

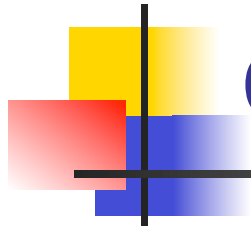


# Corso di Finanza aziendale

## Gli obiettivi della Finanza aziendale

---

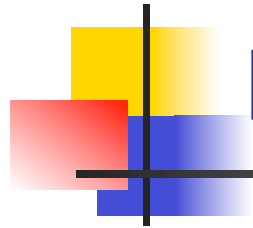
Dott.ssa Roberta Pace  
Università degli Studi dell'Aquila  
a.a. 2016-2017



# Gli argomenti del corso

---

- La creazione di valore come obiettivo dell'impresa
- Il teorema della separazione di Fisher
- Rendimento, rischio e costo del capitale
- I mercati finanziari: condizioni di efficienza, funzionamento e comportamento degli investitori
- La valutazione delle aziende in funzionamento
- La gestione e la diffusione del valore
- Le operazioni di finanza straordinaria
- Il risk management
- Il riacquisto di azioni proprie



## Libro di testo

---

Manelli A., Pace R.  
*Finanza di impresa. Analisi e metodi*  
Torino, Isedi, 2009

Capitoli 1, 3, 9, 10, 11, 12, 13

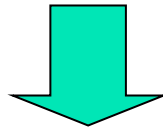
Sono esclusi i paragrafi: 3.5.2, 3.8, 9.7, 10.5,  
10.6, 11.5.3, 11.9



# Qual è l'obiettivo dell'impresa?

---

L'impresa risulta vincente se e nella misura in cui riesce a creare "qualcosa" che abbia *valore* per tutti i suoi interlocutori (*stakeholder*)



*Creazione di valore*



# Il valore come obiettivo aziendale

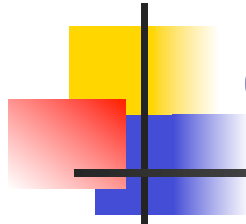
---

➡ Il concetto di “valore del capitale” è stato introdotto già sul finire del 1800 con gli studi di Fisher prima e Zappa poi.

➡ Riferimento al concetto – più semplice ed immediato – di massimizzazione del profitto.

## Limiti:

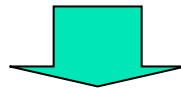
- ✓ Obiettivo di breve periodo
- ✓ Assenza del rischio
- ✓ Scarsa rilevanza attribuita agli *stakeholder* diversi dagli azionisti



# Quale valore?

---

Quali sono le azioni che l'impresa deve compiere per poter sopravvivere, affermarsi nel mercato e crescere nel tempo?



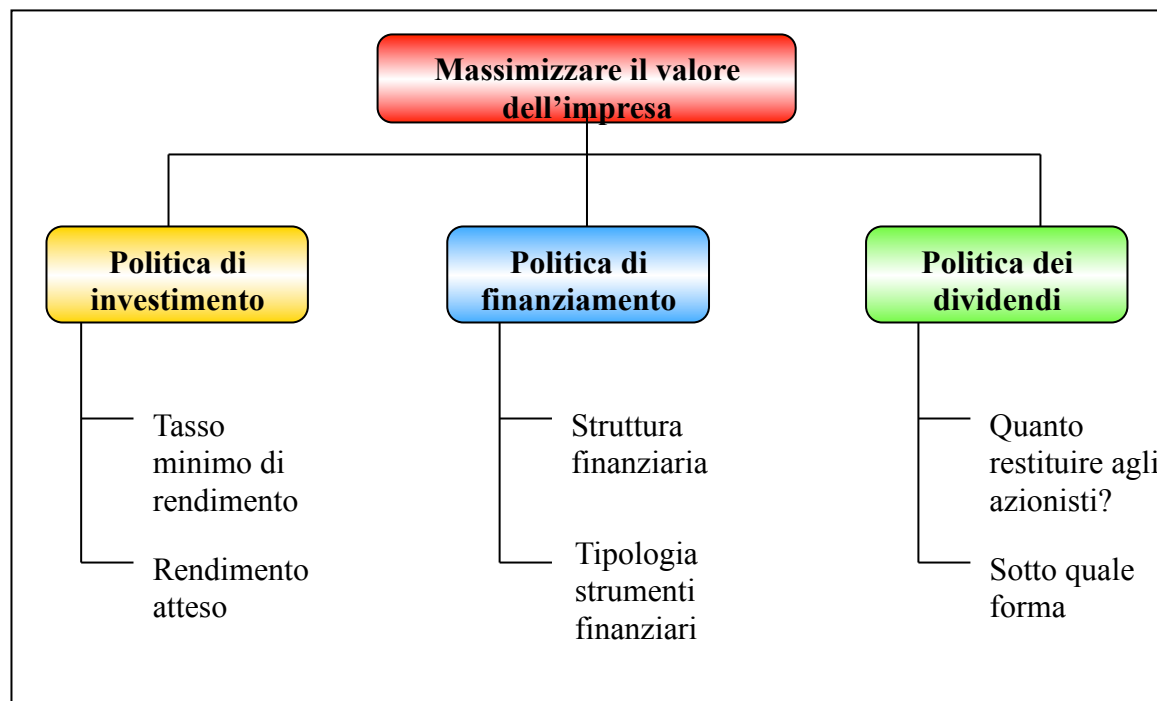
L'impresa risulta vincente se e nella misura in cui riesce a creare "qualcosa" che abbia *valore* per tutti i suoi interlocutori (*stakeholder*)

La creazione di valore del capitale è un obiettivo:

- ✓ Razionale
- ✓ Stimolante
- ✓ Misurabile
- ✓ Di larga accettazione



# Le “leve” per la creazione di valore

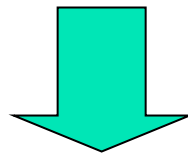




# Creazione di valore, aspettative degli azionisti e decisioni di investimento

---

In che modo una gestione orientata alla creazione di nuovo valore può soddisfare pienamente ed allo stesso modo soggetti che presentano funzioni di utilità diverse gli uni dagli altri e che pertanto possono esprimere preferenze differenti per quanto concerne la crescita del capitale e la distribuzione degli utili?



Teorema della separazione di Fisher





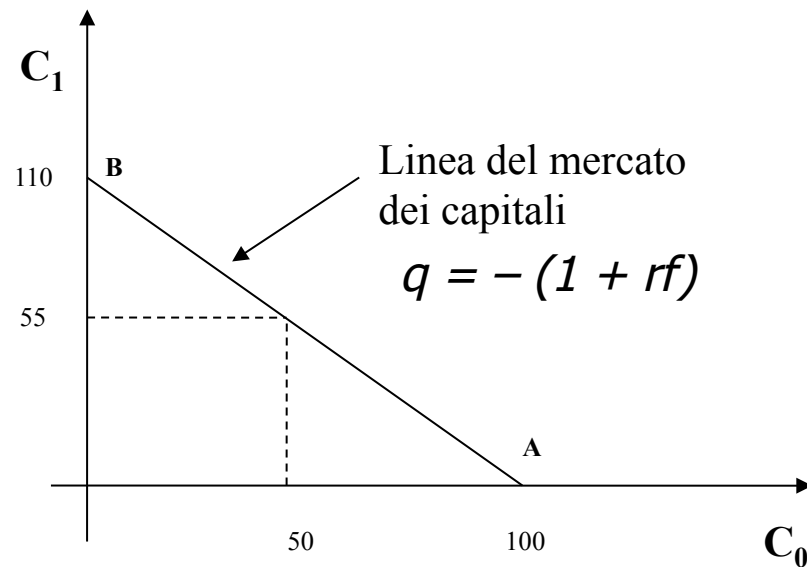
# Il teorema della separazione di Fisher (1)

---

Le ipotesi:

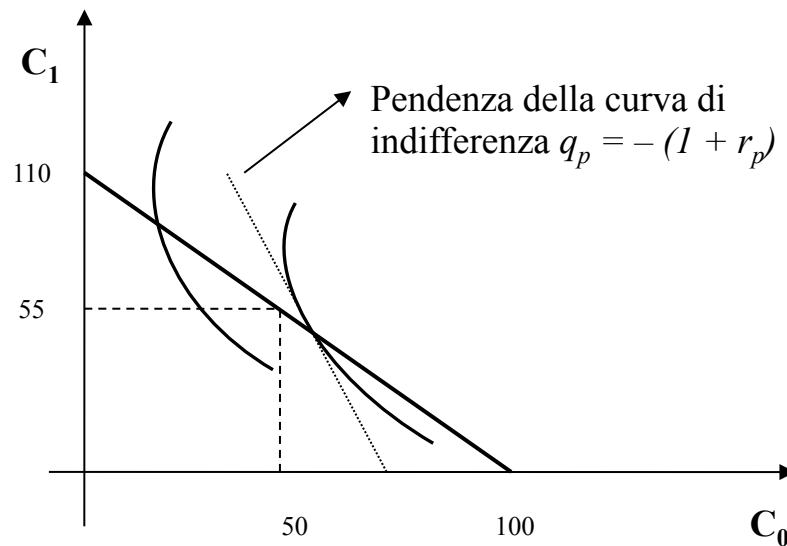
- ✓ Mercati perfetti
- ✓ Presenza di operatori razionali
- ✓ Assenza di rischio (condizione di certezza)
- ✓ Presenza di un unico tasso di interesse *risk free*
- ✓ Valore finanziario del tempo

## Il teorema della separazione di Fisher (2)



L'investitore può muoversi lungo la linea del mercato dei capitali prendendo e concedendo prestiti allo stesso tasso

## Strategie di *lending* e *borrowing* (1)



La combinazione tra consumo attuale e consumo futuro scelta dall'investitore dipende dalle sue preferenze personali, espresse graficamente dalle curve di indifferenza



## Strategie di *lending* e *borrowing* (2)

---

Pendenza della curva del  
mercato dei capitali

→  $q = -(1 + rf)$

Pendenza della curva di  
indifferenza

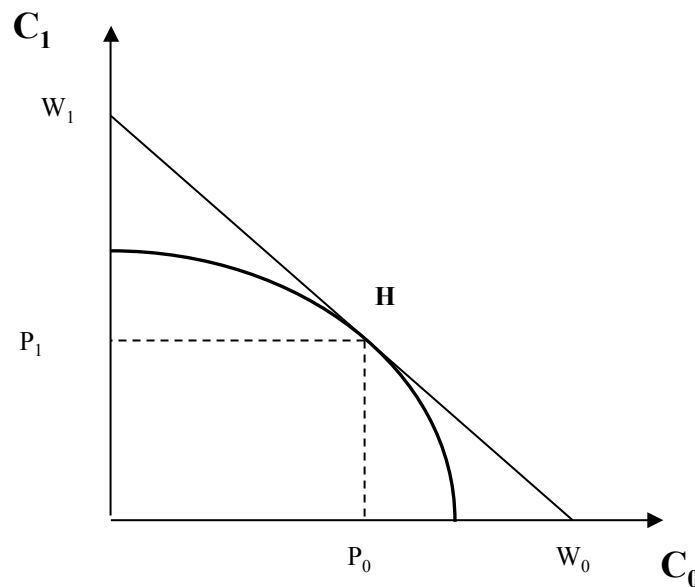
→  $q_p = -(1 + rp)$

Se  $q > q_p$  →  $rf < rp$  → *Borrowing*

Se  $q = q_p$  →  $rf = rp$  → Pendenze uguali

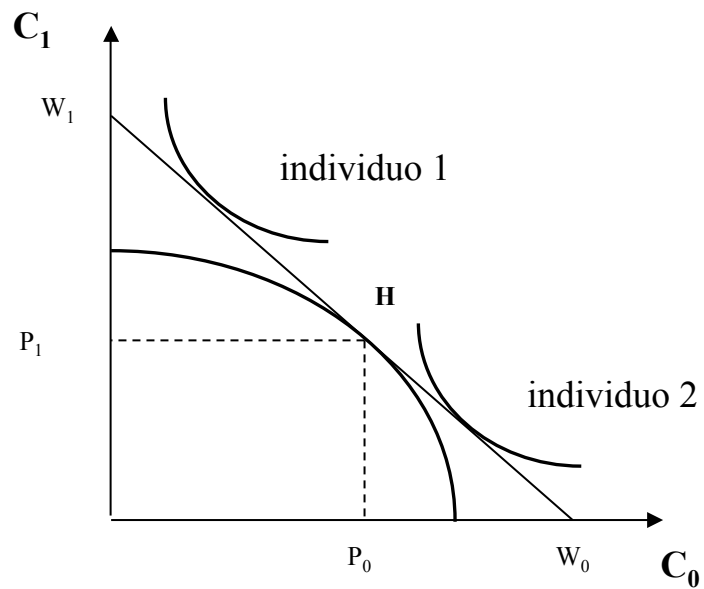
Se  $q < q_p$  →  $rf > rp$  → *Lending*

# L'introduzione delle imprese nel modello



Le imprese hanno pertanto la possibilità di muoversi sia lungo la linea del mercato dei capitali (attraverso attività di *lending* o *borrowing*), sia lungo la linea delle opportunità produttive

# Il modello finale



$$W_0 = C_0 + \frac{C_1}{1+r}$$

La parità tra i tassi attivi e passivi assicura l'equilibrio



# Valore e sistemi di *corporate governance*

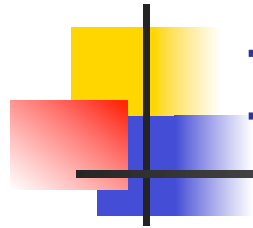
---

## **Modelli a proprietà chiusa**

- ✓ Coincidenza tra proprietà e controllo
- ✓ Strategie di lungo periodo
- ✓ Rapidità del processo decisionale
- ✓ Scarsa apertura verso i mercati
- ✓ Scarso livello di capitalizzazione
- ✓ Eccessivo indebitamento

## **Modelli a proprietà diffusa**

- ✓ Separazione tra proprietà e controllo
- ✓ Azionariato diffuso
- ✓ Competenze del management
- ✓ Facile reperibilità di capitali
- ✓ Costi di agenzia del capitale proprio



# I modelli teorici di riferimento

---

1. Shareholder value approach (Usa)
2. Teoria di creazione del valore (Europa)

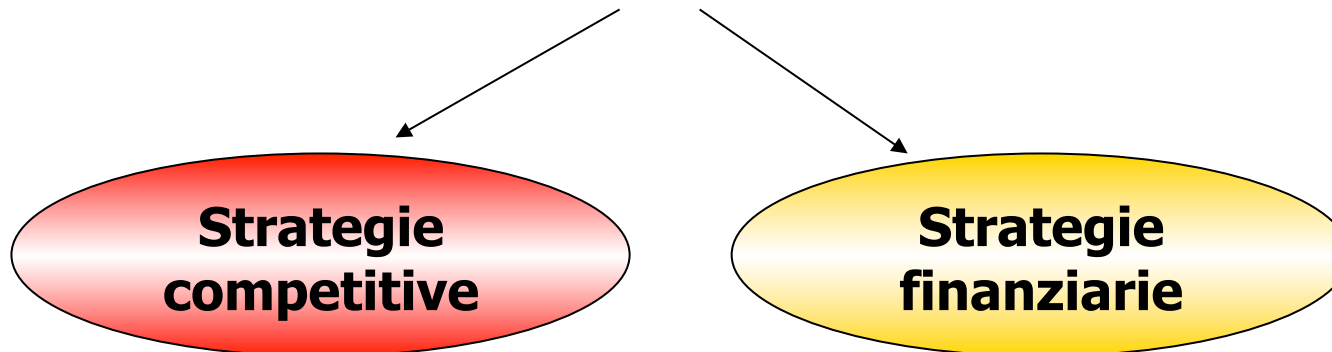




# Le problematiche da affrontare

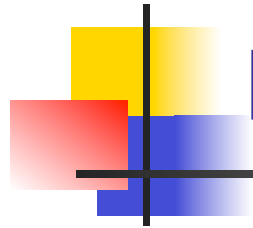
---

**Necessita' di coniugare**



Inoltre:

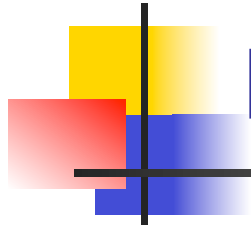
- ✓ Inadeguatezza delle tradizionali misure contabili
- ✓ Rischio crescente di scalate ostili
- ✓ Crescita dei costi di agenzia
- ✓ Ruolo degli investitori istituzionali



## Lo shareholder value approach (SVA)

---

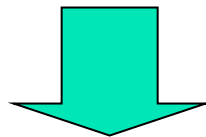
- ✓ Massimizzazione del valore di mercato
- ✓ Creazione di valore per gli azionisti
- ✓ Ottica gestionale
- ✓ Criteri finanziari
- ✓ Tutela contro scalate ostili



# La Teoria di creazione del valore

---

- ✓ Diverso contesto di riferimento
- ✓ Mercati meno efficienti
- ✓ Impossibilità di individuare come obiettivo la max del valore di mercato



Massimizzazione del  
**capitale economico**



## Un confronto

---

<b>SVA</b>	<b>TCV</b>
Max valore di mercato	Max valore capitale economico
Strumento di gestione	Strumento di gestione e di controllo
Metodi finanziari	Metodi reddituali e finanziari