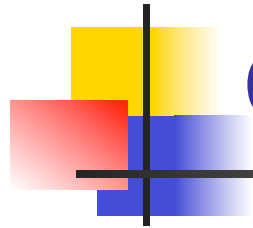




Corso di Finanza aziendale

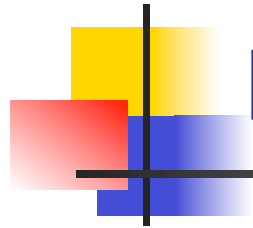
Gli obiettivi della Finanza aziendale

Dott.ssa Roberta Pace
Università degli Studi dell'Aquila
a.a. 2017-2018



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

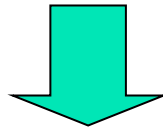
Capitoli 1, 3, 9, 10, 11, 12, 13

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



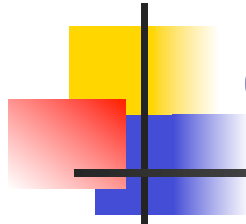
Il valore come obiettivo aziendale

➡ 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.

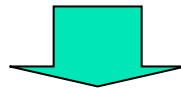
Limiti:

- ✓ 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?



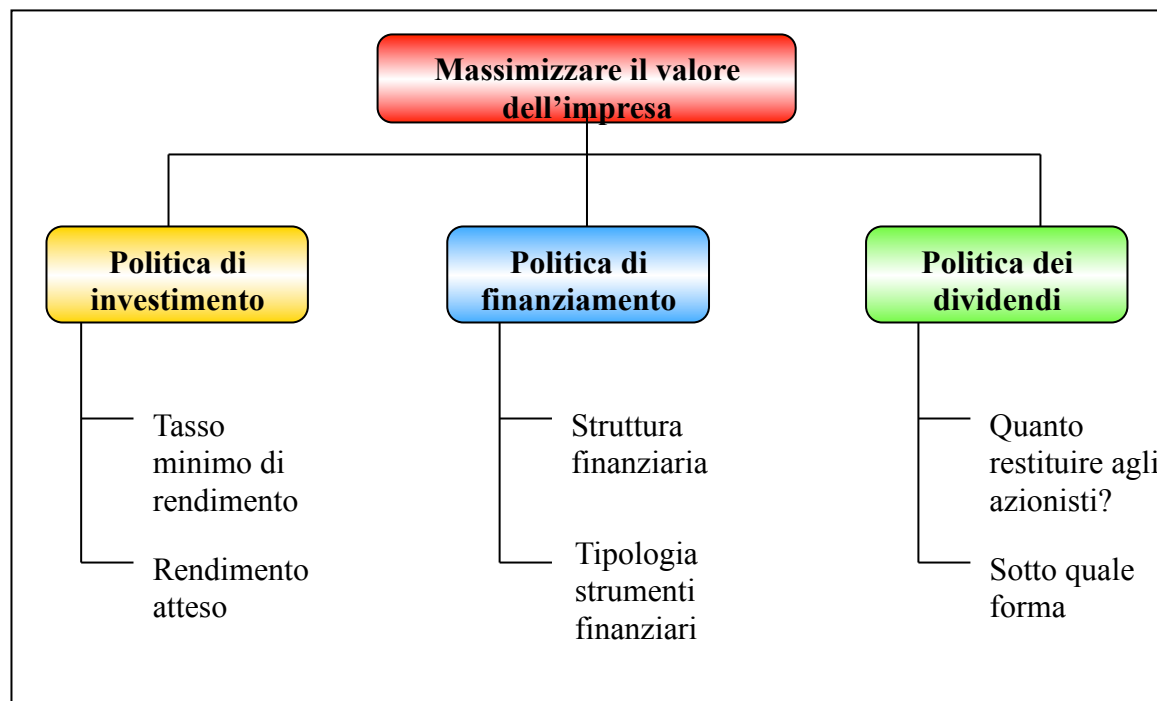
L'impresa risulta vincente se e nella misura in cui riesce a creare "qualcosa" che abbia *valore* per tutti i suoi interlocutori (*stakeholder*)

La creazione di valore del capitale è un obiettivo:

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



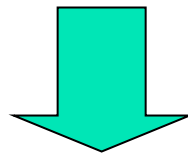
Le “leve” per la creazione di valore





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

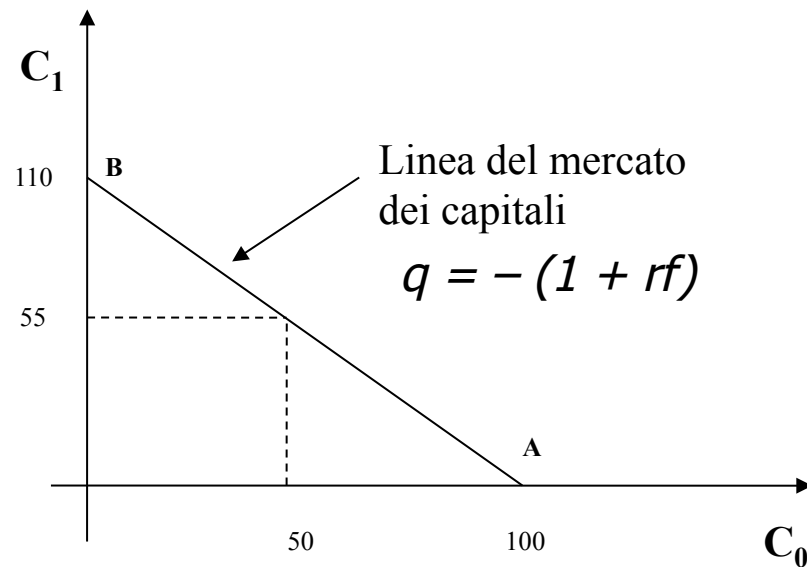


Il teorema della separazione di Fisher (1)

Le ipotesi:

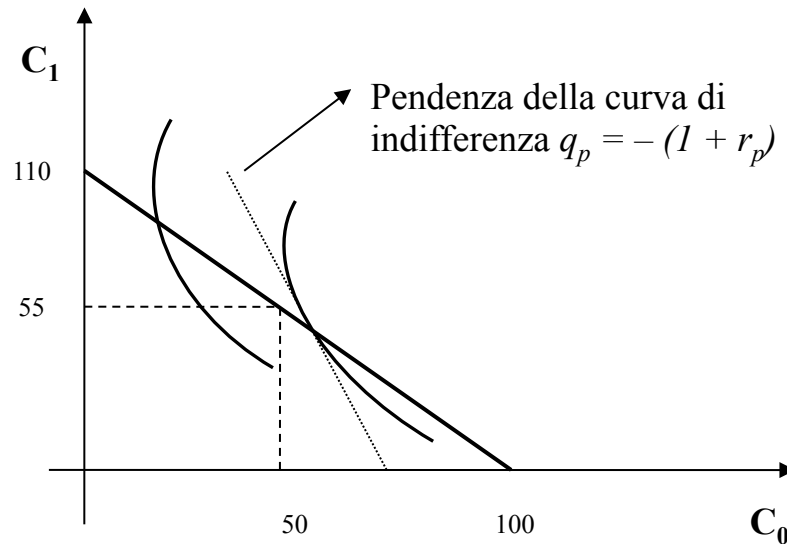
- ✓ Mercati perfetti
- ✓ Presenza di operatori razionali
- ✓ Assenza di rischio (condizione di certezza)
- ✓ Presenza di un unico tasso di interesse *risk free*
- ✓ Valore finanziario del tempo

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

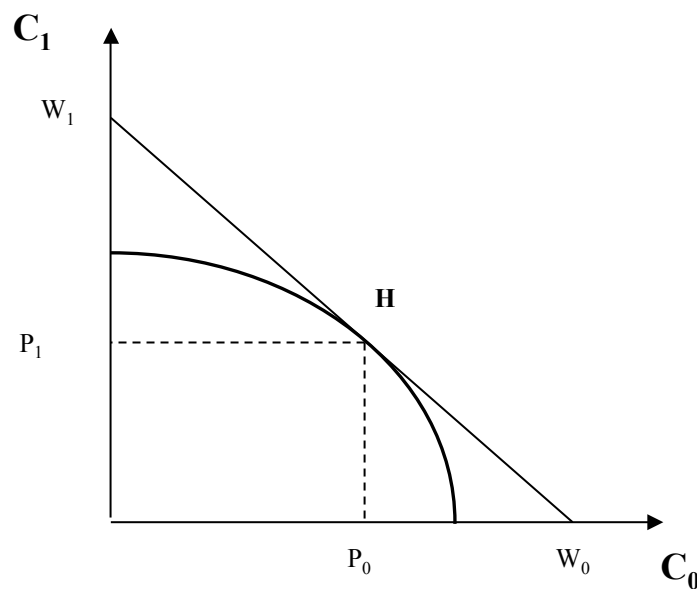
→ $q_p = -(1 + rp)$

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

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

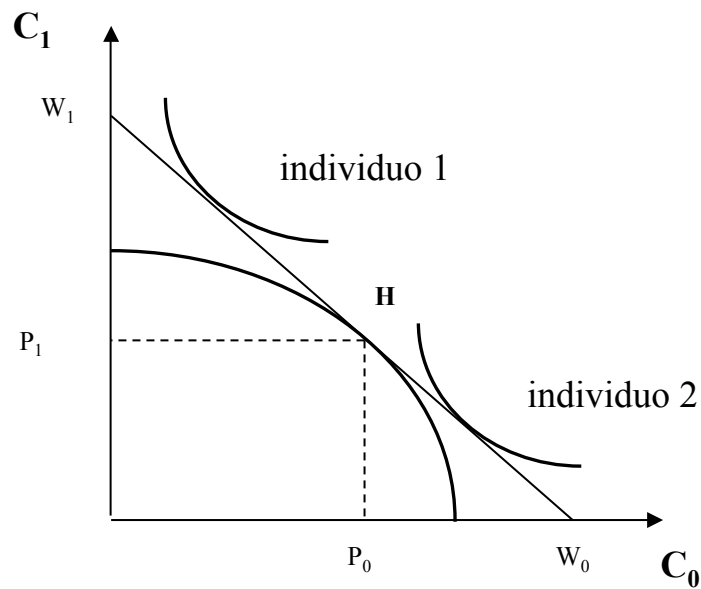
Se $q < q_p$ → $rf > rp$ → *Lending*

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



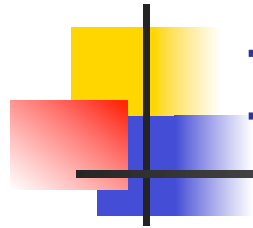
Valore e sistemi di *corporate governance*

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



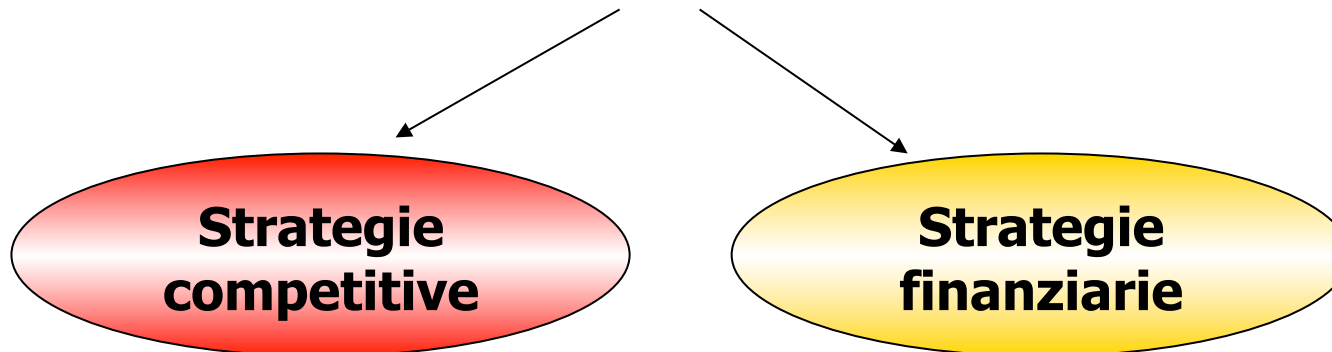
I modelli teorici di riferimento

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



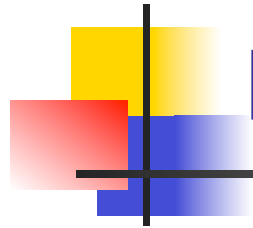
Le problematiche da affrontare

Necessita' di coniugare



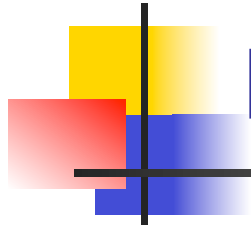
Inoltre:

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



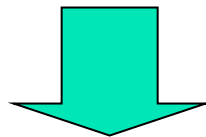
Lo shareholder value approach (SVA)

- ✓ 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

SVA	TCV
Max valore di mercato	Max valore capitale economico
Strumento di gestione	Strumento di gestione e di controllo
Metodi finanziari	Metodi reddituali e finanziari