

Antonio Renzi - Francesca Iandolo

# Finanza d'impresa e valore



Giappichelli

## INTRODUZIONE

Lo studio della finanza d'impresa ha assunto, nell'ambito della teoria economica e degli studi di management, valenza centrale sia a livello macro che microeconomico. In particolare, parallelamente all'evolversi dei sistemi di mercato e produttivi e delle forme di impresa in esso operanti, l'ambito della disciplina si è esteso fino a comprendere, oltre alla finanza d'impresa intesa in senso stretto, anche elementi propri della teoria dei mercati finanziari e dell'economia degli intermediari finanziari. L'impresa, infatti, si configura come una unità generalmente in deficit, in ragione dello sfasamento temporale che occorre tra attività reali e finanziarie, nonché della necessità regolare di risorse finanziarie, di natura durevole o meno, che generalmente eccedono quelle prodotte dalla gestione, ossia riconducibili esclusivamente a processi di autofinanziamento. Tali sfasamenti temporali originati dalle modalità di regolamento degli scambi, implicano, per gli operatori del sistema economico, la necessità di riequilibrare, mediante il ricorso a strumenti finanziari, i flussi monetari in entrata con quelli in uscita.

In tale quadro, il sistema finanziario svolge una funzione “infrastrutturale” rispetto alle esigenze finanziarie dei risparmiatori e delle imprese. I circuiti finanziari propri dell'economia moderna consentono, infatti, di combinare, mediante meccanismi di trasferimento dei fondi, l'esigenza di allocazione del risparmio con quella di raccolta del capitale finalizzata alla costituzione, al mantenimento e allo sviluppo delle attività produttive.

In tale quadro, per lo studio della finanza d'impresa, è necessario approfondire la trattazione di alcuni concetti base relativi al sistema finanziario quale insieme di mercati, intermediari e strumenti posti a supporto delle attività produttive e dei risparmiatori attraverso lo svolgimento di una funzione di intermediazione nell'ambito delle transazioni finanziarie.

A ciò si aggiungono i profondi cambiamenti che, soprattutto di recente, hanno interessato i fenomeni economici in maniera trasversale, con forti ripercussioni sulla vita delle imprese: la finanziarizzazione dell'economia (Golinelli, 2003), l'evoluzione della stessa verso un'economia della conoscenza (Rullani, 2004), e la conseguente rilevanza degli *intangibles*.

Per ciò che riguarda il primo punto, la crescente importanza dell'elemento finanziario si traduce sia nel sempre maggior impatto che ciò che avviene nei mercati ha sull'economia reale, sia nell'utilizzo, da parte delle imprese, di metodologie e

tecniche valutative di tipo finanziario. Tali due elementi trovano un punto d'incontro laddove le metriche valutative utilizzate dalle imprese hanno come interlocutore privilegiato proprio i mercati finanziari. L'economia moderna, poi, è definita economia della conoscenza, intesa, quest'ultima, come processo accumulativo virtuoso che supera la normale economia dell'informazione poiché quest'ultima non viene considerata separatamente dai processi di apprendimento che la producono, ma al contrario è in essi compresa e ad essi dinamicamente contribuisce. Questa definizione, nell'ambito dei processi relativi alla finanza d'impresa, deve essere ampliata alla considerazione della centralità che, oggi, gli elementi immateriali assumono nel raggiungimento di posizioni di vantaggio competitivo e nei processi di creazione di valore delle imprese. Ciò in considerazione, principalmente, di due elementi: il valore attribuito ai beni è legato ad elementi sempre più intangibili (esperienza, servizio) e, ancor prima di essere attribuito, esso è determinato dalla forza lavoro, anch'essa sempre più caratterizzata da contributi di natura immateriale.

In questo scenario, il ruolo della finanza d'impresa, accanto a strumenti, tecniche e metodologie di calcolo sempre più strutturate e tese a far emergere le interazioni tra impresa stessa, mercati finanziari ed operatori, si arricchisce con elementi di natura manageriale, che possano supportare ed orientare il management finanziario verso scelte in grado di garantirne la sopravvivenza in un contesto sempre più mutevole ed incerto.

Il volume *Finanza d'impresa e valore*<sup>1</sup> nasce con lo scopo di contribuire a quanto sin qui esposto. Esso è articolato in tre parti: la prima *Finanza e impresa* mira a tracciare un quadro complessivo del sistema finanziario e delle caratteristiche delle imprese che in esso operano. Il Capitolo 1, *Sistema finanziario e finanza d'impresa. Un quadro d'insieme*, descrive la dimensione finanziaria dell'impresa a partire dal suo contesto, con particolare riferimento alla descrizione dei meccanismi propri del sistema finanziario e del suo ruolo rispetto all'economia reale e alle

---

<sup>1</sup> Alcune parti del presente Volume sono tratte liberamente da: Renzi A., 2012, "Il CAPM nel governo dell'impresa", in Renzi A., Sancetta G., Gennaro A., *Costo del capitale e governo dell'impresa. Fondamentali e comunicazione d'impresa nella prospettiva rischio-rendimento*, Giappichelli, Torino; Renzi, 2013, "Approfondimento DCF: l'equity cost di un nuovo business", in Renzi A., Vagnani G. (a cura di), *Imprenditorialità, capitale di sviluppo e valore*, Giappichelli, Torino; Renzi A., Sancetta G., Orlando B. (2015), "A bottom up approach to unlevered risk in a financial and managerial perspective", in Giuseppe S., Strangio D. (edit by), *Italy in The European Context. New Perspective of Research in Economics, Environment and Business*, Palgrave; Renzi A., 2005, *Criteri di analisi finanziaria nell'economia d'impresa. Flussi finanziari, mercati e valore*, Giappichelli, Torino; Renzi A., Vagnani G., 2018, *Fabbisogno finanziario, equilibrio e redditività*, Giappichelli, Torino. Renzi A., 2012, "Dalla portfolio theory al capital asset pricing model", in Renzi A., Sancetta G., Gennaro A., *Costo del capitale e governo dell'impresa. Fondamentali e comunicazione d'impresa nella prospettiva rischio-rendimento*, Giappichelli, Torino; Renzi A. (2012) *Slack organizzativo, rischio e opzioni reali. La ricerca del trade-off tra sviluppo e razionamento delle risorse*, Cedam, Padova; Iandolo F., Pesic V., Sancetta G., "La valutazione di un nuovo business: intangibles, DCF, multipli e venture capital method", in Renzi A., Vagnani G., 2013, *Imprenditorialità, capitale di sviluppo e valore*, Giappichelli, Torino.

imprese. Dopo aver approfondito i meccanismi di intermediazione finanziaria e l'efficienza allocativa ed informativa del sistema finanziario, il focus si sposta sulla finanza d'impresa attraverso la descrizione generale delle tre fasi caratterizzanti il management finanziario: l'acquisizione, l'allocazione e la remunerazione del capitale. Successivamente, si traccia l'evoluzione della funzione finanziaria nell'economia d'impresa, che si concretizza principalmente nel passaggio dalla cosiddetta finanza tradizionale alla finanza allargata/integrata. Infine, si approfondiscono le relazioni tra funzione finanziaria, reddito ed inflazione ed il ruolo della finanza di impresa come potenziale centro di profitto, con i connessi rischi legati alla citata "finanziarizzazione" delle attività imprenditoriali. Successivamente, il Capitolo 2, *Fabbisogno finanziario e principali fonti di finanziamento*, tratta il concetto di fabbisogno finanziario d'impresa e le principali fonti di finanziamento, analizzando le diverse aree del fabbisogno finanziario e l'andamento dello stesso in funzione della dinamica evolutiva dell'impresa. Le singole componenti del fabbisogno finanziario vengono, poi, analizzate nel dettaglio, sia con riferimento a criteri di natura temporale (fabbisogno di capitale circolante e fisso), sia con riferimento alle fonti di copertura finanziaria (esterne e interne), anch'esse descritte in relazione a criteri di durata. Particolare spazio è dedicato, poi, al Patrimonio Netto inteso come fonte di finanziamento con valenza strategica, specificamente in relazione al rafforzamento patrimoniale dell'impresa rispetto a processi di crescita ed innovazione. Il tema dell'equity, poi, viene analizzato rispetto alle operazioni di *venture financing*, anche con riferimento all'intervento di particolari categorie di intermediari finanziari specializzati nella copertura del fabbisogno finanziario di *start up* innovative. Infine, si propone un'analisi della relazione tra patrimonio netto e dinamica evolutiva dell'impresa, con riferimento ai processi di ritenzione degli utili finalizzati alla auto-generazione di liquidità aggiuntiva, specialmente in presenza di imprese a forte propensione innovativa.

La seconda parte, *Equilibrio finanziario e redditività*, mira ad analizzare il tema citato con riferimento ad analisi finanziarie generali, tipicamente di natura contabile; successivamente propone la prospettiva della *supply chain finance* come modalità di ricerca di equilibrio e gestione della redditività in contesti che si caratterizzano sempre più per una forte disintermediazione e, infine, analizza la relazione che esiste tra struttura finanziaria e redditività.

In dettaglio, il Capitolo 3, *L'equilibrio finanziario*, affronta il tema dell'equilibrio finanziario tramite diverse forme di analisi finanziaria di tipo contabile, articolate tramite un'ottica temporale decrescente. La prima riguarda l'analisi dell'equilibrio finanziario statico attraverso margini e indici che consentono di valutare una sorta di equilibrio (o squilibrio) potenziale riconducibile alle interrelazioni statiche tra fonti di finanziamento e impieghi di capitale, con un particolare focus sull'attivo corrente netto, ed altri indicatori ad esso collegati, quale strumento base per stimare potenziali eccedenze o carenze di liquidità rispetto agli impegni assunti dall'impresa verso soggetti terzi. Si analizzano, poi, i flussi, auto-generati (o economici) e strutturali (o non economici), di attivo corrente netto intesi come flussi finanziari

complessivi, inclusivi cioè delle variazioni di periodo sia della liquidità effettiva che delle poste “quasi liquide” considerate al netto delle fonti ad alta esigibilità. Quest’analisi è prodromica all’analisi dei *cash flow*, ossia dei flussi finanziari aventi natura monetaria ed alla trattazione del rendiconto finanziario come strumento contabile a supporto della sua determinazione. Infine, viene analizzata la gestione dei flussi di tesoreria a livello di gruppo aziendale secondo le logiche del cosiddetto *cash pooling*.

Il Capitolo 4, *L’equilibrio finanziario nella prospettiva di supply chain finance*, propone un focus sulla *supply chain finance*, intesa come insieme di soluzioni inter-organizzative per la gestione del capitale circolante di filiera, al fine di garantire una migliore gestione del rischio ed una maggiore resilienza, valorizzando, così, il ruolo che ciascun attore economico ricopre all’interno della supply chain in cui opera e le sue relazioni con gli altri attori della filiera.

Chiude la seconda parte il Capitolo 5, *Struttura finanziaria e redditività*, dedicato alla relazione tra struttura finanziaria contabile e redditività. In primo luogo, viene analizzata la propensione dell’impresa all’indebitamento, da un punto di vista statico e dinamico. Successivamente alla definizione delle componenti della struttura finanziaria, viene proposta un’analisi dei tre principali indici di indebitamento che qualificano, in termini relativi, il peso dei debiti finanziari rispetto alle attività reali e al patrimonio netto. In secondo luogo, viene approfondita la redditività operativa degli investimenti netti e la sua capacità di offrire indicazioni di sintesi fondamentali rispetto alla capacità dell’impresa di remunerare il capitale attraverso il normale svolgimento del ciclo operativo. Infine, viene analizzata la redditività netta dell’impresa anche alla luce del cosiddetto effetto leva finanziaria. In questo caso, non ci si limita ad un approccio meccanicistico all’analisi della relazione tra l’indebitamento dell’impresa e la redditività residuale per i soggetti detentori di quote del capitale di rischio, ma si approfondisce il connubio tra struttura del capitale e redditività anche tenendo conto dei limiti all’indebitamento, legati soprattutto ad un insieme di effetti distorsivi che i debiti finanziari provocano sul profilo economico-finanziario e sul rischio dell’impresa.

Segue la parte terza, che tratta di *Valore d’impresa e decisioni di investimento*. In questa sezione, si approfondisce il concetto di valore e di valore nel tempo, poi ci si focalizza sulle diverse dimensioni in base alle quali è possibile giungere ad una stima del valore creato dall’impresa.

In particolare, il Capitolo 6, *Valore, tempo e costo del capitale. Concetti introduttivi*, inquadra il tema del valore nell’economia d’impresa e nella prospettiva finanziaria, a partire dalla distinzione tra valore contabile e valore economico. Successivamente all’aver chiarito tale distinzione, la trattazione si focalizza sul concetto di valore economico, introducendo, in primo luogo, i concetti di valore intrinseco e valore di mercato, in secondo luogo, la formalizzazione di tre parametri base del valore nella prospettiva finanziaria, ovvero il Valore Attuale, il Valore Attuale Netto e il Tasso Interno di Rendimento. Il capitolo si chiude con la presentazione di

una prospettiva fondamentale nell'ambito della teoria finanziaria del valore, in particolare per ciò che riguarda l'analisi, in condizioni di certezza, delle relazioni tra consumi, tempo e investimenti produttivi.

Ampio spazio al tema del calcolo del valore viene dato nell'ambito del Capitolo 7, *Valore Azionario, Enterprise Value e Valutazione dei Progetti d'Investimento*. In primo luogo, si analizza la struttura finanziaria attesa ed il processo di creazione del valore basato sul confronto tra redditività e costo del capitale e, in secondo luogo, si tratta il tema della valutazione dell'impresa nelle prospettive *asset side* ed *equity side*. La trattazione in tal senso si concentra sia sui metodi di valutazione definiti indiretti (compresi quelli non strettamente finanziari, quali i metodi reddituali, patrimoniali e misti), sia sui metodi definiti diretti, questi ultimi includenti anche strumenti di stima diretta tipicamente utilizzati nel campo dell'*entrepreneurial finance*. Nella parte finale del capitolo formano oggetto di approfondimento i tradizionali strumenti di capital budgeting volti alla selezione, in un'ottica di massimizzazione del valore economico, dei progetti di investimento in attività reali.

La parte quarta, *Valore, costo del capitale e rischio*, mira ad approfondire il legame che esiste tra le scelte delle imprese in termini di creazione del valore e rischio, specifico e sistematico.

In particolare, il Capitolo 8, *Struttura finanziaria, costo del capitale e valore*, analizza le principali teorie relative alle relazioni tra struttura finanziaria, costo del capitale e valore d'impresa. Formano oggetto della trattazione il Teorema proposto da Modigliani e Miller, la Teoria del Trade-Off, la Teoria delle Relazioni di Agenzia e la Pecking Order Theory (Teoria dell'Ordine di Scelta). Il Capitolo si conclude affrontando il tema del trade-off tra distribuzione dei dividendi e autofinanziamento, che consente di approfondire lo studio del legame tra struttura finanziaria e valore economico alla luce degli effetti, in termini di composizione del capitale, delle scelte in merito alla distribuzione del risultato d'esercizio ed ai connessi processi di autofinanziamento. Il Capitolo 9, *Analisi rischio-rendimento e costo dell'equity*, poi, esamina i passaggi fondamentali della teoria finanziaria attinenti alla relazione rischio-rendimento del capitale azionario. Nel dettaglio, l'analisi ivi proposta prende le mosse dal concetto di preferenze individuali degli investitori e dalla connessa Teoria di Portafoglio di Markowitz. Successivamente, l'analisi si concentra in maniera specifica sull'ipotesi di equilibrio del mercato azionario e sul modello rischio-rendimento del *Capital Asset Pricing Model* come principale strumento per la determinazione dell'*equity cost*.

Il Capitolo 10, *Analisi rischio-rendimento in una prospettiva manageriale. L'approccio bottom-up*, in seguito, propone una rivisitazione della relazione rischio-rendimento nella prospettiva *bottom-up*, a partire dai principali studi di matrice aziendalistica che hanno evidenziato il legame tra esposizione al rischio sia specifico sia sistematico ed elasticità delle performance d'impresa rispetto alla volatilità di natura ambientale. Viene, successivamente, proposta un'evoluzione dell'approccio *bottom-up* basata sul passaggio dall'ipotesi di stazionarietà dei fonda-

mentali aziendali ad un'ipotesi più realistica di instabilità delle componenti endogene ed esogene al rischio.

Il Capitolo 11, *Valore della flessibilità e gestione dinamica del rischio. Opzioni finanziarie e opzioni reali*, analizza il valore della flessibilità decisionale. In particolare, l'analisi prende le mosse dalla distinzione tra flessibilità ex ante e flessibilità ex post e collega ad esse le diverse alternative, in termini di opzioni, che possono caratterizzare le decisioni d'impresa. A valle di tale distinzione, il Capitolo si concentra, in primo luogo, sulle opzioni finanziarie e sui principali modelli di *pricing* delle stesse e, successivamente, sulle opzioni reali intese come strumento per catturare la parte di valore dei progetti di investimento conseguente al grado di manovrabilità dei progetti stessi.

Infine, il Capitolo 12, *Valore obbligazionario e rischio di credito*, descrive le principali dimensioni del rischio di credito ed i principali strumenti utili per la sua copertura e stima. Formano oggetto della trattazione i metodi base utilizzati per il calcolo del rendimento di un'obbligazione, il processo di rating ed i differenziali di rendimento tra le varie categorie di obbligazioni, e gli strumenti di copertura del rischio di credito, quest'ultimi trattati a livello introduttivo. Si passa, poi, ad illustrare "l'opzione di insolvenza" legata ai *corporate bond* societari e, nella parte finale, vengono introdotti il rischio di volatilità dei valori obbligazionari connesso alle oscillazioni dei tassi di interesse e il modello del Value at Risk.

Roma, ottobre 2022

*Antonio Renzi  
Francesca Iandolo*

Parte prima  
FINANZA E IMPRESA





## Capitolo 1

# SISTEMA FINANZIARIO E FINANZA D'IMPRESA: UN QUADRO D'INSIEME

### 1.1. *Introduzione*

L'impresa acquisisce *input* reali per trasformarli in prodotti finiti da collocare, ad un dato prezzo, presso il mercato di sbocco. L'acquisizione dei fattori della produzione, anticipata rispetto al perseguimento dei ricavi, implica per le imprese una condizione di fabbisogno finanziario da cui scaturisce la raccolta di capitale, sotto forma di debito e/o pieno rischio, che dal punto di vista del finanziatore (o finanziatori) si qualifica come attività finanziaria (Giovannini, 1982).

Il capitale, dunque, rappresenta il primo *input* necessario all'attività di impresa, in quanto la sua acquisizione si pone a monte rispetto ai processi di approvvigionamento, trasformazione e vendita mediante i quali il management aziendale persegue obiettivi di profitto.

Lo studio della dimensione finanziaria dell'impresa non può, dunque, prescindere dal contesto di riferimento, in particolare dai rapporti tra l'impresa e il sistema finanziario.

Da un punto di vista teorico, gli studi in materia finanziaria assumono valenza sia a livello macro che microeconomico: scopo generale della teoria finanziaria è l'analisi dei flussi di capitale che si manifestano all'interno del sistema economico e nell'ambito di ciascun operatore che lo compone. In particolare, tale ambito di studi attiene alla teoria dei mercati finanziari, alla finanza d'impresa e all'economia degli intermediari finanziari. Si tratta di filoni di studio tra loro interdipendenti, nel senso che la struttura e il funzionamento del mercato finanziario, la dinamica finanziaria delle aziende e l'attività svolta dalle società che intermediano i flussi di capitale rappresentano tre aspetti propri di un'economia in cui alle posizioni in avanzo finanziario si contrappongono quelle in disavanzo finanziario (Monti, Onado, 1982, pp. 22-25).

Sono, quindi, propedeutici allo studio della finanza d'impresa alcuni concetti base relativi al sistema finanziario quale insieme di mercati, intermediari e strumenti

posti a supporto delle attività produttive e dei risparmiatori attraverso lo svolgimento di una funzione di intermediazione nell'ambito delle transazioni finanziarie.

Scopo del presente Capitolo è descrivere la dimensione finanziaria dell'impresa a partire dal suo contesto di riferimento.

Il Capitolo prende le mosse da una descrizione dei meccanismi propri del sistema finanziario e del suo ruolo rispetto all'economia reale e alle imprese. In particolare, nella prima parte del presente Capitolo formano oggetto di approfondimento soprattutto i meccanismi di intermediazione finanziaria da un lato, l'efficienza allocativa ed informativa del sistema finanziario dall'altro.

Dopo aver inquadrato la relazione tra sistema finanziario ed economia reale, il focus si sposta sulla finanza d'impresa attraverso la descrizione generale delle tre fasi caratterizzanti il management finanziario, ossia l'acquisizione, l'allocazione e la remunerazione del capitale.

Il passo successivo riguarda l'evoluzione della funzione finanziaria nell'economia d'impresa, che si concreta principalmente nel passaggio dalla cosiddetta finanza tradizionale alla finanza allargata/integrata. In tale quadro, viene fornita una breve descrizione del ruolo strategico spettante al direttore finanziario.

Infine, il presente Capitolo si conclude con due approfondimenti concernenti: le relazioni tra funzione finanziaria, reddito ed inflazione; la finanza di impresa come potenziale centro di profitto ed i connessi rischi legati alla "finanziarizzazione" delle attività imprenditoriali.

## 1.2. *Il sistema finanziario: profili generali*

Nell'economia moderna, le transazioni dei beni si realizzano per mezzo della moneta che si qualifica come attività finanziaria, la cui emissione avviene, cioè, in assenza di una contropartita di beni reali (Ferrari *et al.*, 2012, p. 58).

La moneta, infatti, creata attraverso l'emissione di biglietti da parte della Banca Centrale e generata dai conti correnti bancari, emerge come passività finanziaria del soggetto emittente e come attività finanziaria del soggetto che la detiene sotto forma di risparmio liquido, quindi direttamente utilizzabile come strumento di pagamento.

Storicamente, il passaggio da moneta come bene reale avente un suo valore intrinseco alla moneta come attività finanziaria<sup>1</sup> ha determinato la corrispondenza tra flussi reali e finanziari all'interno del sistema economico: ad ogni transazione commerciale corrisponde un flusso finanziario tra due operatori. Per esempio, nel

---

<sup>1</sup> "La creazione di moneta assunse in pieno le caratteristiche dell'attività finanziaria con il passaggio dalla stadio di moneta merce a quello di moneta carta: cioè nel momento nel quale gli strumenti che venivano utilizzati per gli scambi non erano più beni reali, ma dei titoli rappresentativi e in forma via via minore e sempre più generica dei beni reali" (Demattè, 1990, p. 6).

cedere una quantità prestabilita di una merce, il venditore otterrà dall'acquirente o una quantità equivalente di moneta o la promessa a cedere detta quantità di moneta ad una data futura. Nel secondo caso si crea in capo al venditore una posizione creditoria e in capo all'acquirente una debitoria.

Emergono così rapporti di debito e di credito che costituiscono flussi di finanziamento all'interno del sistema economico. In particolare, si determinano posizioni debitorie, alle quali corrispondono speculari posizioni creditrici, per effetto, da un lato, del collocamento di mezzi di pagamento e, dall'altro, dell'insorgere di sfasamenti temporali tra il trasferimento dei beni reali e la contropartita monetaria. L'economia moderna, dunque, si qualifica come creditizia, essendo i movimenti dei beni reali speculari ai flussi di attività finanziarie costituite da moneta o da titoli rappresentativi della stessa.

Gli sfasamenti temporali originati dalle modalità di regolamento degli scambi implicano, per gli operatori del sistema economico, la necessità di riequilibrare, mediante il ricorso a strumenti finanziari, i flussi monetari in entrata con quelli in uscita.

In tale quadro, il sistema finanziario svolge la funzione di infrastruttura necessaria a soddisfare le esigenze finanziarie dei risparmiatori e delle imprese (Ferrari *et al.*, 2016, p. 2). I circuiti finanziari propri dell'economia moderna consentono, infatti, di combinare, mediante meccanismi di trasferimento dei fondi, l'esigenza di allocazione del risparmio con quella di raccolta del capitale finalizzata alla costituzione, al mantenimento e allo sviluppo delle attività produttive.

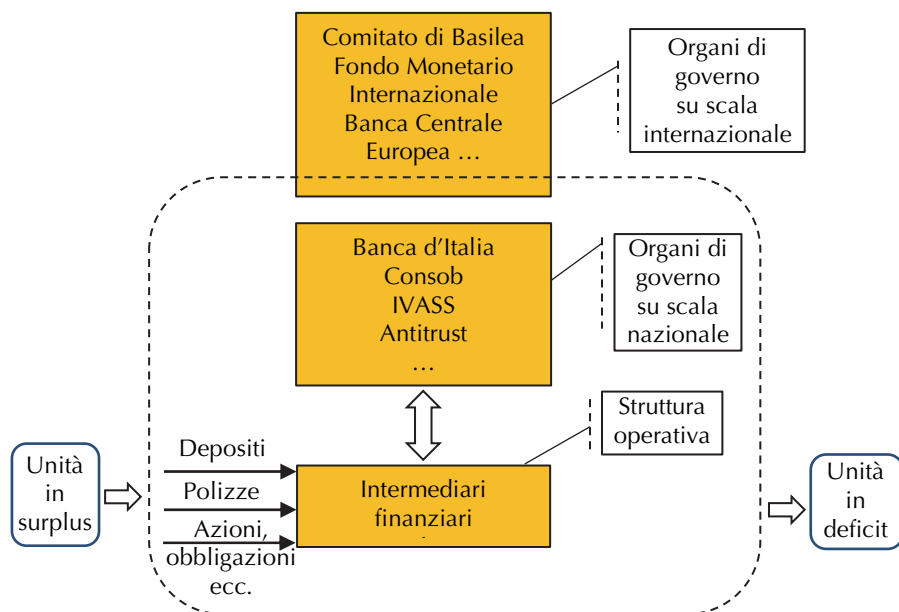
In generale, dunque, il sistema finanziario emerge come entità strumentale e di supporto al funzionamento dell'economia reale. Esso svolge molteplici funzioni che impattano in modo decisivo, a livello sia macro che microeconomico, sui processi di produzione e scambio di beni e servizi, sull'accumulazione del risparmio e sulle dinamiche monetarie. Più in dettaglio, il sistema finanziario contribuisce:

- a svolgere la funzione monetaria;
- alla raccolta del risparmio e alla sua riallocazione a favore di investimenti produttivi;
- alla diversificazione dei rischi connessi alle decisioni di investimento/finanziamento;
- alla creazione di meccanismi di trasmissione delle scelte di politica monetaria;
- alla definizione di regole comuni in ordine alle transazioni finanziarie;
- al controllo della stabilità nei processi di trasferimento delle risorse finanziarie.

L'espletamento di tali funzioni si estrinseca mediante una variegata gamma di strumenti, operatori, mercati ed istituzioni che qualificano il sistema finanziario come entità composita e complessa, caratterizzata da un vasto perimetro di relazioni di tipo sia orizzontale che verticale. Le prime sottendono alla necessità degli attori del sistema economico di dar luogo a transazioni finanziarie. Le relazioni verticali si riferiscono, invece, alla gerarchia tra gli organi deputati al governo e con-

trollo del sistema finanziario e l'insieme di operatori che agiscono all'interno dello stesso con diversi ruoli e in diversi ambiti geografici sia nazionali che internazionali (Alessandrini, 2021, p. 23).

Figura 1.1. – Le componenti del sistema finanziario



Fonte: Adattato da Golinelli, Gatti, Proietti, Vagnani, 2011, p. 256.

Come evidenziato in figura 1.1, le transazioni finanziarie si realizzano tra unità in surplus e unità in deficit.

Sul piano finanziario un operatore è definito *in surplus* ove risulti positivo il saldo tra i finanziamenti dallo stesso rispettivamente concessi e attinti. In altri termini, le unità in surplus identificano attori economici che, in un dato arco temporale, hanno accumulato risparmio, in virtù di un differenziale positivo tra attività finanziarie e passività finanziarie.

**Le unità in deficit** si caratterizzano, invece, per un saldo finanziario negativo, quindi per un volume di attività finanziarie inferiore rispetto al volume delle passività finanziarie. Tale condizione riguarda tipicamente l'aggregato imprese che, in ragione delle attività reali programmate, necessitano di risorse finanziarie eccedenti a quelle prodotte dalla gestione, ossia riconducibili a processi di autofinanziamento.

Si osserva, inoltre, che la formazione di un fabbisogno finanziario è connaturata all'attività di impresa ove la formazione dei ricavi si realizza in via posticipata ri-

spetto alla formazione dei costi che sottendono all'espletamento della funzione di produzione intesa in senso lato. Per cui, specie nella fase iniziale di una certa iniziativa imprenditoriale durante la quale non è possibile utilizzare la ritenzione degli utili come fonte di finanziamento, la capacità di reperire capitali esterni per la copertura del fabbisogno finanziario rappresenta un passaggio nodale affinché da una data idea di *business* possa scaturire un'effettiva attività produttiva. Un ragionamento simile riguarda le imprese il cui fabbisogno finanziario originato da progetti di investimento sia eccedente la capacità di autofinanziamento legata alla formazione di utili precedentemente capitalizzati.

Al contrario, l'aggregato famiglie si qualifica come strutturalmente in surplus, per effetto della possibilità di anticipare i ricavi ai costi. Ciò naturalmente vale a livello generale, nel senso che specifiche famiglie assumono la veste di operatori in deficit, allorquando gli investimenti e/o le spese ordinarie sostenute dalle stesse richiedono una liquidità aggiuntiva rispetto ai flussi di ricavi precedentemente incassati.

Un discorso a parte merita lo Stato, che emerge come unità potenzialmente in surplus, posto che gli incassi erariali non necessitano di un processo produttivo. In altre parole, lo Stato potrebbe, in linea teorica, operare in surplus nell'ipotesi in cui i costi connessi al funzionamento della Pubblica Amministrazione fossero inferiori alle entrate tributarie. Tuttavia, come è noto, gli Stati moderni operano con un saldo negativo tra attività e passività finanziarie, giacché il costo derivante dai servizi pubblici e dagli investimenti di natura infrastrutturale non trovano piena copertura nelle imposte dirette ed indirette.

L'analisi delle condizioni di surplus e deficit finanziario può essere condotta in termini di stock e/o di flussi: un soggetto in deficit (o in surplus) finanziario, operante cioè con uno stock di finanziamenti accordati inferiore (o maggiore) a quello dei finanziamenti attinti, può aumentare o ridurre la condizione di deficit (o surplus) per il combinarsi di flussi di attività e passività finanziarie in un determinato arco temporale (Alessandrini, 2021, pp. 26-27). Indicando con AF e PF rispettivamente le attività e le passività finanziarie si ha:

	Stock	Flussi	
Operatore in surplus	$AF > PF$	$\Delta AF > \Delta PF \rightarrow$	Incremento surplus finan.
Operatore in deficit	$AF < PF$	$\Delta AF > \Delta PF \rightarrow$	Riduzione deficit finan.
Operatore in surplus	$AF > PF$	$\Delta AF < \Delta PF \rightarrow$	Riduzione surplus finan.
Operatore in deficit	$AF < PF$	$\Delta AF < \Delta PF \rightarrow$	Incremento deficit finan.
Operatore in surplus	$AF > PF$	$\Delta AF = \Delta PF \rightarrow$	Surplus finan. Costante
Operatore in deficit	$AF < PF$	$\Delta AF = \Delta PF \rightarrow$	Deficit finan. Costante

In un dato arco temporale, i flussi di stock espressi dalle variazioni  $\Delta AF$  e  $\Delta PF$  possono determinare il passaggio da un risparmio netto ad un disavanzo netto ( $AF > PF \rightarrow AF < PF$ ) o viceversa ( $AF < PF \rightarrow AF > PF$ ). Quindi, mentre a livello gene-

rale il surplus o il deficit finanziario caratterizzano stabilmente macro-aggregati riferiti a categorie di operatori economici, specifici attori del sistema possono alterare le condizioni di avanzo e disavanzo netto in funzione di variazioni periodali del saldo tra lo stock di finanziamenti accordati al sistema economico e lo stock di finanziamenti attinti dallo stesso.

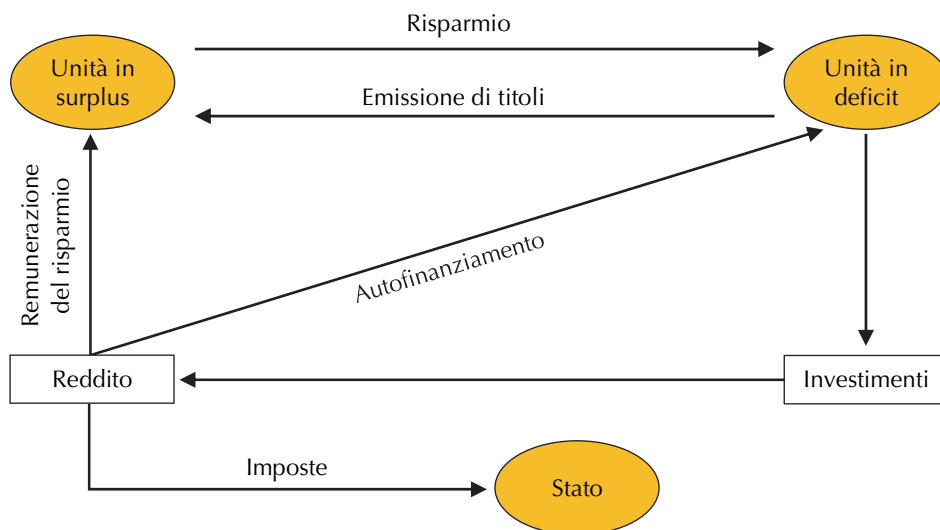
In ogni caso, al sistema finanziario spetta il compito di collegare gli operatori che necessitano di risorse finanziarie con gli operatori che accumulano risparmio e che quindi esprimono necessità di impiego dello stesso. In sostanza, a livello macro, i meccanismi di trasmissione del risparmio dalle unità in surplus a quelle in deficit soddisfano due esigenze contrapposte: il finanziamento delle imprese e della Pubblica Amministrazione da un lato; l'impiego dei surplus finanziari accumulati dalle famiglie (o singoli individui) dall'altro lato. Ciò determina un processo circolare che assicura continuità al ciclo dell'economia reale, favorendo altresì la crescita del risparmio aggregato. Quest'ultimo, infatti, se non adeguatamente impiegato in attività remunerative, tende a ridursi nel tempo in funzione del suo utilizzo in consumi correnti e per effetto dell'inflazione.

L'allocazione del risparmio a favore delle attività produttive implica, tuttavia, il rischio di perdita totale o parziale del capitale investito, la cui entità è inversamente correlata (come sarà meglio chiarito nel paragrafo 1.6) ai meccanismi di trasferimento del risparmio e alla connessa efficienza allocativa del sistema finanziario.

### *1.3. Trasferimento dei fondi dalle unità in surplus alle unità in deficit: l'intermediazione diretta*

I flussi finanziari tra gli operatori in surplus (tipicamente famiglie) e quelli in deficit (tipicamente imprese) possono realizzarsi per via diretta ovvero indiretta. Nel primo caso, il trasferimento delle risorse finanziarie si concreta mediante meccanismi di mercato, ossia attraverso l'acquisizione, da parte degli operatori caratterizzati da un saldo finanziario netto positivo, dei titoli di debito e di rischio emessi dalle imprese e dallo Stato (figura 1.2).

Figura 1.2. – Schema d'intermediazione finanziaria diretta e ciclo finanziario del sistema economico



Fonte: Renzi, 2005, p. 18.

Tale forma di intermediazione può essere realizzata secondo due modalità generali: 1) mediante scambi diretti e autonomi, quando i soggetti interessati (prenditore e datore di fondi) non ricorrono al supporto di nessuna forma di intermediazione da parte di operatori specializzati nel collegare domanda e offerta di risparmio; 2) mediante scambi assistiti da intermediari specializzati nella mediazione finanziaria, ovvero in spazi organizzati e regolamentati.

L'intermediazione finanziaria diretta nell'economia si realizza attraverso *mercati primari* da cui poi originano i cosiddetti *mercati secondari*. Nei secondi sono oggetto di negoziazione attività finanziarie che sono state già emesse nel mercato primario (o mercati di primo collocamento).

La principale funzione del mercato secondario è quella di consentire agli investitori di mantenere un elevato grado di liquidità dei propri investimenti. Un investimento finanziario avente una certa scadenza, come nel caso di un titolo obbligazionario, o privo di una scadenza definita, come nel caso di un titolo azionario, si definisce liquido ove possa essere rapidamente venduto ad un prezzo simile a quello necessario per il suo acquisto (Berk, DeMarzo 2018, p. 18). Ne consegue che l'esistenza del mercato secondario determina una sostanziale riduzione delle scadenze associate ai titoli emessi, nel senso che la rapida negoziabilità dei titoli durevoli presso il secondario fa sì che gli stessi abbiano un grado di liquidità simile alle attività finanziarie aventi una vita residua breve.



Inoltre, l'esistenza di un mercato secondario sufficientemente sviluppato garantisce a tutti gli operatori la possibilità di investire eventuali eccedenze di liquidità nel momento in cui queste si manifestano.

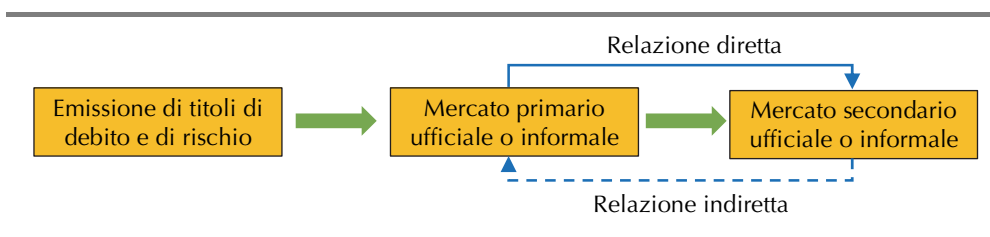
Nella prospettiva delle unità in surplus sia il mercato di primo collocamento che il mercato secondario offrono opportunità di investimento del risparmio che consentono la ricerca di un giusto *trade-off* tra consumi correnti e consumi attesi (Van Horne, 1984). Al riguardo, è stato osservato che ogni operazione di investimento scaturisce dalla “*decisione di non consumare oggi una data dotazione di capitale, con l'obiettivo di poter consumare di più in futuro*” (Copeland, Weston, 1994)<sup>2</sup>.

Dal punto di vista delle unità in deficit, il mercato di primo collocamento offre la possibilità di raccogliere capitale, mediante emissione di titoli azionari e/o obbligazionari, da porre a copertura del fabbisogno finanziario, soprattutto in un'ottica di lungo termine; il mercato secondario, rappresenta il “luogo” ove le imprese quotate vengono continuamente “prezzate” in funzione del combinarsi tra domanda e offerta dei titoli dalle stesse collocate sul mercato.

Mercato primario e mercato secondario si alimentano a vicenda: il numero di sottoscrizioni di attività finanziarie (o titoli) realizzate presso il mercato primario si riflette, inevitabilmente, sulla quantità di titoli negoziabili presso il mercato secondario; a sua volta l'efficienza di questo ultimo si riflette indirettamente sull'efficacia dei collocamenti dei titoli di debito, di rischio e degli altri strumenti finanziari (figura 1.3).

Oltre alla distinzione tra mercato primario e mercato secondario, l'intermediazione finanziaria diretta si articola in diverse aree di scambio in ragione della natura e durata delle attività mobiliari oggetto di transazioni finanziarie. A nostri fini, è sufficiente fare riferimento alla distinzione base tra mercato finanziario e mercato monetario. **Nel mercato finanziario** sono oggetto di scambio titoli azionari, titoli obbligazionari e altri strumenti finanziari caratterizzati da indeterminazione temporale o da una durata pluriennale o comunque superiore ai diciotto mesi. Nel mercato monetario vengono, invece, scambiati prodotti finanziari aventi una durata breve (inferiore a 18 mesi o a 12 mesi).

Figura 1.3. – *Interdipendenza tra mercato finanziario primario e secondario*



<sup>2</sup> A tal proposito assume, come vedremo, notevole rilevanza la teoria della separazione di Fisher.

#### 1.4. *Trasferimento dei fondi dalle unità in surplus alle unità in deficit: l'intermediazione indiretta*

Le esigenze finanziarie delle unità in surplus e di quelle in deficit non possono essere completamente soddisfatte mediante meccanismi di mercato.

Dal punto di vista dei risparmiatori, l'investimento diretto in favore di imprese e/o della Pubblica Amministrazione incontra i seguenti limiti:

- il mantenimento del risparmio sotto forma di capitale liquido utilizzabile per le spese correnti;
- l'avversione al rischio rispetto alla possibilità di subire perdite del capitale allocato, per via diretta, presso il mercato finanziario.

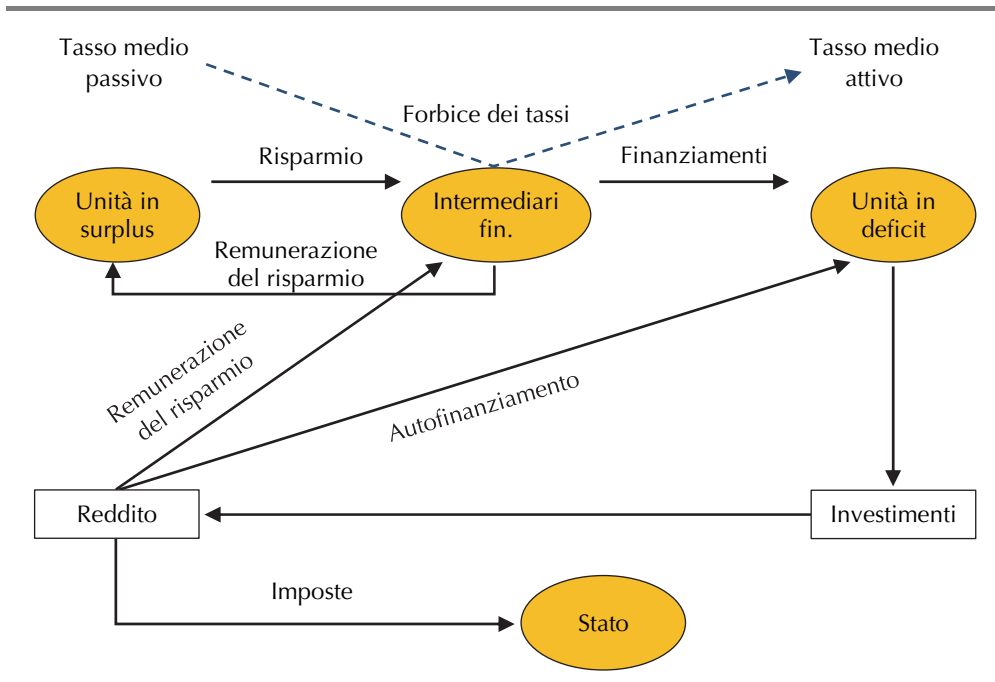
Nell'ottica dei prenditori di fondi, l'intermediazione diretta implica:

- eccessiva rigidità rispetto a particolari aree del fabbisogno finanziario che richiedono strumenti elastici di copertura finanziaria;
- il sostenimento di elevati costi, che, come vedremo, possono avere natura sia diretta sia indiretta, legati a processi di emissione presso un mercato regolamentato.

Ne consegue la necessità di una intermediazione indiretta (figura 1.4), mediante la quale il collegamento tra le unità in surplus e quelle in deficit avviene in virtù dell'intervento di intermediari finanziari (banche o altri intermediari finanziari quali, a titolo esemplificativo, le compagnie di assicurazione, le SIM, le SGR, ecc.).

In generale, gli intermediari finanziari assumono anche il rischio connesso al trasferimento delle risorse finanziarie, giacché non si limitano a svolgere una semplice azione di mediazione tra le parti, ma operano come prenditori e datori di fondi in proprio, ossia da un lato raccolgono capitale, dall'altro lo impiegano a copertura dei fabbisogni finanziari originati da spese correnti e dall'attività di produzione, assumendosi così il rischio che il prenditore possa non adempiere alle proprie obbligazioni di rimborso del finanziamento ottenuto.

Figura 1.4. – Schema d'intermediazione finanziaria indiretta e ciclo finanziario del sistema economico



L'intermediazione indiretta determina, quindi, una concentrazione di rischi e costi presso un numero relativamente limitato di operatori (intermediari finanziari) in un regime oligopolistico; concentrazione che si riflette positivamente sulla forbice dei tassi di interesse, ossia sul divario tra il rendimento unitario che gli intermediari finanziari ottengono dall'impiego del capitale e il costo unitario che sostengono per la raccolta dello stesso.

L'attività di trasferimento indiretto delle risorse finanziarie risulta essere piuttosto variegata, data l'esistenza di diverse tipologie di intermediari finanziari (tabella 1).

Tabella 1.1. – *Principali intermediari finanziari*

<i>Tipo di intermediario</i>	<i>Principali fonti di finanziamento</i>	<i>Principali impieghi</i>
<b><i>Intermediari creditizi</i></b>		
Banche	Depositi, azioni e obbligazioni	Prestiti alle imprese e alle famiglie, investimenti in azioni e titoli monetari
Altri intermediari creditizi	Azioni e obbligazioni	Finanziamento alle famiglie e alle imprese, credito al consumo
<b><i>Intermediari assicurativi</i></b>		
Imprese di assicurazione vita	Debiti verso gli assicurati (riserve tecniche)	Investimenti in azioni, obbligazioni e titoli monetari
Imprese di assicurazione danni	Debiti verso gli assicurati (riserve tecniche)	Investimenti in azioni, obbligazioni e titoli monetari
Fondi pensione	Debiti verso aderenti (riserve tecniche)	Investimenti in azioni, obbligazioni e titoli monetari
<b><i>Intermediari mobiliari</i></b>		
SIM e banche di investimento	Azioni e obbligazioni	Investimenti in azioni, obbligazioni e titoli monetari
SGR, fondi comuni e SICAV	Azioni e quote di fondi	Investimenti in azioni, obbligazioni e titoli monetari
Hedge fund	Partecipazione in forma di partnership	Azioni, obbligazioni, prestiti, valuta estera e molte altre
Società di private equity	Partecipazione in forma di partnership	Investimento nel capitale di imprese non quotate
Società di venture capital	Partecipazione in forma di partnership	Investimento nel capitale di start innovative

Fonte: adattato da: Mishkin *et al.*, 2019, p. 26.

Tuttavia, è possibile definire dei tratti comuni alle diverse forme di intermediazione indiretta, quale insieme di operatori e strumenti che sopperiscono ad alcune carenze dei mercati. Al riguardo, l'intermediazione indiretta dei flussi di capitale trova giustificazione in cinque ordini di esigenze (Nadotti *et al.*, 2017, p. 28):

- finanziare le attività produttive, allocando il risparmio di unità in surplus non dotate di competenze sufficienti a operare in modo professionale come finanziatori diretti;