

Federico Beltrame - Giorgio S. Bertinetti - Alex Sclip

Analisi e valutazione finanziaria d'impresa



G. Giappichelli Editore

Analisi e valutazione
finanziaria d'impresa

Federico Beltrame - Giorgio S. Bertinetti - Alex Scip

Analisi e valutazione finanziaria d'impresa



G. Giappichelli Editore

© Copyright 2021 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100
<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-921-3809-4

Composizione: Voxel Informatica s.a.s. - Chieri (TO)

Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org.



Premessa

L'evoluzione del contesto economico e finanziario richiede un continuo accrescimento delle competenze di coloro che a vario titolo si occupano delle questioni finanziarie, in particolare per le piccole e medie imprese. E ciò tanto su aspetti riconducibili all'analisi finanziaria d'impresa, sia per fini interni (si pensi ad esempio all'intercettazione dei segnali di crisi predisposto dal nuovo codice della crisi d'impresa che entrerà in vigore nel 2021) che esterni (primariamente per gli attori coinvolti nel rapporto tra banca e impresa ai fini del reperimento delle adeguate fonti di finanziamento), quanto su aspetti riconducibili alla valutazione (per esempio nella valutazione delle imprese non quotate e delle imprese in crisi).

Nonostante vi siano numerosi libri di testo e manuali operativi in tema di analisi e valutazione finanziaria, tanto di stampo nazionale che internazionale, gli autori hanno ritenuto di fornire ugualmente il presente contributo per l'accrescimento delle competenze di studenti, imprenditori, direttori finanziari e consulenti, almeno per due motivi.

Da un lato i classici libri di testo accademici di finanza aziendale (soprattutto quelli di derivazione anglosassone), pur presentando un buon *mix* tra aspetti teorico-concettuali e operativi, sono indirizzati a supportare le scelte di manager e investitori finanziari nelle grandi *public company*, trascurando strumenti, come l'analisi finanziaria, importanti nel caso di imprese di dimensioni più ridotte. Dall'altro lato la manualistica di stampo operativo manca sovente di un sufficiente *framework* concettuale che supporti efficacemente la comprensione delle applicazioni operative proposte.

Il presente contributo ha il fine di illustrare i principali strumenti per l'analisi e la valutazione finanziaria d'impresa modificando l'ottica, vale a dire indirizzandosi principalmente a imprenditori, direttori finanziari e consulenti di piccole e medie imprese. Prediligendo un taglio applicativo, intende al contempo fornire al lettore un approfondimento concettuale rigoroso ma non prolisso.

Più nello specifico, il presente testo si distingue dagli altri contributi simili per i seguenti aspetti:

- integra le analisi a valore con quelle riconducibili agli indici e flussi con un taglio semplice e intuitivo;
- riporta un modello per la stima dei costi del dissesto, particolarmente adatto per la valutazione delle imprese in crisi;
- elabora un nuovo metodo derivato dai più noti modelli *discounted cash flow* ed

- EVA*, particolarmente adatto per la valorizzazione delle piccole e medie imprese;
- elabora una metodologia di valutazione tramite multipli di borsa che considera le specificità reddituali e finanziarie dell'impresa da valutare.

Dedichiamo questo volume al prof. Roberto Cappelletto, scomparso nel 2016, che tra i primi si è dimostrato sensibile circa l'importanza di adattare principi della finanza aziendale alle realtà delle piccole e medie imprese, soprattutto con il fine di supportarle nel rapporto con gli istituti di credito. Sensibilità che ha saputo trasmettere non solo agli autori ma a tutti quelli che hanno avuto la fortuna di seguire le sue lezioni e di leggere i suoi scritti.

Gli autori



Preambolo

1

Il ruolo della finanza in azienda

di *Giorgio S. Bertinetti*

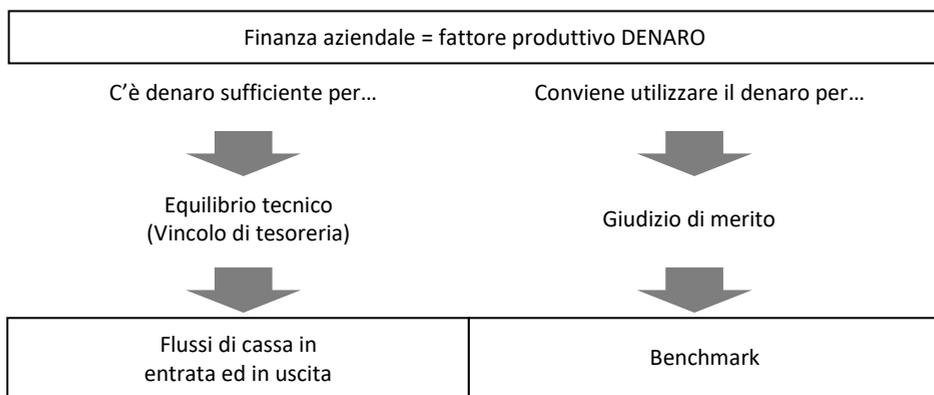
1.1. L'oggetto di attenzione

La finanza d'azienda si occupa di tutto ciò che riguarda il fattore produttivo denaro. Si tratta di un fattore di fondamentale importanza per l'avvio dell'attività d'impresa, per il suo sviluppo e per il suo quotidiano funzionamento.

Sul piano operativo, ciò richiede al Responsabile finanza (*CFO*) di focalizzarsi su due principali ambiti di attività, a ciascuno dei quali corrisponde una fondamentale domanda cui egli deve dare risposta, ossia:

- a) l'azienda dispone del denaro necessario per portare a compimento l'attività che intende operativamente svolgere, ossia il suo piano strategico?
- b) l'utilizzo che l'azienda intende imprimere al denaro è conveniente o sarebbe più opportuno rivedere le scelte che l'azienda sta per intraprendere?

Figura 1.1. – *L'oggetto di attenzione della finanza aziendale*



Fonte: rielaborazione degli autori.

1.1.1. Il primo ambito di attività

L'esigenza di rispondere alla prima domanda è conseguenza di un imprescindibile equilibrio tecnico, ossia del cosiddetto vincolo di tesoreria¹. Infatti, non è possibile che dalle casse aziendali esca un solo centesimo se questo prima non vi ha fatto ingresso. È dunque indispensabile che il Responsabile finanza provveda *ex-ante* a quantificare una stima dei futuri flussi di cassa in entrata ed in uscita dall'azienda, tenendo conto sia della loro dimensione sia della loro scansione temporale, al fine di verificare che il vincolo di tesoreria sia costantemente rispettato. Qualora tale vincolo non fosse in prima battuta verificato in proiezione futura il CFO deve preoccuparsi di verificare la possibilità di reperire per tempo sul mercato finanziario e dei capitali la disponibilità delle risorse necessarie per garantire con continuità il rispetto del vincolo stesso, evitando così il verificarsi di episodi di insolvenza², scegliendo nel contempo le modalità e le forme tecniche di approvvigionamento di tali risorse che meglio si adattano alle caratteristiche dei fabbisogni aziendali.

Da qui quattro primi aspetti distintivi dell'attività del Responsabile finanza, in quanto:

- in primo luogo, oggetto di attenzione sono i flussi di cassa in entrata in uscita e non già ricavi, costi e rimanenze, sui quali invece si focalizza l'attenzione del Responsabile amministrazione. Viene meno anche l'esigenza di tenere conto del principio di competenza, giacché ciò che rileva è proprio il momento in cui il flusso di cassa, sia esso in entrata sia esso in uscita, trova effettiva manifestazione;
- in secondo luogo, l'attenzione del Responsabile finanza è di fatto orientata al futuro più che al passato; egli si preoccupa infatti di quelli che saranno i flussi di cassa in entrata e in uscita futuri al fine di verificare il rispetto del vincolo di tesoreria e di predisporre le risorse necessarie per il suo permanere. Anche in questo caso è evidente la differenza rispetto a quello che è il principale oggetto di attenzione del Responsabile amministrazione e in generale della contabilità aziendale dove si misurano gli accadimenti avvenuti al fine di quantificare *ex-post* la performance economica aziendale, intesa come differenza fra ricavi e costi di competenza dell'esercizio;
- in terzo luogo, l'attività del CFO è strettamente legata a quella dei responsabili di tutte le altre funzioni aziendali. Infatti, qualunque decisione venga presa da questi ultimi produce effetti rilevanti di natura finanziaria in quanto è destinata ad avere impatto sulla dimensione e sulla scansione temporale dei flussi di cassa prospettici. Essa deve essere quindi assoggettata ad una valutazione di fattibilità finanziaria, intesa come compatibilità della decisione stessa con il vincolo di tesoreria³;

¹ Strumenti e tecniche per dare risposta al primo quesito sono oggetto della Prima Parte del presente volume.

² Il termine insolvenza sta ad indicare l'incapacità di far fronte agli impegni assunti. Quando tale incapacità diviene strutturale si verifica la condizione di dissesto.

³ Così, ad esempio, le scelte commerciali possono influenzare i tempi di incasso del corrispetti-

- infine, egli deve maturare un'approfondita conoscenza dei prodotti e degli operatori presenti sul mercato finanziario e dei capitali, requisito indispensabile per riuscire ad individuare e a concretamente realizzare le soluzioni finanziarie migliori, non solo per quantità ma anche per qualità, intese come quelle che meglio si adattano alle caratteristiche specifiche di durata e di flessibilità dei fabbisogni finanziari aziendali.

Gli aspetti distintivi testé citati non devono indurre a pensare che vi sia contrapposizione tra il ruolo del Responsabile finanza e quello del Responsabile amministrazione. Tutt'altro, i due sono strettamente sinergici e fortemente correlati, al punto che nell'organigramma aziendale essi operano all'interno della medesima Direzione, in genere denominata Direzione Amministrazione Finanza e Controllo; nelle imprese di dimensioni non grandi, poi, i due ruoli sono spesso ricoperti dalla medesima persona cui viene affidato il ruolo di Direttore amministrazione e finanza. Basti al riguardo osservare come l'analisi delle performance aziendali *ex-post*, e quindi dei prospetti di bilancio che le riassumono, permetta di ricavare importanti indicazioni sulle modalità con cui l'impresa opera e quindi sul fabbisogno di denaro necessario al fine del suo corretto funzionamento futuro.

Non meno importante è la collaborazione fra il *CFO* e le altre funzioni aziendali per l'inerzia che le decisioni prese sono destinate a produrre sui flussi di cassa prospettici. Non si vuole qui affermare la superiorità della funzione finanziaria rispetto alle altre, quasi avesse diritto di veto sulle scelte da esse intraprese, ma stressare l'idea per cui soltanto attraverso una fattiva collaborazione è possibile trovare le migliori soluzioni, finanziarie e non, per il bene dell'Impresa stessa ossia per rendere in concreto perseguibili le finalità individuate dal piano aziendale.

1.1.2. Il secondo ambito di attività

Rispondere alla seconda domanda è cosa più complessa in quanto comporta la necessità di formulare giudizi di merito capaci di separare ciò che è bene fare da ciò che sarebbe meglio non fare. A tal fine è necessario che il *CFO* si doti di un adeguato *benchmark* di riferimento, una misura capace da fungere obiettivo minimo perseguibile⁴.

Il tradizionale obiettivo economico del profitto non pare in questo caso sufficiente. Esso infatti non tiene in debita considerazione il principio finanziario per cui il capitale a qualunque titolo investito in qualsivoglia iniziativa economica deve trovare adeguata remunerazione, o meglio, il capitale tende ad andare laddove trova la migliore remunerazione. Si tratta un principio fondamentale di funzionamento del mercato finanziario e del capitale, il quale così operando provvede anche alla ottima-

vo delle vendite, mentre le scelte di produzione hanno impatto sul fabbisogno di investimenti in immobilizzazioni tecniche e le politiche del personale impattano sulle uscite di cassa per il pagamento degli stipendi.

⁴ Strumenti e tecniche per dare risposta al secondo quesito sono oggetto della Seconda Parte del presente volume.

le allocazione delle risorse e, nel contempo, massimizza il tasso di crescita dell'intera economia⁵.

Concentrando l'attenzione sul risultato economico si rischia infatti di perdere di vista il fatto che non soltanto capitale di debito deve essere remunerato ma anche il capitale proprio deve trovare adeguata remunerazione. L'approccio contabile ed il requisito del profitto non tengono conto di quest'ultimo, posto fra i costi di conto economico compaiono soltanto gli oneri finanziari, i quali rappresentano la remunerazione corrente data all'indebitamento di natura finanziaria. Nulla è scritto con riguardo al capitale di rischio in virtù del fatto che non esiste alcun vincolo contrattuale che obbliga a corrisponder loro una remunerazione; essa è semplicemente prevista in via residuale attraverso l'utile realizzato, del quale, nel caso delle società di capitali, l'Assemblea può deliberare l'eventuale distribuzione in forma di dividendo. Inoltre, l'utile stesso potrebbe non essere monetariamente disponibile, in quanto calcolato in base a costi ricavi.

La logica da seguire per la individuazione di un corretto *benchmark* significativo in ottica finanziaria deve quindi discostarsi da misure economiche di performance, alla ricerca di un parametro capace di:

- considerare i flussi di cassa effettivamente disponibili per remunerare il capitale a vario titolo raccolto dall'impresa, con vincolo sia di debito sia di capitale di rischio;
- individuare sul mercato finanziario la remunerazione offerta dalle altre opportunità di investimento ivi presenti.

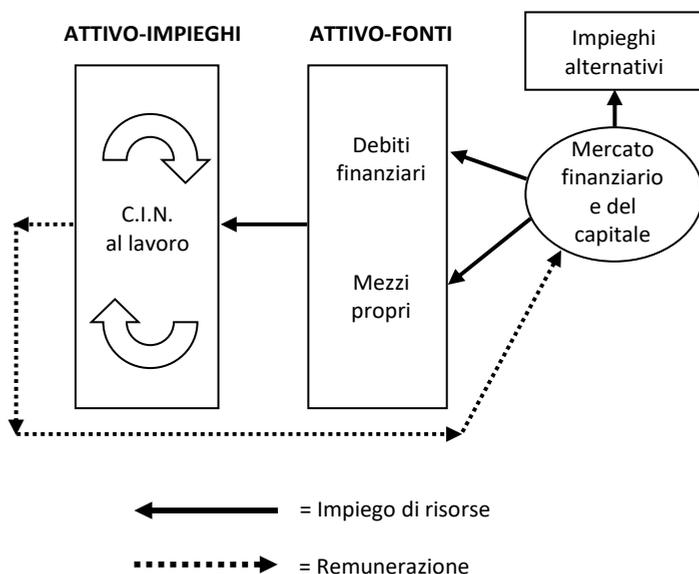
1.2. Lo schema logico di riferimento

La costruzione di un modello schematico di riferimento può essere utile per comprendere la complessità del ruolo ricoperto dal *CFO* e guidarne l'azione.

Il modello può essere sviluppato osservando e ripercorrendo il percorso che il fattore produttivo denaro compie nel suo fluire dal mercato all'impresa e viceversa, secondo un percorso circolare che chiameremo il Circuito della finanza aziendale. Tale Circuito è sintetizzato nella Figura 1.2 ed i quattro passaggi rilevanti che lo caratterizzano sono di seguito illustrati.

⁵ È questa la ragione per cui la presenza di un efficiente mercato è di fondamentale importanza e la sua attivazione è oggetto di grande attenzione da parte di tutti i Paesi, siano essi sviluppati o in via di sviluppo.

Figura 1.2. – Il circuito della finanza aziendale



Fonte: rielaborazione degli autori.

(i) Il mercato finanziario e del capitale è il luogo in cui si trova il denaro. Non si tratta di un singolo luogo fisico, ma di un insieme complesso di microstrutture più o meno formalizzate dove risiede il risparmio accumulato dagli operatori in *surplus* di risorse⁶. In alcuni casi tali microstrutture sono fortemente organizzate e controllate, come nel caso del sistema bancario e delle borse valori, in altri casi sono vigilate ma non organizzate in sistema, come nel caso delle Società di Gestione del Risparmio (SGR) e degli operatori di *Private Equity*, e in altri ancora sono assolutamente destrutturate, come ad esempio nel caso dell'attività dei *Business Angels* o anche nel caso dei singoli individui che decidono di occuparsi personalmente della gestione dei propri risparmi.

Ruolo fondamentale del mercato è mettere in contatto gli operatori in *surplus* di risorse finanziarie, tipicamente le famiglie che accumulano risparmi, con gli operatori in *deficit*, tipicamente le imprese che necessitano di risorse per avviare, sviluppare e gestire la propria attività operativa, così da favorire il trasferimento delle risorse stesse dai primi verso i secondi. Tale trasferimento delle risorse richiede, ai soggetti che le detengono, di effettuare scelte di allocazione delle stesse, il

⁶ Ampia è la letteratura sul tema delle microstrutture che compongono i mercati finanziari. Tra gli altri si segnalano: M. O'Hara, *Market Microstructure Theory*, Blackwell, Oxford, 1995; L. Harris, *Trading and exchanges: market microstructure for practitioners*, Oxford University Press, Oxford, 2003; A. Madhavan, Market Microstructure: A Survey, in *Journal of Financial Markets*, n. 3, 2000.

che necessita di un processo di analisi e di valutazione delle alternative disponibili al fine di individuare quelle confacenti alle specifiche esigenze del caso.

Ne consegue una importante evidenza: posto che la quantità di risorse disponibili sul mercato non è infinita, gli operatori in *deficit* di risorse che ad esso si rivolgono si trovano a dover competere fra di loro per l'acquisizione delle risorse finanziarie⁷. Al fine di soddisfare le proprie esigenze essi devono infatti fare in modo che il mercato decida di allocare le risorse presso di loro piuttosto che presso un'altra delle alternative disponibili.

(ii) Nel momento in cui un'azienda approccia il mercato al fine di reperire le risorse necessarie per lo svolgimento della propria attività d'impresa, essa diventa la *n-esima* alternativa di impiego a disposizione il mercato. Data la condizione di competizione per il capitale in essere sul mercato, l'impresa in oggetto deve offrire al mercato condizioni non inferiori a quelle offerte dalle alternative già presenti con le quali viene naturalmente messa a confronto dal mercato stesso nell'ambito del processo di analisi e di valutazione delle alternative ai fini delle scelte di allocazione delle risorse disponibili.

In un contesto di risorse finanziarie finite bisogna infatti ricordare che la scelta di allocare risorse in favore di una operazione impedisce di coglierne altre. Si configura pertanto una sorta di "costo opportunità" della scelta, inteso come rinuncia al risultato che avrebbero fornito le alternative non colte.

Si noti che tale costo opportunità non è rilevante soltanto per il mercato, ossia all'esterno dell'azienda; esso dovrebbe divenire parametro di riferimento anche per le scelte interne ad essa. Si pensi per esempio al caso dell'autofinanziamento dove è l'azienda stessa ad avere la disponibilità di risorse finanziarie che decide di allocare al suo interno realizzando nuovi investimenti. Nell'intraprendere tale decisione essa di fatto rinuncia a cogliere opportunità di impiego ad essa esterne, ma presenti sul mercato.

Analogo ragionamento dovrebbe guidare anche le scelte dell'imprenditore nelle imprese di minore dimensione, posto che quando egli decide di investire i propri risparmi nell'attività imprenditoriale di fatto rinuncia ad impiegarli sul mercato finanziario e del capitale.

Le considerazioni qui svolte permettono di arrivare ad una importante conclusione: le condizioni offerte dalle alternative di impiego presenti sul mercato finanziario e dei capitali costituiscono un'importante *benchmark* di riferimento per le scelte di allocazione del denaro sia in un contesto di mercato sia in un contesto specifico aziendale.

(iii) Il motivo per cui l'azienda raccoglie sul mercato risorse finanziarie è legato alle

⁷ Il *compete for capital* risente ovviamente delle condizioni in essere sul mercato ossia della quantità di risorse ivi complessivamente disponibili. In condizioni di carenza di liquidità, conseguenza ad esempio di politiche monetarie restrittive, la competizione sarà più accesa, mentre in un contesto di mercato molto liquido, come accade in presenza di politiche monetarie espansionistiche, la pressione competitiva potrà risultare meno forte ancorché comunque presente.

necessità di assemblare il Capitale Investito Netto (CIN) operativo necessario per lo svolgimento dell'attività d'impresa e per la realizzazione piani e dei programmi aziendali.

Tale capitale investito netto è composto da un mix di Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO) e di immobilizzazioni operative, conseguenza delle scelte strategiche presenti nel piano. Esso costituisce il vero e proprio motore aziendale, ossia il complesso organizzato di beni attraverso cui l'impresa svolge la propria funzione economica.

In ottica finanziaria assume particolare importanza l'efficienza di tale motore, intesa come capacità di minimizzare l'investimento in CIN a parità di efficacia, ossia di qualità e quantità dei prodotti/servizi realizzati e venduti. Minore è la dimensione del CIN, più bassa risulta la quantità di denaro necessario per la sua costruzione ed il suo funzionamento. Di conseguenza, minore sarà la remunerazione complessiva da corrispondere in valore assoluto al mercato per essere competitivi rispetto alle alternative di impiego ivi presenti. Ne dovrebbe risultare facilitata la capacità di attrarre le risorse necessarie alla realizzazione del piano aziendale.

(iv) Il circuito si chiude grazie all'output finanziario dell'attività di impresa. Il lavoro del CIN dovrebbe infatti arrivare a produrre ulteriore denaro, il quale è disponibile per dare remunerazione al capitale raccolto sul mercato.

Tale grandezza non può che fare riferimento al flusso di cassa che residua dallo svolgimento dell'attività operativa d'impresa dopo aver fatto fronte a tutti i fabbisogni derivanti dall'attività stessa, siano essi per capitale circolante netto o per investimenti in immobilizzazioni. Si tratta del cosiddetto *Free Cash Flow Operativo (FCFO)*, il quale risulta essere "free" proprio perché tutti i fabbisogni di impiego legati all'attività operativa prevista dal piano sono già stati soddisfatti e l'importo corrispondente è quindi fisicamente disponibile per provvedere alla remunerazione del capitale a vario titolo apportato dal mercato.

Nel dare tecnicamente corso alla remunerazione il *FCFO* viene prima destinato a soddisfare gli impegni contrattuali in essere verso coloro che hanno fornito capitale di debito; l'importo residuo resta nelle disponibilità dei portatori di capitali di rischio, ai quali spetta la decisione tra l'alternativa del reinvestimento di detto importo in azienda, a copertura di futuri fabbisogni, o la sua distribuzione in forma di dividendo.

1.3. I driver fondamentali

Il semplice schema di riferimento offerto dal modello del Circuito della finanza aziendale permette di comprendere l'importanza dei *driver* fondamentali delle scelte di finanza applicate all'azienda. In particolare, due sono gli elementi da tenere in debita considerazione: il primo attiene al fatto che il denaro impiega tempo per percorrere il circuito; il secondo riguarda il fatto che la dimensione del *FCFO* non è certa ma soggetta a rischio in quanto frutto dello svolgimento dell'attività d'impresa, la quale è per definizione attività rischiosa. Ciascuno di essi merita specifico approfondimento.

1.3.1. Il fattore tempo

Generare *FCFO* richiede tempo in quanto il capitale raccolto sul mercato deve essere opportunamente investito per mettere l'impresa in condizione di lavorare e, successivamente, il lavoro svolto deve trovare sbocco nelle vendite e quindi tradursi in entrate di cassa al fine di arrivare a produrre i necessari risultati monetari. Esiste quindi ovviamente un lasso temporale fra il momento in cui il Circuito viene attivato, e quindi il denaro fluisce all'azienda, e quello successivo in cui le risorse finanziarie raccolte iniziano a trovare remunerazione.

La durata di tale lasso temporale può essere estremamente diversa in funzione:

- del tipo di business operativo svolto;
- delle modalità adottate per il suo svolgimento;
- dello stadio del ciclo vitale in cui si trova impresa (crescita, maturità, declino).

Business cosiddetti "pesanti" ad alto contenuto manifatturiero possono richiedere cospicui investimenti in immobilizzazioni ed anche tempi lunghi per lo svolgimento del ciclo produttivo, di fatto allungando i tempi necessari per arrivare a generare *FCFO*. Attività più "leggere", a prevalente vocazione commerciale, non solo necessitano di minori investimenti in immobilizzazioni tecniche, ma sono anche caratterizzate da cicli produttivi più brevi per effetto della attività di trasformazione assai contenuta se non addirittura limitata alla gestione dell'aspetto logistico, accorciando pertanto i tempi.

Anche a parità di business si possono riscontrare tempistiche molto diverse a seconda delle modalità adottate per lo svolgimento dell'attività. Si pensi per esempio alla differenza fra organizzazioni pesantemente integrate verticalmente e organizzazioni che hanno deverticalizzato il ciclo produttivo, terziarizzandone diverse parti. Ed ancora, si pensi alle differenze che possono essere presenti con riguardo alle dilazioni di incasso e di pagamento nonché a livello di efficienza nella gestione del magazzino, tutti elementi che incidono sulla lunghezza del ciclo produttivo globale e sulla dinamica dei flussi di cassa aziendali.

Lo stadio del ciclo vitale rileva poiché quanto più intensa è la crescita del volume di attività tanto minore tende ad essere il *FCFO* per l'esigenza di finanziare la crescita dell'investimento in CCNO ed anche, eventualmente, in immobilizzazioni operative. In tale situazione il *FCFO* tende quindi ad essere naturalmente inferiore rispetto al caso dell'impresa matura, dove la dimensione del CCNO si è stabilizzata e dove gli unici investimenti in immobilizzazioni sono quelli necessari per la sostituzione dei ceptiti obsoleti. La situazione di declino, infine, potrebbe persino generare, almeno inizialmente, importanti *FCFO* nel caso in cui il calo delle vendite sia correttamente accompagnato dalla riduzione del CCNO e dal contenimento degli investimenti in immobilizzazioni operative in virtù del loro rallentato ritmo di obsolescenza economica.

Due sono gli accorgimenti che la presenza del fattore tempo impone.

In primo luogo si rende necessario un procedimento tecnico di standardizzazione della remunerazione, al fine di parametrarla rispetto al tempo necessario per la sua maturazione. La cosa è di fatto semplice, comportando il puro passaggio al concetto di rendimento, dove la capacità di remunerazione è standardizzata rispetto al tempo

e, di norma, espressa in percentuale annua. Ciò costituisce un primo metro di confronto utilizzabile per la scelta tra alternative di allocazione delle risorse.

La soluzione tecnica non è tuttavia garanzia sufficiente al fine di risolvere eventuali problemi di accesso al mercato finanziario e dei capitali. Nel decidere l'allocazione delle risorse a loro disposizione gli operatori di mercato non possono infatti basarsi esclusivamente sulla misura di rendimento, ma devono anche considerare esigenze tecniche e preferenze personali in merito agli orizzonti temporali in cui tale rendimento viene effettivamente monetizzato. Le esigenze degli operatori di mercato derivano dal vincolo di tesoreria cui essi stessi devono necessariamente soggiacere, motivo per cui i flussi in entrata da remunerazione devono essere coerenti con i previsti flussi di cassa in uscita per impegni futuri. Le preferenze, poi, possono risentire del profilo di rischio delle remunerazioni di cui si dirà nel prossimo paragrafo.

Ne risulta che sul mercato convivono operatori "impazienti" ed operatori "pazienti".

I primi sono quelli che mirano a dare rapida remunerazione ai propri impieghi, anche eventualmente a scapito dei rendimenti. Ad essi appartengono ad esempio gli istituti bancari se non altro perché buona parte delle risorse a loro disposizione sono raccolte attraverso depositi "a vista" o con vincoli di permanenza di breve periodo, il che impone di avere costanti flussi di cassa in entrata per limitare le probabilità di incorrere in tensioni di tesoreria.

I secondi sono invece propensi ad impieghi con remunerazioni anche lontane nel tempo, ma accompagnate da rendimenti più elevati. È il caso, ad esempio, degli operatori di *Private Equity* poco interessati a remunerazioni di breve termine anche perché operando attraverso lo strumento del fondo di investimento chiuso possono escludere significative pressioni di tesoreria prima del medio termine.

È dunque importante che il *CFO*, attraverso le sue proiezioni, abbia coscienza dell'orizzonte temporale in cui l'impresa potrà dare remunerazione al mercato ed anche del livello di rendimento conseguente. Su tale base egli può compiutamente individuare e selezionare le categorie di finanziatori potenziali cui rivolgersi con profitto in quanto caratterizzate da obiettivi allineati a tale capacità di remunerazione e di rendimento⁸.

1.3.2. Il fattore rischio

L'attività d'impresa, per definizione attività rischiosa, comporta la possibilità che la dimensione del *FCFO* vari nel corso del tempo e si dimostri *ex-post* diversa da quanto originariamente previsto nel piano, vuoi in senso negativo, vuoi in senso po-

⁸ Si spiega così, ad esempio, perché le imprese di nuova costituzione ben difficilmente trovano credito presso il sistema bancario, se non per limitati importi legati lo smobilizzo di crediti commerciali. Quand'anche dovessero avere successo, e quindi entrare nella fase di sviluppo più intenso, ben difficilmente sarebbero in grado di produrre nel breve tempo flussi cassa considerevoli da destinare al servizio del debito; nel caso in cui esse non avessero successo, poi, tale capacità è destinata a non comparire nemmeno oltre il periodo.

sitivo⁹. Ne consegue che la remunerazione ed il rendimento effettivo potrebbero risultare non in linea con quelli originariamente previsti, con impatti assai diversi nel caso del capitale di debito rispetto al capitale di rischio.

Il capitale di debito, la cui remunerazione è stabilita contrattualmente e viene soddisfatta dal *FCFO* in via prioritaria, è per tali ragioni meno esposto al rischio e, di fatto, normalmente al solo *down side risk*¹⁰. Infatti, quando il *FCFO* risulta superiore alle attese i flussi di cassa al servizio del debito seguono le pattuizioni contrattuali, ma nel caso in cui esso risulti inferiore alle attese esso potrebbe arrivare a non essere in grado di coprire gli impegni contrattualmente previsti. Si verificherebbe in quest'ultimo caso una situazione di insolvenza, nella quale i creditori finanziari si troverebbero a ricevere una remunerazione inferiore a quella prevista per dimensione o per la sfavorevole scansione temporale. Il rischio che si verifichi una situazione di insolvenza si traduce in maggiori difficoltà di accesso al credito sul mercato, vuoi in termini assoluti, in quanto non si trova un finanziatore disposto ad accollarsi tale rischio, vuoi in termini di prezzo, in quanto il finanziatore chiede una remunerazione addizionale per il rischio cui è chiamato ad esporsi.

Il capitale di rischio, remunerato in via residuale dopo che sono stati soddisfatti gli impegni contrattuali con i creditori finanziari, potrebbe per tale ragione realizzare rendimenti discontinui ed anche alquanto difformi da quelli originariamente attesi, vuoi in senso negativo in quanto inferiori alle attese ad evidenza del cosiddetto *down side risk*, vuoi in senso positivo ossia superiori a quanto originariamente atteso per effetto del cosiddetto *up side risk*. A parità di attività svolta dall'impresa, la volatilità di rendimento del capitale di rischio è dunque sempre superiore a quella dei rendimenti sul capitale di debito e, pertanto, essa rientra a maggior ragione fra gli elementi di valutazione da parte del mercato al momento di decidere dell'allocazione delle risorse a sua disposizione tra le alternative in concreto disponibili. Nel contempo, è facile comprendere come la remunerazione richiesta dal mercato per fornire capitale di rischio sia di base superiore a quella richiesta nel caso del capitale di debito, dovendo tale impiego fronteggiare una volatilità dei rendimenti superiore.

Al di là delle differenze testé menzionate fra il profilo di rischio che si accollano le diverse tipologie di portatori di capitale all'impresa, le quali saranno oggetto di attenzione nei prossimi capitoli, giova a questo punto evidenziare come la comprensione del profilo di rischio dell'attività operativa di impresa sia comunque di fondamentale importanza per il mercato finanziario e del capitale, il quale nel valutare, confrontare e scegliere tra le alternative di investimento a sua disposizione deve tenere in debita considerazione anche tale aspetto. Risulta infatti importante selezionare opportunità di impiego coerenti con la propensione al rischio del singolo inve-

⁹ A differenza di quanto accade in campo assicurativo, dove vengono trattati rischi di natura reale che si riferiscono a possibili eventi ad impatto negativo, i rischi di natura economico-finanziaria hanno una doppia dimensione: esiste un *down side risk*, legato alla possibilità che i risultati siano inferiori alle attese, ma esiste anche un *up side risk*, conseguente alla possibilità che i risultati siano superiori rispetto alle attese.

¹⁰ Fa eccezione il caso, invero assai poco frequente ancorché possibile, in cui la remunerazione del debito sia in parte ancorata alle performance operative del complesso aziendale.

stutore e, soprattutto, con la sua capacità di sopportare rischi che si accolla. Anche in questo caso, come già visto con riferimento al fattore tempo, esistono operatori e categorie di operatori in grado di tollerare soltanto rischi di modesta entità e ne esistono altri attratti e di fatto in grado di sopportare profili di rischio anche di rilevante entità.

È dunque importante che il *CFO*, attraverso le sue analisi, abbia coscienza del profilo di rischio delle sue proiezioni e, quindi, della remunerazione e del rendimento che l'impresa è in grado di promettere al mercato. Anche su tale base egli può compiutamente individuare e selezionare le categorie di finanziatori potenziali cui rivolgersi con profitto in quanto caratterizzate da obiettivi allineati al profilo di rischio aziendale¹¹.

Affinché ciò avvenga è in primo luogo necessario che in azienda ci sia piena consapevolezza del profilo di rischio del business presidiato, il quale dipende da quale attività si svolge, da come viene svolta l'attività stessa e dal contesto competitivo e tecnologico in cui si opera, in quanto:

- business diversi sono esposti in diversa misura al cosiddetto rischio di ciclicità. Si tratta del rischio di imbattersi in significative variazioni della domanda da parte della clientela in funzione dell'andamento del ciclo economico. Sono tipicamente esposti a tale rischio in misura significativa le aziende attive nel campo dei beni durevoli, quali ad esempio le macchine industriali, mentre sono tendenzialmente meno esposti a tale rischio quelle che operano in settori legati a beni di primaria necessità, quale quello alimentare. Se infatti la soddisfazione di esigenze primarie è difficilmente comprimibile, l'acquisto di beni durevoli è di norma facilmente rinviabile allorché la congiuntura economica è sfavorevole, posto che i beni già disponibili ai loro utilizzatori non sono presumibilmente utilizzati a pieno regime né vi sono prospettive che ciò possa avvenire nel breve periodo, se non addirittura nel medio periodo;
- le modalità di svolgimento dell'attività all'interno di un determinato business possono essere caratterizzate da diversi livelli di incidenza dei costi fissi per effetto delle già ricordate scelte effettuate quanto a livello di integrazione verticale dei processi produttivi. Maggiore è l'incidenza dei costi fissi più elevata risulta la variabilità delle performance operative al variare dei volumi di attività svolta. Ne risulta quindi amplificato, tanto in *up-side* quanto in *down-side*, il profilo di rischio generato dalla ciclicità della domanda, come ampiamente evidenziato dal meccanismo della leva operativa;
- la presenza di un'arena competitiva affollata, così come di un elevato ritmo di innovazione tecnologica, rendono di fatto facilmente contendibili le posizioni di leadership acquisite e le quote di mercato presidiate. In siffatto contesto sono possibili forti discontinuità di performance operativa, di norma anche difficilmente prefigurabili e quantificabili.

¹¹ Anche così si spiega, ad esempio, la difficoltà di accesso al credito presso il sistema bancario da parte delle imprese di nuova costituzione. Il tasso di mortalità delle *start-up*, storicamente prossimo al 50% nel primo triennio di vita a livello internazionale, risulta difficilmente compatibile con la propensione e con la tollerabilità del rischio di tale categoria di istituti.

In secondo luogo, è di fondamentale importanza che tale consapevolezza, una volta acquisita, venga esplicitata al mercato attraverso un trasparente ed esaustivo processo di comunicazione. Qualora ciò non dovesse verificarsi, sarebbe destinata ad emergere e ad essere percepita dal mercato una componente di rischio addizionale, definita come “rischio informativo”. Con tale termine si fa riferimento al timore che gli operatori di mercato maturano circa la possibilità di non avere a disposizione tutte le informazioni rilevanti per valutare la qualità dell’impiego proposto loro. Quando ciò si verifica il mercato tende ad escludere la specifica opportunità di impiego dal novero di quelle da prendere in considerazione, poiché viene di fatto meno la possibilità di apprezzarne compiutamente il profilo rendimento-rischio, oppure, in alternativa può decidere di maggiorare la remunerazione richiesta in modo da dare copertura anche a tale elemento addizionale di rischio.

È dunque opportuno che il Responsabile finanziario resista alla tentazione approfittare dalla posizione di vantaggio informativo di cui spesso dispone rispetto al mercato, minimizzando il profilo di rischio dell’attività operativa in essere e/o di quella prevista dal piano aziendale. L’inevitabile percezione da parte del mercato del livello di rischio effettivo dell’attività operativa aziendale destinata a verificarsi in un momento successivo potrebbe infatti avere pesanti ripercussioni sul livello reputazionale del management aziendale e tradursi in maggiori difficoltà di accesso al mercato in futuro. La perdita di reputazione è infatti destinata a tradursi in un rischio informativo di difficile soluzione.