore, soprattutto con i *competitor*, in riferimento agli indicatori e alle grandezze di maggiore interesse.

I processi attivati dall'analisi finanziaria d'impresa permettono di: 1) comprendere i fenomeni gestionali che hanno dato luogo ai valori contabili; 2) apprezzare lo stato di salute dell'impresa; 3) evidenziare la dinamica finanziaria della gestione. In particolare, il manager finanziario è interessato a verificare la capacità dell'impresa di soddisfare tutti i pagamenti e le passività, tenendo sotto controllo i flussi finanziari generati o assorbiti della gestione caratteristica e il loro effetto sulle scelte di finanziamento. Un ruolo importante riveste la valutazione della bontà della gestione caratteristica o corrente, ossia del *core business* dell'impresa. Il fabbisogno finanziario della gestione corrente dipende, in primo luogo, dal ciclo di formazione dei costi e ricavi operativi. Infatti, come evidenziato in figura 1.6, lo sfasamento tra momento economico (ciclo acquisto-trasformazione-vendita) e monetario, come la presenza di debiti verso fornitori a seguito del sorgere di costi e di crediti verso clienti a seguito di ricavi, fa sì che il totale dei costi corrisponda al totale delle uscite e il totale dei ricavi a quello delle entrate solo nel lungo termine.

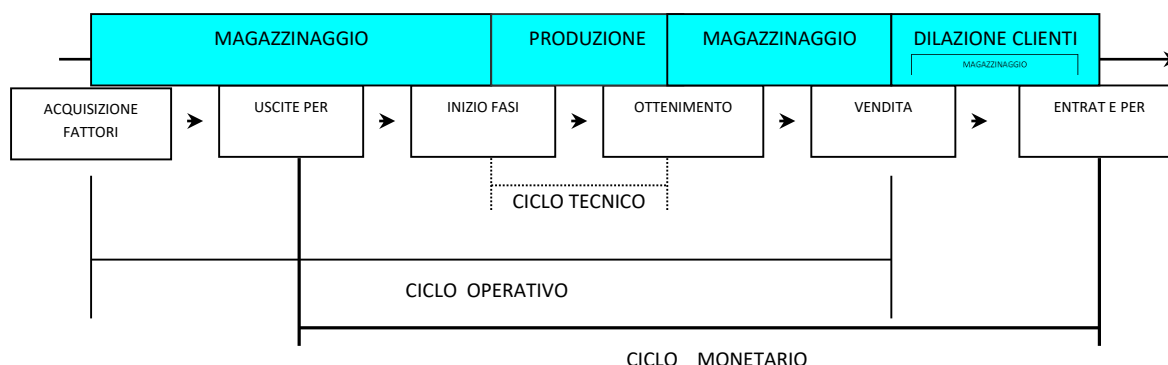


Figura 1.6 - Rappresentazione del ciclo operativo

All'inizio l'impresa acquista dai propri fornitori materie prime, che possono giacere in magazzino per qualche tempo prima di essere lavorate/trasformate in prodotti finiti. Tipicamente le imprese acquistano materie prime o merci a credito, quindi non devono pagare immediatamente al momento dell'acquisto. Quando i prodotti finiti vengono venduti, spesso l'incasso non è immediato e si crea un credito. Il ciclo monetario è il tempo intercorre tra la prima operazione monetaria, pagamento del fornitore, e l'ultima a conclusione del ciclo, incasso del credito. Il ciclo operativo, invece, è determinato dalla permanenza delle materie prime in magazzino, dal tempo impiegato per la trasformazione delle stesse in prodotto finito e dalla permanenza in magazzino del prodotto finito prima della vendita. Il ciclo operativo porta l'impresa a realizzare dapprima un investimento in scorte (dal momento dell'acquisto dei materiali, al momento della vendita del prodotto al

cliente) e, successivamente, un investimento in crediti (dal momento della vendita del prodotto finito alla fase di riscossione del credito da parte del cliente). Pertanto, il ciclo produttivo crea un investimento che fa sorgere un fabbisogno finanziario coperto solo parzialmente dai debiti verso fornitori, deve ricevere il supporto finanziario dell'impresa. Tale problematica, relativa allo sfasamento temporale che molto spesso intercorre tra ciclo operativo e ciclo monetario (chiamata ciclo del circolante), rappresenta la cosiddetta gestione del ciclo del circolante.

Il manager finanziario deve saper gestire il circolante dell'impresa, in quanto da esso dipende la capacità del *core business* di autosostenere il ciclo acquisto-trasformazione-vendita salvaguardando l'equilibrio finanziario. A tal fine una grandezza fondamentale da tenere sotto controllo è il Capitale Circolante Netto Commerciale (CCNC), che rappresenta l'investimento effettuato nella gestione caratteristica o corrente. Si tratta di quella parte del capitale funzionale ai processi di acquisto-trasformazione-vendita che, come tale, è modificabile sulla base delle scelte inerenti la quotidiana attività dell'imprenditore. Per il calcolo del CCNC, grandezza ottenuta riclassificando lo Stato Patrimoniale attraverso il criterio della pertinenza gestionale, si considerano le attività e le passività caratteristiche o correnti; dove l'aggettivo "corrente" non significa "a breve". Infatti, non è riferito alla dimensione temporale delle poste, ma al loro collegamento con le tre tipiche fasi del ciclo caratteristico della gestione industriale.

Il criterio della pertinenza gestionale è un criterio di riclassificazione dello Stato Patrimoniale che separa voci afferenti le decisioni operativo-industriali rispetto a voci inerenti decisioni finanziarie.

In particolare, il CCNC è ottenuto quale differenza tra le attività e le passività di natura corrente (non di breve termine), come di seguito espresso, considerando le principali voci che caratterizzano la gestione caratteristica, ossia dalla somma dei "crediti verso clienti" più "scorte" al netto dei "debiti verso fornitori".

$$\text{CCNC} = \text{crediti verso clienti} + \text{scorte} - \text{debiti verso fornitori}$$

In realtà, approfondendo tale argomento di analisi finanziaria si noterà la necessità di considerare anche altre poste di bilancio come facenti parte del CCNC, voci che devono essere strettamente collegate al ciclo di acquisto, trasformazione e vendita attraverso il quale l'impresa industriale svolge l'attività prevista dal proprio *core business*.

Il CCNC rappresenta l'investimento effettuato nella gestione corrente, ossia l'investimento netto richiesto dallo svolgimento della gestione operativa e corrente. Si tratta di impieghi che si rinnovano continuamente con il susseguirsi dei cicli produttivi (acquisto-trasformazione e vendita). Proprio il CCNC fornisce informazioni molto preziose in grado di misurare le risorse finanziarie generate/assorbite dal *core business*. È, infatti, un investimento (finanziamento), privo di rendimento (costo) esplicito, generato (assorbito) dalla gestione caratteristica. Potrebbe anche essere definito come l'insieme delle uscite monetarie conseguenti all'esercizio dell'attività caratteristica, che

non hanno ancora trovato compensazione in entrate monetarie, sempre relative alla medesima gestione.

Da un punto di vista metodologico, per il manager finanziario è importante verificare *in primis* se il CCNC è positivo oppure negativo, ma ancor di più monitorarne l'andamento nel corso del tempo.

Se di segno positivo (attività correnti > passività correnti), può essere considerato alla stregua di un investimento, ma non garantisce alcun rendimento esplicito. Al contrario, se di segno negativo (attività correnti < passività correnti), è assimilabile a un finanziamento, e in questo caso le sue forme di copertura non sono esplicitamente onerose, ossia il ciclo operativo non solo si autofinanzia ma riesce anche da generare risorse finanziarie. Pertanto, se di segno positivo evidenzia un fabbisogno finanziario, mentre se di segno negativo evidenzia la disponibilità di risorse finanziarie collegate al ciclo continuativo di operazioni di acquisto-trasformazione e vendita.

Il ruolo del CCNC quale grandezza in grado di segnalare un assorbimento oppure una generazione di risorse finanziarie derivante dalla gestione operativa e caratteristica, ossia dal ciclo acquisto, trasformazione e vendita, deve essere apprezzato non tanto osservando il valore in *stock* che si rileva al termine di un esercizio. Le imprese industriali, che tipicamente hanno un CCNC positivo, non devono per questo preoccuparsi, in quanto è la natura del loro *core business* che le porta ad avere un CCNC positivo. Bisognerebbe, invece, con attenzione tenere sotto controllo la dinamica del CCNC da un anno all'altro. Infatti, un aumento oppure una riduzione del CCNC da un esercizio all'altro determina un assorbimento oppure una generazione di risorse finanziarie. In tale ottica, come evidenziato in figura 1.7, il CCNC può essere considerato in analogia ad una "spugna", nel senso che nel momento in cui si allarga, espandendosi, assorbe risorse finanziarie mentre, nel momento in cui si riduce genera risorse, disponibili per l'impresa.

Di conseguenza, un incremento del CCNC causa un "assorbimento" di risorse al pari di qualsiasi investimento; viceversa, una diminuzione di CCNC, come qualsiasi disinvestimento, "libera" risorse finanziarie. Da ciò emerge come la gestione del capitale circolante costituisca un'area di possibile generazione o assorbimento di risorse finanziarie, che influisce sul valore dell'impresa. La dinamica del capitale circolante è una delle determinanti essenziali della capacità di autofinanziamento dell'impresa. Una contrazione del capitale circolante libera, infatti, risorse da destinare a investimenti alternativi oppure alla remunerazione degli azionisti mentre, al contrario, un aumento del capitale circolante assorbe risorse e può contribuire ad appesantire la struttura finanziaria dell'impresa.

La comprensione del CCNC è funzionale all'analisi della dinamica dei flussi finanziari, in quanto la variazione del CCNC rappresenta una voce importante nel calcolo del flusso di cassa generato dalla gestione caratteristica.

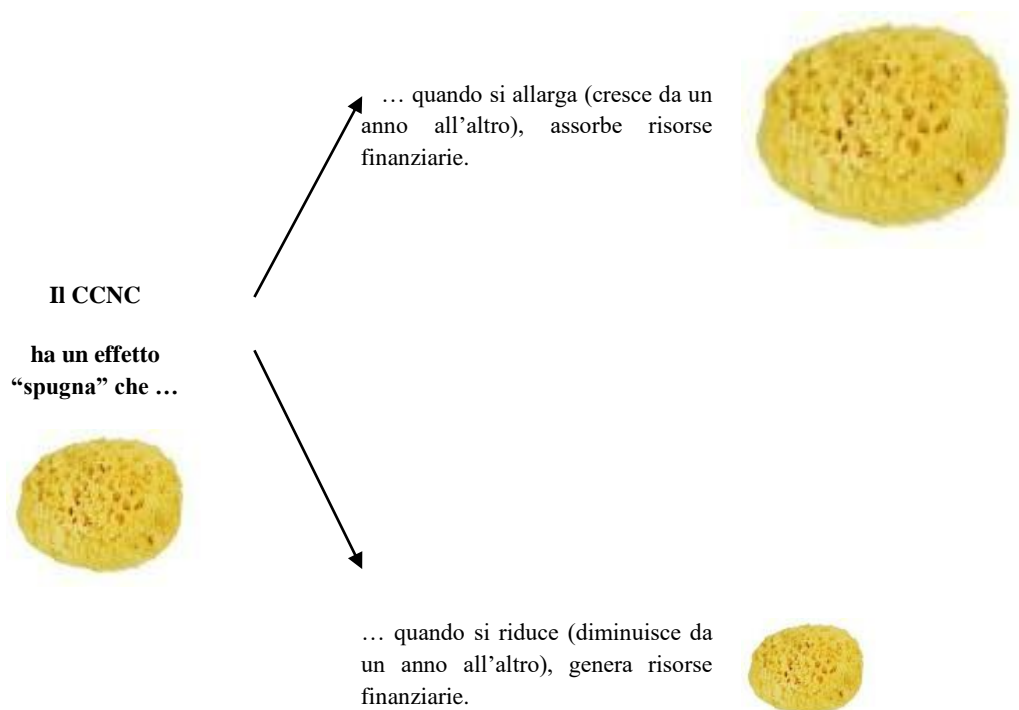


Figura 1.7 – Ruolo del CCNC quale “spugna”

Si tratta di una grandezza il cui valore è connesso al momento del pagamento delle fatture ai fornitori e a quello in cui si riscuote il credito dal cliente. Pertanto, è un valore che dipende dalle condizioni di riscossione dai clienti e di pagamento ai fornitori: condizioni più favorevoli per l'impresa (incassi più veloci rispetto ai pagamenti) contribuiscono a limitare il fabbisogno di circolante. L'investimento complessivo in capitale circolante commerciale sarà, quindi, più o meno ampio in funzione dei tempi medi di incasso e pagamento oltre che dei tempi tecnici di trasformazione delle materie prime in prodotti finiti. La correlazione tra scadenze di incasso e di pagamento è fondamentale per valutare quante risorse liquide saranno necessarie per pagare i fornitori a un dato momento, o quale surplus di cassa potrebbe essere a disposizione per avere incassato i crediti verso clienti. La dinamica delle dilazioni di incasso e pagamento connesse alle operazioni di gestione, e quindi la dinamica del CCNC, fa emergere il manifestarsi di un fabbisogno finanziario legato al ciclo operativo. La programmazione della correlazione tra incassi e pagamenti ha l'obiettivo di consentire all'impresa di essere solvibile nel breve periodo e di contenere il ricorso agli istituti di credito per ottenere liquidità. La dinamica del CCNC è strettamente connessa alla struttura finanziaria dell'impresa. Infatti, l'investimento netto nella gestione corrente dovrà essere finanziaria attraverso le fonti presenti nella parte destra del bilancio, tipicamente ricorrendo al debito finanziario. La possibilità di ottenere dagli istituti bancari linee di credito per poter soddisfare i fabbisogni di cassa tipici del ciclo del circolante è influenzata dalla situazione finanziaria dell'impresa nel suo complesso, dalla fiducia delle banche in relazione alle competenze del management e all'immagine che l'impresa si è costruita sul mercato, dalla redditività e dalla solidità

percepita dall'ambiente esterno. Il monitoraggio della dinamica del fabbisogno finanziario del capitale circolante è un elemento critico che, insieme agli altri impieghi che formano il ventaglio del fabbisogno complessivo, aiuta a quantificare con maggiore precisione il volume dei finanziamenti di cui l'impresa necessita per evitare che la stessa non abbia la congrua copertura. Spesso, la crescita incontrollata del CCNC comporta parimenti una crescita dei debiti finanziari, che potrebbero condurre l'impresa a situazioni di dissesto e addirittura fallimento. Pertanto, la dinamica nel tempo del CCNC deve essere verificata in parallelo con l'andamento dell'indice di indebitamento (*leverage*), calcolato rapportando i soli debiti finanziari, esplicitamente onerosi (ad esempio debiti bancari e obbligazionari) alla somma dei debiti finanziari più l'*equity* (capitale proprio).

$$\text{Leverage} = \text{debiti finanziari} / (\text{debiti finanziari} + \text{equity})$$

Si tratta di un indicatore che rileva il grado di dipendenza dell'impresa dal capitale di terzi, fornendo una prima indicazione sulla rischiosità aziendale.

Il settore di appartenenza svolge un ruolo rilevante nella tipologia e nella dimensione del CCNC; è, infatti, differente il CCNC di un'impresa di servizi rispetto a quella di un'impresa del settore manifatturiero. Un supermercato, così come un'impresa di assicurazioni, ha tipicamente un CCNC negativo, mentre un'impresa industriale ha tipicamente un CCNC positivo.

Oltre a osservarne la dimensione, è necessario tenere sotto controllo l'andamento di tale grandezza, ossia bisogna evitare una crescita continua di anno in anno del CCNC che porterebbe a un costante assorbimento di risorse finanziarie.

Nel tempo, e soprattutto per le Piccole e Medie Imprese, la gestione del CCNC ha assunto una rilevanza crescente.

Per esempio, Bonacchi et al. (2007) rilevano un peso del CCNC nelle PMI italiane pari al 78% del capitale investito nell'area operativa della gestione. I due terzi del fabbisogno finanziario sono costituiti dai capitali necessari per concedere le dilazioni ai clienti e per trasformare la materia prima in prodotto finito, il tutto al netto delle dilazioni concesse dai fornitori.

La criticità del reperimento di risorse finanziarie nel mercato dei capitali e la crescita della competizione hanno spinto le imprese a ricercare maggiore flessibilità e vantaggi differenziali significativi, dedicando crescente attenzione alla dinamica del circolante. Gli investimenti connessi all'attività gestionale corrente, come quelli in scorte e crediti, sono diventati la tipologia più importante in molte imprese, non solo per il peso che hanno raggiunto, ma anche, in chiave strategica, per i vantaggi competitivi che essi, se ben gestiti, hanno permesso di conseguire. Questo ha portato alla definizione della "gestione del circolante", intendendo le strategie, i processi e le scelte attinenti al governo della variabile CCNC.

La definizione del CCNC è molto diversa, sia concettualmente che numericamente, da quella ricavabile mediante il criterio di riclassificazione finanziario o della liquidità/esigibilità, ossia un criterio basato sul periodo entro il quale un valore di bilancio

si tradurrà in una entrata oppure in una uscita monetaria. Se si adotta tale riclassificazione il capitale circolante indica una proporzionalità/sproporzionalità tra la struttura dell'attivo e quella del passivo e, dunque, verifica l'esistenza di un equilibrio finanziario di breve termine. In tal caso si parla di Capitale Circolante Netto Finanziario (CCNF), calcolato nel modo seguente.

$$\text{CCNF} = \text{Attività a breve} - \text{Passività a breve}$$

Analizzare il capitale circolante netto finanziario consente di fare considerazioni circa il grado di solvibilità dell'impresa nel breve termine, ovvero verificare se gli investimenti in capitale circolante, la cui durata si esaurisce nel breve termine, sono coperti da fonti di finanziamento aventi la medesima durata. Il vero ruolo del capitale circolante netto finanziario è quello di essere un «capitale cuscinetto» in quanto si pone nel mezzo tra gli investimenti ed i finanziamenti in capitale fisso e gli investimenti ed i finanziamenti in capitale circolante. Il valore che può derivare dall'analisi del capitale circolante netto finanziario può essere minore, uguale o maggiore di zero. Un valore negativo è sintomatico di un equilibrio non più rispettato e, quindi, le fonti di finanziamento a breve non sono più coperte nei tempi previsti dalle entrate a breve; in altri termini, la gestione corrente è in affanno.

1.3. Scelte di investimento

Il ruolo del manager finanziario nelle scelte di investimento riguarda la necessità di abbandonare le c.d. “regole del pollice” nell'intraprendere un nuovo progetto, che da un punto di vista descrittivo potrebbe sembrare interessante, ma da un punto di vista quantitativo potrebbe rivelarsi non profittevole. A volte il direttore generale oppure l'imprenditore potrebbe essere talmente coinvolto in un nuovo progetto da perdere l'oggettività decisionale che, al contrario, è fornita da analisi numeriche.

Un investimento, rappresentabile graficamente come in figura 1.8, può essere definito genericamente come un impiego di risorse finanziarie, oppure in maniera analitica come un trasferimento di risorse finanziarie nel tempo, caratterizzato da un esborso iniziale di risorse monetarie al quale normalmente conseguono dei flussi monetari in entrata.

Le scelte di investimento possono essere in alcuni casi obbligatorie per legge, ad esempio per adeguamento a norme anti-inquinamento a tutela dell'ambiente, ma nella maggior parte dei casi si tratta di scelte lasciate alla discrezionalità manageriale che, però, deve essere supportato da strumenti e tecniche di valutazione.

È un'operazione che si caratterizza per:

1) l'irreversibilità, in quanto si tratta di decisioni immodificabili, se non sostenendo alti costi, nel breve termine;

- 2) un ampio *timing* dell'operazione, con flussi di cassa che si manifestano in differenti momenti temporali;
- 3) l'incertezza, in quanto un'uscita di cassa iniziale certa darà luogo a future entrate di cassa per natura incerte, la cui bontà deve essere apprezzata confrontando i benefici attesi rispetto ai costi da sostenere.

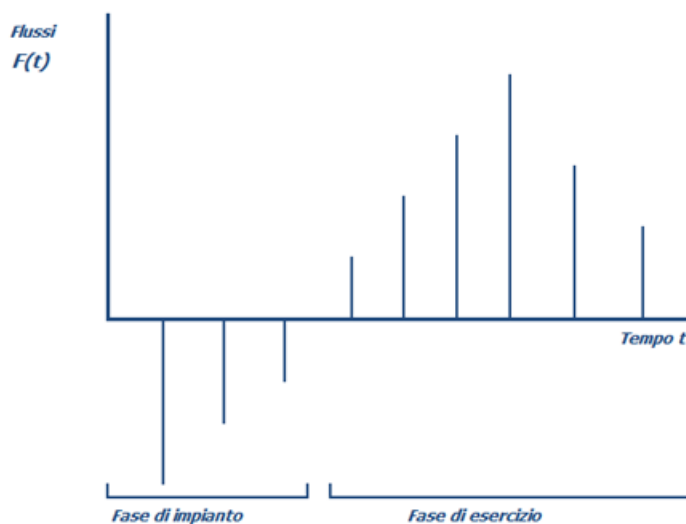


Figura 1.8 – Definizione di investimento in ottica finanziaria

Gli investimenti possono distinguersi a seconda dell'oggetto; si tratta di investimenti materiali, se hanno ad oggetto, per esempio, l'acquisto di un nuovo macchinario, oppure immateriali, se riguardano l'accrescimento delle risorse intangibili, per esempio, l'organizzazione di corsi di formazione per il personale. In generale, si hanno anche investimenti in scorte di magazzino, in crediti, in tesoreria e ancora investimenti in imprese avviate (acquisizioni oppure fusioni) oppure in pacchetti azionari di controllo. Si può parlare di investimenti tecnici, se riguardano l'area produzione, investimenti di marketing, se riguardano l'area commerciale e la distribuzione, e investimenti amministrativi. È ancora possibile distinguere investimenti di natura strategica o di espansione, che per esempio riguardano la possibilità di espandere la capacità produttiva dell'impresa, oppure investimenti operativi o di sostituzione, determinati dalla necessità di sostituire impianti e macchinari giunti al termine della loro durata fisica per acquisirne nuovi e tecnicamente più avanzati. A seconda di come tali progetti sono legati tra loro, gli investimenti possono essere progetti indipendenti gli uni dagli altri (la cui scelta e valutazione va fatta in maniera separata), progetti tra loro alternativi in

modo tale che l'uno escluda l'altro, oppure progetti complementari in cui l'uno è necessario per poter realizzare l'altro.

Per la sua valutazione occorre considerare sia l'aspetto finanziario che economico. Il primo apprezza la fattibilità finanziaria dell'investimento, ossia la compatibilità dei flussi dell'investimento che si intende realizzare, sia sotto l'aspetto dimensionale che temporale, con gli equilibri aziendali. In altri termini, intraprendere quel dato investimento non deve essere causa di possibili disequilibri e dissesto. L'analisi sotto il profilo economico richiede uno strumento in grado di un giudizio/valutazione sulla convenienza economico-finanziaria dell'investimento, che deve basarsi sui seguenti elementi: 1) i flussi di cassa connessi all'investimento. Bisogna determinare l'entità delle relative entrate e delle uscite di cassa, nonché la loro distribuzione nel tempo; si tratta di flussi di cassa incrementali/differenziali, ossia entrate e uscite legate allo specifico progetto di investimento e non all'intera impresa; 2) il valore finanziario del tempo, avendo presente un principio fondamentale che un euro oggi non ha lo stesso valore di un euro fra un anno; 3) il costo del capitale, che rappresenta il tasso di sconto nel processo di attualizzazione degli flussi di cassa futuri e, al contempo, riflette il tasso atteso di rendimento richiesto per soddisfare le attese dei propri finanziatori e un apprezzamento della rischiosità connessa all'investimento.

Il principale strumento di valutazione degli investimenti aziendali, che considera tutti e tre gli elementi precedentemente individuati, è il VAN (Valore Attuale Netto).

I flussi di cassa inerenti l'investimento sono determinati mediante la sommatoria delle entrate e delle uscite monetarie (flussi di cassa di segno positivo e negativo), verificatesi in un dato arco temporale, tipicamente l'esercizio, e generati grazie all'introduzione di tale nuovo macchinario o impianto nel sistema produttivo dell'impresa.

Dato che contabilmente non è possibile rilevare le entrate e le uscite di cassa strettamente afferenti tale operazione, i flussi di cassa rilevanti per la valutazione degli investimenti vengono determinati attraverso il seguente calcolo: Risultato Operativo (+) Ammortamenti (-) Imposte (+) Variazioni in diminuzione del CCNC oppure (-) Variazioni in aumento del CCNC. Inoltre, bisogna considerare l'investimento iniziale, con segno negativo, e l'eventuale entrata derivante dalla dismissione dell'*asset* alla fine della vita utile nell'impresa.

È fondamentale determinare i flussi di cassa strettamente afferenti l'investimento, ossia bisogna calcolare i c.d. flussi di cassa incrementali, nella maggior parte dei casi ottenuti quale differenza fra la determinazione dei flussi di cassa dell'impresa che implementa l'investimento meno (-) i flussi di cassa dell'impresa che non ha realizzato l'investimento. In tal modo si determinano i flussi di cassa addizionali che l'impresa è in grado di generare in più attraverso la realizzazione dell'investimento.

Inoltre, bisogna calcolare il valore attuale (VA), vale a dire attraverso il processo di attualizzazione convertire i flussi di cassa al tempo presente in flussi di cassa futuri, che verranno generati dall'investimento. I principi fondanti il concetto di valore attuale di una

somma di denaro disponibile in futuro sono: 1) un euro oggi vale di più di un euro domani; 2) un euro sicuro vale più di un euro rischioso.

Il VA si determina moltiplicando i flussi futuri per un fattore di sconto o di attualizzazione, che esprime il costo opportunità del progetto, vale a dire il rendimento di un investimento avente uguale profilo di rischio, ammontare e distribuzione dei flussi. Quindi, esprime il guadagno cui si rinuncia investendo in una certa attività finanziaria caratterizzata da analogo grado di incertezza. L'utilizzo del costo del capitale rappresenta il migliore tasso di sconto utilizzabile, dato che permette un apprezzamento della rischiosità del progetto.

Le scelte di investimento, riguardando situazioni future, implicano "incertezza" ossia un certo grado di "rischio" che viene misurato attraverso modelli di *pricing* come il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) riconducibili ad un approccio statistico; la presenza del rischio implica comunque la probabilità che si realizzi uno tra più risultati possibili con una certa variabilità. L'applicazione di modelli di *pricing* come il CAPM permette di calcolare il costo del capitale.

Pertanto, per una distribuzione dei flussi di cassa il valore attuale è:

$$VA = \sum_{t=1}^n \left(\frac{F_t}{(1+k)^t} \right)$$

in cui F_t rappresentano i flussi di cassa nei vari periodi, n rappresenta il numero di periodi nei quali i flussi sono prodotti, $1/(1+k)^t$ è il fattore di attualizzazione che converte i flussi futuri in flussi presenti consentendone il confronto al fine di effettuare un'analisi di convenienza, k è il tasso di attualizzazione che, nel caso di investimenti di impresa rappresenta il costo del capitale.

Per esempio, il valore attuale (VA), ossia il valore oggi, di un flusso di cassa di 121 mln€, percepito fra due anni, dato il costo del capitale del 10% è pari a 100 mln€, ossia $121 / (1 + 0.10)^2$; quindi, 121 mln€ percepiti fra due anni equivalgono a 100mln€ a disposizione oggi.

Dopo aver attualizzato i flussi di cassa futuri al periodo t_0 è possibile confrontarli con l'esborso iniziale applicando, pertanto, la seguente formula per il calcolo del VAN:

$$VAN = -I_0 + \sum_{t=1}^n \left(\frac{F_t}{(1+k)^t} \right)$$

in cui I_0 rappresenta l'investimento iniziale. In maniera analitica, immaginando un progetto avente sei flussi di cassa in entrata ed uno solo in uscita, la formulazione del suo VAN è la seguente:

$$VAN = \frac{F_1}{(1+k)} + \frac{F_2}{(1+k)^2} + \frac{F_3}{(1+k)^3} + \frac{F_4}{(1+k)^4} + \frac{F_5}{(1+k)^5} + \frac{F_6}{(1+k)^6} - I_0$$

Il risultato derivante dall'applicazione di tale calcolo permette di individuare la regola decisionale che consente di valutare se l'investimento è profittevole, e aggiunge valore all'impresa, oppure se l'investimento distrugge valore. Se il VAN risulta positivo (maggiore di zero), ossia se le entrate attualizzate sono maggiori delle uscite attualizzate, esiste convenienza economico-finanziaria a realizzare l'investimento e il nuovo progetto deve essere intrapreso. Al contrario, se il VAN è negativo (minore di zero) il progetto d'investimento deve essere rifiutato e non intrapreso.

Esempio di applicazione del VAN. Un'impresa deve realizzare un investimento inerente l'acquisto di un nuovo macchinario che richiede un esborso iniziale pari a 100 mln€ in grado di generare i seguenti flussi di cassa incrementali (mln€).

Anni	1	2	3	4	5
Flussi di Cassa	10	20	30	40	50

Dato il costo opportunità del capitale dell'impresa pari al 10% determinare l'accettabilità dell'investimento.

L'applicazione del VAN permette di risolvere il problema.

$$VAN = -100 + \frac{10}{1+10\%} + \frac{20}{(1+10\%)^2} + \frac{30}{(1+10\%)^3} + \frac{40}{(1+10\%)^4} + \frac{50}{(1+10\%)^5} = 6,53 \text{ mln€}$$

Pertanto, dato che il VAN è positivo è opportuno accettare il progetto d'investimento in quanto in grado di creare valore per circa 6 mln e mezzo di €.

Il VAN rappresenta l'incremento di valore che arricchisce l'impresa se si accetta e si implementa un dato investimento, infatti consente un migliore apprezzamento della ricchezza incrementale generata da un progetto, in sintonia con la teoria del valore. Presenta il pregio di:

- 1) quantificare il contributo dell'investimento all'incremento del valore;
- 2) soddisfare, con $VAN > 0$, le attese minime facendo emergere una remunerazione incrementale.

1.4 Scelte di finanziamento

Il manager finanziario, oltre a occuparsi delle scelte di investimento, allocando in modo opportuno le risorse finanziarie disponibili, attua le politiche di finanziamento, interagendo con il sistema finanziario, esterno all'impresa, e determinando la composizione delle relative fonti di capitale. Ne deriva che la dimensione patrimoniale della struttura operativa dell'impresa, su cui si basa la *core business* e che permette di

attivare il ciclo acquisto-trasformazione-vendita, è il risultato di tali decisioni di finanziamento.

L'impresa ha bisogno di risorse finanziarie per realizzare i propri investimenti e coprire il fabbisogno finanziario del capitale fisso, per acquisire le immobilizzazioni, utilizzabili per supportare il ciclo acquisto-trasformazione-vendite, che non potrebbe attivarsi senza macchinari per la trasformazione di risorse in input in prodotti finiti, e del capitale circolante, per sostenere direttamente il ciclo acquisto-trasformazione-vendite.

In base allo stadio del ciclo di vita dell'impresa, il fabbisogno finanziario sarà differente. Nella fase di costituzione di un'impresa occorre definire il fabbisogno per creare l'intera struttura e fronteggiare le esigenze di finanziamento dell'avviamento. Nella fase di funzionamento occorre individuare il fabbisogno finanziario differenziale del progetto di investimento e soddisfare le ulteriori esigenze poste dall'esercizio.

Le risorse finanziarie possono pervenire all'impresa da diverse fonti e possono essere vincolate a essa in forme molto varie, riconducibili alle categorie del "capitale di credito" e del "capitale proprio" (*equity*). Inoltre, è possibile distinguere fra fonti di finanziamento "esterne" e fonti di finanziamento "interne". Le prime fanno riferimento a risorse finanziarie che entrano nell'impresa a titolo di debito oppure di capitale azionario, ossia attraverso l'apporto di creditori finanziari, per esempio banche oppure obbligazionisti, oppure azionisti. Invece, le fonti interne riguardano le risorse finanziarie autogenerate dall'impresa attraverso il ciclo operativo tipico, acquisto-trasformazione-vendita che, piuttosto che essere distribuite agli azionisti, rimangono disponibili nell'impresa.

Il debito è sia capitale di terzi che finanziamento esterno. Nell'*equity* è possibile distinguere il capitale sociale apportato dagli azionisti come risorse finanziarie esterne e l'autofinanziamento come risorse finanziarie interne, in quanto autoprodotta attraverso il ciclo operativo.

Il capitale proprio rappresenta una forma di finanziamento a lungo termine perché tali risorse sono destinate a permanere durevolmente nell'impresa, non origina componenti negativi di reddito, nessuna priorità in caso di liquidazione, prevede discrezionalità nella remunerazione periodica, non prevede scadenze di rimborso né pagamenti di interessi a prescindere dal buon andamento dell'impresa; il disinvestimento avviene di norma con cessione al mercato o a terzi. Può assumere la forma di aumento del capitale sociale, partecipazione da parte di un *venture capitalist*, accesso al mercato mobiliare. Rientra come quota ideale del capitale proprio l'autofinanziamento, risorse finanziarie derivanti dalla gestione stessa dell'impresa in virtù del conseguimento di utili netti d'esercizio e del loro mancato prelevamento, rappresentando la capacità dell'impresa di coprire in modo autonomo parte del proprio fabbisogno finanziario. Il debito prevede l'obbligo di pagamento periodico degli interessi, scadenze prefissate nei pagamenti e priorità di rimborso in caso di liquidazione dell'impresa. In base alla durata, si distinguono finanziamenti a breve termine (durata 12 – 18 mesi), a medio termine (da 18 a 60 mesi), a lungo termine (oltre 60 mesi). Il capitale di debito consente di: 1) sfruttare

il beneficio fiscale permettendo la deducibilità fiscale degli oneri finanziari pagati; 2) disciplinare il comportamento del management nella politica di investimento dell'impresa, riducendo la propensione a utilizzare impropriamente i flussi di cassa; 3) minimizzare i costi associati alle asimmetrie informative con gli *stakeholder*. Il *mutuo* è un prestito a m/l termine erogato da un intermediario finanziario in un'unica soluzione, mentre il mutuatario (l'impresa) è obbligato a corrispondere dei versamenti periodici (rate) secondo un piano di ammortamento definito alla stipulazione del contratto. La garanzia è costituita da ipoteca sui fabbricati o privilegio sui macchinari oggetto del prestito. Il *prestito obbligazionario* è un finanziamento che prevede l'emissione di obbligazioni, titoli a reddito fisso o variabili, di vario tipo: ordinarie, convertibili, con warrant (danno ai possessori il diritto di sottoscrivere una certa quantità di azioni, a determinate condizioni, entro un periodo di tempo prefissato).

Le scelte relative alle fonti di finanziamento sono influenzate da: 1) obiettivi di controllo, in quanto il debito obbliga il management a regole stringenti, ossia il pagamento alla scadenza degli interessi, mentre l'*equity*, chiamato capitale "paziente", fornisce maggiore discrezionalità e libertà di manovra ai manager; 2) costi delle fonti, considerando che il rendimento richiesto dai creditori è inferiore rispetto a quello richiesto dagli azionisti; 3) obblighi contrattuali, più stringenti nel caso del debito; 4) comparazione con la tipologia di investimenti da realizzare, evidenziando l'opportunità di usare il debito per investimenti in attività tangibili rispetto all'uso di *equity* per investimenti in *intangibile*; 5) considerazioni fiscali, che creano dei benefici a favore del debito.

La struttura finanziaria

Il manager finanziario ha il compito di ottimizzare la struttura finanziaria, quale combinazione fra capitale di terzi (debito) e capitale proprio (*equity*) con cui l'impresa si finanzia, determinando il *mix* che minimizza gli oneri e il rischio finanziario aziendale, assicurando il rispetto dei principi fondamentali di economicità, omogeneità e flessibilità.

In realtà, all'interno delle scelte di struttura finanziaria è possibile distinguere fra: 1) scelta del rapporto di indebitamento, per l'individuazione della proporzione ottimale tra mezzi proprio e mezzi di terzi; 2) *design* degli strumenti finanziari, vale a dire la progettazione delle caratteristiche di ciascuno strumento di finanziamento in linea con le specificità dell'impresa.

Secondo il principio di *economicità*, occorre selezionare il finanziamento economicamente più conveniente confrontando il costo di strumenti di finanziamento alternativi e considerandone anche i relativi aspetti fiscali. In base al principio di *omogeneità* fra le alternative di finanziamento e le caratteristiche del fabbisogno finanziario, è opportuno impiegare capitali omogenei rispetto al tipo di fabbisogno da soddisfare, mantenendo la coerenza e la corrispondenza funzionale tra le caratteristiche del fabbisogno e quelle delle forme di copertura adottate.

Per esempio, evitare di finanziare investimenti in capitale fisso con fonti di breve durata.

Di estrema rilevanza è il concetto di *flessibilità finanziaria*, c.d. *financial flexibility*, che consiste nella possibilità per l'impresa di espandere la struttura finanziaria, ampliando le fonti di finanziamento e potendo, quindi, sostenere i piani di sviluppo dell'impresa.

Per esempio, un'impresa finanziata per il 90% con debito e per il restante 10% con *equity* difficilmente avrà accesso a credito da parte di banche oppure troverà creditori disponibili da sottoscrivere obbligazioni; ancor più difficilmente troverà nuovi azionisti disponibili a sottoscrivere nuovo *equity*. Pertanto, tale impresa non sarà elastica e, seppur disponendo di investimenti profittevoli non potrà realizzarli non avendo risorse per finanziarli. Al contrario, se un'impresa è finanziata per il 90% con *equity* e per il restante 10% con debito riuscirà, in generale, a ottenere più facilmente sia nuovo *equity* che nuovo credito da terzi.

Il concetto di *financial flexibility* è descritto per come definito dalla letteratura internazionale, mentre in realtà in Italia si distingue fra flessibilità ed elasticità. Il concetto italiano di *financial flexibility* corrisponde a quello di elasticità, mentre il concetto italiano di flessibilità considera rilevante la capacità dell'impresa di modificare la composizione della struttura finanziaria, quindi il *mix* debito/*equity*, in considerazione dell'evoluzione del fabbisogno finanziario e delle esigenze gestionali.

Accanto ai suddetti principi, assume rilevanza la valutazione della fattibilità finanziaria dell'operazione di finanziamento, verificandone la compatibilità dei flussi monetari con il quadro complessivo del sistema impresa. Infine, occorre considerare anche gli assetti proprietari, cioè le esigenze legate al controllo societario, e gli aspetti legati alle procedure e ai tempi di erogazione delle diverse forme tecniche di finanziamento.

La leva finanziaria

Oltre ai principi esposti precedentemente, le scelte di struttura finanziaria possono basarsi sull'effetto "leva finanziaria".

Archimede diceva "Datemi una leva e vi solleverò il mondo" facendo riferimento ai suoi studi nella fisica sulle leve meccaniche e sulla capacità, attraverso due bracci solidali tra loro e incernierati a un fulcro, di poter sollevare un peso con meno fatica.

In ambito finanziario, la leva finanziaria è un mezzo tramite il quale è possibile generare, attraverso l'attività d'impresa, rendimenti decisamente superiori rispetto al costo da sopportare per prendere a prestito i capitali necessari per avviarla. La leva finanziaria consente di dimensionare il livello di indebitamento dell'impresa al fine di massimizzare la redditività del capitale proprio, amplificando tramite il debito la ricchezza degli azionisti. Sfruttare la leva finanziaria, vuol dire prendere in prestito dei capitali confidando nella propria capacità di investirli ottenendo un rendimento maggiore del tasso di interesse richiesto dal prestatore.

La leva finanziaria informa sulla capacità dell'impresa di finanziare la crescita con il debito, fino al punto in cui gli equilibri gestionali possono reggere dosi aggiuntive di debito. Essa informa su come la differenza fra redditività del capitale investito e costo del debito spiega la redditività del capitale proprio in base al livello d'indebitamento, basandosi sull'equazione di redditività.

$$ROE = [ROI + (ROI - i) \times D / E]$$

in cui il ROE (*Return on Equity*), dato dal rapporto fra utile netto diviso *equity*, è il rendimento per gli azionisti, il ROI (*Return on Investment*), dato dal rapporto fra risultato operativo e capitale investito operativo, rappresenta il contributo della gestione industriale, *i* è il costo del debito, $(ROI - i)$ rappresenta il fulcro della leva, e D/E è il rapporto di indebitamento dato dal rapporto fra debiti ed *equity*.

In realtà l'equazione della redditività è più complessa, e bisognerebbe considerare anche l'effetto fiscale attraverso un componente ulteriore che, date le finalità del capitolo, è opportuno rinviare a successivi approfondimenti.

Avendo presente l'equazione della redditività, si definisce effetto leva finanziaria quell'aumento della redditività del capitale di rischio (ROE) che si manifesta in seguito a un aumento del grado di indebitamento (D/E) quando la redditività degli investimenti (ROI) è superiore al costo delle fonti di finanziamento utilizzate (*i*).

Graficamente il concetto di leva finanziaria è rappresentato come riportato nella figura 1.9.

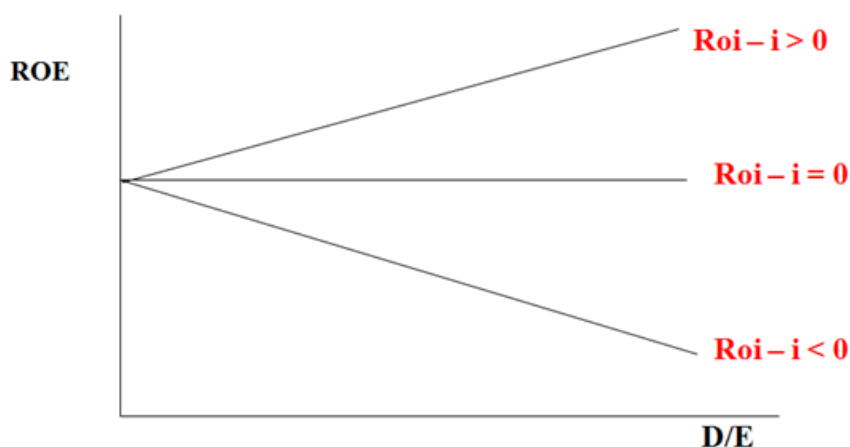


Figura 1.9 – Rappresentazione grafica della Leva Finanziaria

Il ROE aumenta al crescere del debito, solo se è positiva la differenza tra ROI e *i*; in tal caso, la gestione caratteristica dell'impresa riesce a generare una redditività operativa superiore al costo del debito.

Un esempio permette di comprendere l'effetto leva; un'impresa prende a prestito a titolo di capitale di terzi pagando un tasso i del 7% e investe tale risorse finanziarie nell'impresa ottenendo un rendimento pari ad un ROI del 12%, superiore a i . La differenza fra ROI e i , ossia 5% (12% - 7%) rappresenta l'effetto leva finanziaria.

Al contrario, se il ROI è inferiore a i , la redditività dell'impresa non consente neppure la copertura del costo del debito; in questo caso al crescere dell'indebitamento si assiste al calo del ROE, fino a giungere a risultati finanche negativi.

Si tratta di uno strumento manageriale che non è esente da limitazioni e problemi. Infatti, potrebbe fornire indicazione di proseguire con l'incremento del debito anche in situazioni di eccessivo indebitamento e probabilità di dissesto finanziario; in altri termini, non tiene in considerazione i rischi finanziari connessi all'uso di debito.

1.5 Il comportamento dei manager finanziari: evidenze empiriche

A partire dal lavoro di Graham e Harvey (2001), sono iniziate le analisi via questionario sui manager finanziari, in modo da verificare direttamente le loro preferenze e i loro comportamenti. Il loro studio, basato sugli Stati Uniti, rivela che i manager finanziari hanno un'età compresa fra i 50 e i 59 anni, detengono in media un 5% di azioni ordinarie dell'impresa in cui lavorano e il 41% possiede un titolo di studio universitario. Tendono a cambiare lavoro di frequente; quasi il 40% mantiene il proprio lavoro nell'impresa per circa quattro anni, mentre il 26% per un periodo compreso fra i quattro e i nove anni. Nelle scelte di finanziamento il 59% degli intervistati considera fondamentale preservare la *financial flexibility*. Risulta sorprendente che i manager finanziari ritengano più importante, nelle decisioni di finanziamento, specialmente all'emissione di debito, verificare *in primis* di non ledere la capacità dell'impresa di poter cogliere *growth opportunity* future, anche rispetto all'obiettivo di perseguire un livello di indebitamento target, ossia ottimale. La valutazione degli investimenti avviene in prevalenza utilizzando il VAN, sebbene ci siano rilevanti differenze fra imprese di grandi e di piccole dimensioni. Queste ultime utilizzano approcci meno strutturati e strumenti finanziari meno sofisticati, mostrando una minore propensione all'utilizzo di tecniche di valutazione come il VAN.

Un approccio analogo a quello di Graham e Harvey (2001) viene applicato da Bancel e Mittoo (2004), interrogando manager finanziari di 16 Paesi Europei, e da Brounen, de Jong e Koedijk (2004), analizzando i CFO di Gran Bretagna, Olanda, Germania e Francia. Sia negli Stati Uniti che in Europa i CFO sembrano utilizzare criteri decisionali simili. Il VAN è la tecnica di valutazione degli investimenti preferita e nelle scelte di finanziamento è fondamentale preservare la flessibilità finanziaria e, quindi, la possibilità di poter cogliere in futuro *growth opportunity*, in modo da poter avere accesso a risorse finanziarie anche in periodi di recessione. Inoltre, emerge la notevole attenzione dei

manager finanziari verso la percezione degli *stakeholder* esterni verso lo stato di salute la solidità finanziaria dell'impresa. Infatti, è fondamentale mantenere buoni indici di bilancio ed elevato il *credit rating*. Anche in Europa esiste una rilevante differenza fra imprese di grandi e di piccole dimensioni nell'applicazione di tecniche più sofisticate di valutazione degli investimenti.

Sebbene siano rilevanti le differenze istituzionali fra Paesi dell'Europa, come descritto da La Porta et al. (1997, 1998), in realtà i driver delle scelte di finanziamento e di investimento, così come le preferenze dei manager, sembrano simili e differenze istituzionali poco significative nell'influenzare la gestione finanziaria delle imprese.

Con riferimento all'Italia e alla recente crisi finanziaria, Weisz (2009) evidenzia come uno studio di Deloitte, impresa di consulenza finanziaria, e Andaf, associazione nazionale direttori amministrativi e finanziari, fra i CFO delle principali imprese Italiane sulla percezione del contesto finanziario e le possibili strategie organizzative rivela che la crisi rappresenta un'occasione di miglioramento per le imprese che, riorganizzandosi, potranno diventare più forti e competitive. Solo due manager finanziari su dieci pensano di ridurre gli investimenti, mentre, invece, appare il momento per investire nella crescita; infatti, il 77% dei CFO si attende un incremento delle operazioni di *Merger & Acquisition* (M&A).

Per quanto riguarda l'accesso al credito, è diventato più difficile per la quasi totalità del panel, 97%, e maggiormente oneroso per il 58%. Ciononostante, i CFO ritengono il finanziamento bancario foriero di opportunità, solo il 36% lo ritiene svantaggioso, e risulta addirittura possibile che venga incrementata la leva finanziaria, attraverso la richiesta di ulteriore credito alle banche. Il 78% degli intervistati prevede una riduzione del fatturato, che comporterà una riduzione dei costi operativi, 85%, la massimizzazione del *cash flow*, 75%, la ristrutturazione del debito, 27%, la vendita di *asset* non strategici, 26%. E ancora, il 76% dei manager italiani considera la massimizzazione della liquidità, e quindi la flessibilità finanziaria, una priorità. Infine, si nota come i CFO vorrebbero essere maggiormente coinvolti nella definizione delle strategie, nel presidio dei rischi e nella gestione dell'innovazione.

Domande di verifica

1. Qual è l'oggetto della gestione dei processi finanziari?
2. Come si sviluppa la relazione fra gestione dei processi finanziari e creazione di valore di impresa?
3. Quali sono i principali compiti del manager finanziario?
4. Quali sono gli obiettivi dei processi dell'analisi finanziaria d'impresa?
5. Che cosa si intende per Capitale Circolante Netto Commerciale?
6. La valutazione delle scelte investimento quali aspetti coinvolge e su quali elementi si basa?
7. Che cosa rappresenta il Valore Attuale Netto e come si calcola?
8. Da quali aspetti sono influenzate le scelte relative alle fonti di finanziamento?
9. Che cos'è la struttura finanziaria dell'impresa?
10. Cosa significa sfruttare l'effetto "leva finanziaria"?

Bibliografia

Bancel, F. e Mittoo, U., 2004. "Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms". *Financial Management*. 33 (4): 103-132

Bonacchi M., Cipollini F., Gallo G., (2007), "Gestione del capitale circolante e creazione di valore nelle aziende toscane del sistema moda", presentazione al Convegno organizzato da ACMI e Bureau van Dijk presso Confindustria Toscana, Novembre.

Weisz, B., 2009. I CFO: la via d'uscita nel medio-lungo period., *Manager on-line*

Graham, J. e Harvey, C., 2001. "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field". *Journal of Financial Economics*. 60 (2-3): 187-243.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny R., 1998. "Law and Finance". *Journal of Political Economy*. 106 (6): 1113-1155.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., 1997. "Legal Determinants of External Finance". *Journal of Finance*. 52 (3): 1131-50.