

## FINANZA D'IMPRESA (2)

### Analisi costi – benefici

L'analisi costi – benefici deve essere condotta in tutte le fasi del progetto ed è realizzata sulla base di indicatori quantitativi. Di questi, i principali sono:

- 1) Il Valore Attuale Netto (V.A.N.)
- 2) Il Tasso di Rendimento Interno (T.R.I.)
- 3) Il Rapporto Benefici Costi Attualizzato (R.B.C.A.).

I tre indicatori possono essere determinati con riferimento sia all'analisi economica che finanziaria per cui esistono un V.A.N. finanziario (V.A.N.F.) e un V.A.N. economico (V.A.N.E.); un T.R.I. finanziario (T.R.I.F) e un T.R.I. economico (T.R.I.E); un R.B.C.A. finanziario (R.B.C.A.F) e un R.B.C.A. economico (R.B.C.A.E).

L'indicatore più usato è il **Valore Attuale Netto**, che esprime il valore attualizzato dei profitti netti del progetto, che per essere calcolato richiede il ricorso ad un tasso di sconto pari, in genere, al tasso di interesse di lungo periodo atteso sul mercato finanziario. Nel caso di progetti predisposti da privati, il V.A.N.F. deve essere almeno uguale o superiore al costo complessivo, mentre il V.A.N.E. potrebbe essere irrilevante. Inoltre, il V.A.N.F. deve essere superiore o almeno uguale al V.A.N.F. di altri progetti alternativi.

Il **Tasso di Rendimento Interno** è il tasso di sconto che eguaglia il valore attuale dei flussi di uscita di cassa attesi al valore attuale dei flussi di entrata attesi. Ad esempio, un progetto comporta un costo di € 9.500.000. I rendimenti attesi sono pari a € 4.000.000, € 5.000.000 e € 4.000.000 per gli anni 1, 2 e 3. Applicando un tasso di sconto del 10 per cento, il V.A.N. risulta positivo per € 1.273.000 e, quindi, non è pari a zero. Dato che il V.A.N. è positivo, il tasso di sconto deve essere maggiore del 10 per cento. Applicando un tasso del 20 per cento, il V.A.N. risulta negativo (-380). Pertanto il tasso deve essere minore del 20 per cento. Il tasso di sconto che fornisce un valore di V.A.N. uguale a zero è 17,5 per cento. Se il tasso di interesse di lungo periodo atteso sul mercato finanziario è al 7 per cento, il progetto sarà realizzato. Nella sua configurazione finanziaria (T.R.I.F) deve risultare almeno uguale al tasso di interesse di lungo periodo atteso sul mercato dei capitali.

Il **Rapporto Benefici Costi Attualizzato** è il rapporto tra il valore attuale di tutti i ricavi attesi e di tutti i costi di investimento e di gestione del progetto considerato. Il R.B.C.A. è utile per evidenziare alcune caratteristiche del progetto; tuttavia, l'impiego di tale criterio per la valutazione di progetti comporta, in genere, anche la stima del V.A.N. e del T.R.I.

La valutazione dei progetti implica previsioni relative ad avvenimenti futuri che scontano fattori di rischio e di incertezza che sono oggetto di specifiche tecniche tra le quali la più significativa è l'**analisi di reattività**. Essa comporta l'esame delle variazioni degli indicatori di convenienza finanziaria ed economica al variare di alcuni parametri "chiave" dei costi e dei ricavi del progetto.

Ha come obiettivi:

- a) La migliore comprensione della struttura del progetto e del suo finanziamento.
- b) Il miglioramento della concezione tecnica, economica e finanziaria del progetto al fine di ricavarne benefici netti più elevati.
- c) L'identificazione delle aree di maggior rischio del progetto e l'adozione di misure idonee a minimizzare questi rischi.

La metodologia di calcolo dell'analisi di reattività è, in genere, abbastanza semplice e consiste nella modifica uno alla volta o simultaneamente di alcuni parametri di maggior rilievo, nel ricalcolare il V.A.N. e confrontarlo con il valore precedente.

Tra le analisi di reattività rivestono particolare importanza quelle relative a:

- 1) **Utilizzazione della capacità produttiva** del progetto. Al fine di evitare un sovradimensionamento della capacità produttiva specie se è previsto l'uso di nuove tecnologie, è opportuno valutare l'impatto sul V.A.N. finanziario ed economico di un grado di utilizzo degli impianti inferiore a quello originariamente previsto
- 2) **Ritardi nell'esecuzione del progetto.** E' opportuno verificare come il V.A.N. può variare in corrispondenza di diversi e più lunghi tempi di esecuzione del progetto.

### **La politica dei dividendi**

Il dividendo è la parte di utile che viene *distribuito* da una società ai suoi azionisti. Il dividendo unitario è uguale all'utile distribuito diviso per il numero di azioni che compongono il capitale sociale. Rappresenta, con la possibilità di vendita dell'azione sul mercato azionario, una delle principali motivazioni che spinge l'investitore all'acquisizione dell'azione stessa.

La decisione di distribuire il dividendo è ratificata dall'assemblea ordinaria, ma è una decisione tipica degli amministratori, che dopo aver predisposto la bozza di bilancio, prevedono tempi, modi e quantità di erogazione del dividendo tenendo conto delle necessità d'investimento dell'azienda. Non viene distribuito l'intero utile, ma una sola parte di esso in quanto una percentuale fissa va accantonata per legge alla "riserva legale" ed un'altra variabile, alla riserva straordinaria per i reinvestimenti o altre finalità aziendali. Il dividendo può essere distribuito in un'unica soluzione annuale, oppure in due soluzioni semestrali, o ancora in quattro soluzioni trimestrali (acconti).

Il dividendo è denominato *normale* o *straordinario*. Questo è deciso dall'assemblea. Se il dividendo è "normale" l'azionista si aspetta che negli anni a venire venga distribuito regolarmente il dividendo. Il dividendo "straordinario" invece non ha alcuna regolarità.

I dividendi possono essere erogati in molte forme, la più diffusa è quella in contanti. Esiste poi l'erogazione in azioni, chiamata in Italia: "*aumento gratuito di capitale*" che consiste, ad esempio, dell'aggiunta in ogni portafoglio titoli degli azionisti del 5 per cento di azioni rispetto a quelle possedute (quindi 5 azioni in più ogni 100 possedute). In questo modo il numero di azioni in possesso dell'azionista aumenta, ma il loro valore diminuisce in quanto ripartito. Esiste anche un'altra forma di distribuzione del dividendo usata raramente che consiste nella distribuzione di prodotti aziendali. Facendo un esempio, se venerdì un azionista avesse in mano le azioni di una determinata società e queste chiudessero le contrattazioni a 10 euro, con un dividendo di 0,5 euro distribuito il lunedì successivo, l'azione ripartirebbe a 9,5 euro. L'azionista se vendesse le azioni il lunedì stesso avrebbe diritto al dividendo, mentre chi le compra no.

### **Comportamento dei mercati finanziari**

Alcuni autori hanno approfondito lo studio del comportamento dei mercati finanziari (cd **finanza cognitiva**) evidenziando come le oscillazioni infragiornaliere delle borse siano da mettere in relazione, oltre che a variazioni nei fondamentali dell'economia, anche con cambiamenti nelle opinioni, nella psicologia e nel modo di vedere degli investitori. Ne è derivata la proposta di integrare le teorie tradizionali con il riconoscimento della natura sociale dell'attività di investimento e della sua sensibilità a dinamiche sociali senza escludere il principio della massimizzazione dell'utilità attesa.

In altre parole, occorre approfondire le ragioni della volatilità infragiornaliere affrontando questioni di natura sociopsicologica per valorizzare l'importanza delle mode sui mercati. La mancanza di una teoria del valore delle azioni e l'impossibilità di conoscere a priori le conseguenze di un cambio di strategia rendono i prezzi dei titoli azionari più vulnerabili a movimenti puramente sociali.

Inoltre, gli investitori ordinari dispongono di modelli lacunosi per conoscere il comportamento di prezzi, dividendi e utili e sono obbligati ad affidarsi a consulenti professionali di cui non sono in grado di giudicare competenza e professionalità. Il singolo individuo è quasi sempre incapace di trattare in maniera corretta le informazioni disponibili ed è propenso a scegliere la base informativa che meglio conferma le sue ipotesi. Quando le prove dimostrano che le scelte di investimento erano sbagliate, l'individuo tende ad ignorarle selezionando evidenze diverse a supporto delle sue scelte sbagliate. Comportamento simile a quello di analisti che sono restii a chiudere una posizione in perdita per non dover ammettere l'errore di previsione o ignorano migliori opportunità di investimento offerte da mercati diversi da quelli sui quali operano abitualmente.

## Altre partizioni della finanza

**Finanza commerciale** (o *trade finance*), che si occupa di gestire gli aspetti finanziari del commercio nazionale e internazionale nel caso dell'*export*. L'accesso al finanziamento del commercio può facilitare l'impegno delle piccole e medie imprese nei traffici internazionali attraverso due principali sfide: i rischi di controparte e i limiti del capitale circolante. È la premessa su cui si sviluppa il report pubblicato dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (Ocse) intitolato "*Finanza commerciale per le PMI nell'era digitale*".

In primo luogo, si legge nel report, sia gli esportatori che gli importatori sono esposti a significativi rischi di controparte, in particolar modo quando esplorano nuovi mercati e si interfacciano con nuovi clienti e fornitori. Questo è un aspetto particolarmente importante per le piccole e medie imprese, che hanno capacità e risorse limitate per impegnarsi in un solido processo di *due diligence*.

In secondo luogo, sono spesso limitate nel capitale circolante. In un accordo commerciale le parti hanno generalmente preferenze divergenti rispetto al momento del pagamento. La piccola e media impresa esportatrice preferirebbe la remunerazione prima della spedizione o, almeno, prima di acquistare materie prime per la produzione del bene o del servizio. L'importatore, dall'altro lato, predilige trattenere il pagamento fino alla consegna della merce. L'accesso al finanziamento del commercio può quindi migliorare i vincoli di liquidità. Se questo vale in generale, è tanto più vero per le transazioni transfrontaliere, per le quali i ritardi di pagamento tendono a essere ancor più lunghi, le asimmetrie informative più pronunciate e le controversie più complesse.

Di recente, le difficoltà delle esportazioni e del commercio internazionale hanno finito per porre sempre più sotto pressione gli strumenti di finanziamento. I governi e le banche di sviluppo stanno intensificando i loro programmi proprio per compensare le carenze esistenti (che rischiano di minare seriamente il commercio globale) e consentire alle piccole e medie imprese di far parte delle catene di valore globali. La maggior parte dei Paesi hanno quindi esteso il sostegno delle agenzie di credito all'esportazione (SACE, SIMEST in Italia), hanno introdotto nuove strutture e semplificato i piani già esistenti.

Nonostante i tradizionali strumenti di intermediazione bancaria nel finanziamento al commercio appaiano determinanti per la *performance* delle aziende, spesso è molto faticoso accedervi. Alcune nuove opportunità sono state create dai cosiddetti strumenti di *Supply chain finance* (SCF), tra i quali rientrano il factoring, il factoring indiretto, il forfaiting. Insomma, strumenti che consentono di gestire meglio la situazione di cassa nelle transazioni commerciali, beneficiando di acquirenti e fornitori più grandi e noti e riducendo, al tempo stesso, costi e complessità.

A ciò si aggiunga anche l'effetto benefico della digitalizzazione, che è in grado di facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai finanziamenti commerciali. Innanzitutto, con un miglioramento dell'efficienza e della qualità dei processi: la sostituzione dei procedimenti basati su carta con quelli automatizzati (e a prova di manomissione) di archiviazione dei dati, unita alla sempre maggiore diffusione dei database KYC (*Know-Your-Customer*) e alla decentralizzazione consentita dalla *blockchain*, consente una riduzione dei costi e della complessità delle operazioni. Non solo, i nuovi strumenti basati su *big data* e intelligenza artificiale, permettono una migliore e più dettagliata valutazione del credito per le imprese più piccole – spesso svantaggiate dall'assenza di una relazione di lunga data con un intermediario finanziario – che va ben oltre la semplice lettura del bilancio attingendo a dati e informazioni ulteriori.

La digitalizzazione è in grado anche di incrementare il portafoglio degli strumenti di finanza commerciale ed espandere il ventaglio tanto dei finanziamenti dedicati quanto dei fornitori di *Supply chain finance*. In linea con la crescente tendenza ad affidarsi sempre di più alla documentazione elettronica, sono stati introdotti nel mercato della finanza commerciale nuovi prodotti come, ad esempio, l'obbligo di pagamento bancario (BPO), uno strumento che consente lo scambio di documentazione elettronica tra banche che offrono finanziamenti al commercio. Il processo di digitalizzazione finisce poi per coinvolgere anche grosse banche istituzionali e società di *fintech*.

Per far leva sulla digitalizzazione e migliorare l'accesso alla finanza commerciale per le piccole e medie imprese, anche alla luce della frammentarietà che attualmente caratterizza sia le azioni di policy che il processo stesso di digitalizzazione, alcune linee di azione suggeriscono, come un ambiente normativo favorevole che promuova l'adozione di soluzioni innovative e lo sviluppo di approcci di policy su misura consentano di sfruttare il potenziale della digitalizzazione al fine di migliorare l'accesso al finanziamento.

## Finanza internazionale.

La **finanza internazionale** studia l'attività di scambio tra più paesi di debiti e crediti espressi in moneta e di altre attività finanziarie (cambiali, titoli a scadenze varie, contratti a scadenza differita) originati dallo scambio internazionale di merci e servizi o da altri motivi come il trasferimento di fondi all'estero da parte di un'impresa che intende aprire una filiale o costituire una società controllata oltre confine oppure ricevere una remunerazione (tasso di interesse) maggiore sui propri risparmi.

Gli scambi internazionali di merci e di ricchezza finanziaria entrano in relazione con aree monetarie diverse, cioè ambiti geografici-politici nei quali è in uso la stessa moneta oppure, a seguito di accordi internazionali è in vigore un regime di cambi fissi tra monete diverse (Unione monetaria europea, area della sterlina).

Le monete delle diverse aree monetarie sono tra loro collegate attraverso il tasso di cambio, che indica il prezzo di una moneta espresso in un'altra moneta (es 1 EUR uguale a 1,08 \$). Esistono due modi di quotazione del cambio: incerto per certo e certo per incerto. Nella quotazione **incerto per certo**, il cambio indica il prezzo incerto espresso in moneta nazionale di una quantità certa di moneta straniera (es 2.265 uguali a 1 sterlina britannica). Nella quotazione **certo per incerto**, il cambio indica la quantità certa di moneta nazionale necessaria per acquistare una quantità incerta di moneta straniera (es 1 EUR uguale a 1,08 \$).

Ne deriva la necessità di convertire crediti e debiti da una valuta all'altra, di trasferire le disponibilità liquide da un sistema bancario ad un altro, di disporre di contratti con i quali gli operatori di un paese che lo desiderano possano coprirsi dal rischio che il cambio di tasso vari prima della scadenza del contratto o di un ciclo programmato di contratti con operatori di altri paesi (swap, forward future, opzione).

Le quantità di moneta di un paese domandate e offerte ne determinano il saldo della **bilancia dei pagamenti**. La bilancia dei pagamenti è la sintesi di "tutte le transazioni economiche effettuate in un dato periodo di tempo fra i residenti del paese che compie la rilevazione e i residenti degli altri paesi, indicati, per brevità, come stranieri" (FMI).

Quando i flussi domandati e offerti di una moneta non sono uguali l'equilibrio viene ristabilito attraverso l'intervento della banca centrale che emette moneta nazionale in cambio di mezzi monetari circolanti all'estero (oro, valute estere) da accantonare nelle proprie riserve ufficiali oppure con l'abbandono del tasso di cambio prefissato (**cambi fissi**). In questo caso, sarà il mercato che, di volta in volta, fisserà il tasso di cambio di quella moneta rispetto alle altre (**cambi flessibili o fluttuanti**). Inoltre, con riferimento al tipo di divise al quale si riferisce, il cambio può essere:

- a) **Cambio cheque o a vista**, relativo ad un ordine di pagamento telematico o a un assegno o a una cambiale a vista o a un versamento postale
- b) **Cambio a scadenza** relativo a cambiali a 30, 60, 90 giorni. In tal caso, le divise a scadenza sono "merce di qualità peggiore" rispetto alle divise a vista.

Le transazioni economiche tra paesi possono essere **reali** (importazioni ed esportazioni, prestazioni di servizi (noli, assicurazioni, turismo, redditi di capitali, redditi di lavoro) o **finanziari** (movimenti di moneta, di titoli, di crediti). Particolare importanza rivestono i movimenti internazionali privati di capitali che possono essere a breve termine o a medio – lungo termine.

I movimenti a breve termine sono caratterizzati dalla permanenza nel paese verso il quale affluiscono per un periodo di tempo breve o addirittura brevissimo (operazioni *overnight* della durata di un giorno). Presentano elevata mobilità ed hanno natura prettamente speculativa. I movimenti internazionali privati di capitali possono assumere diverse forme tecniche tra cui depositi in c/c fruttiferi presso banche commerciali e titoli a breve (es Treasury Bill o T – Bill USA).

I movimenti privati di capitali a medio – lungo termine sono costituiti da investimenti direttamente produttivi e da investimenti in titoli a medio – lungo termine. Gli investimenti direttamente produttivi consistono in partecipazioni in imprese già esistenti o create ex novo nel paese di destinazione e danno origine all'acquisizione di terreni, fabbricati, impianti, macchinari, brevetti. Hanno mobilità limitata e, spesso, attirano nel paese nuovi capitali e provocano il reinvestimento nello stesso paese dei profitti realizzati. Gli investimenti in titoli a medio – lungo termine consistono nella sottoscrizione e nell'acquisto di azioni (Caterpillar Inc), obbligazioni (Goldman Sachs), titoli di stato (Treasury Note e Treasury Bond USA) e quote di fondi comuni di investimento (US Value Equity Usd) di un paese straniero e si traducono pur sempre in un finanziamento ad aziende preesistenti o in fase di costituzione.

A differenza degli investimenti direttamente produttivi, sui quali l'investitore ha un controllo diretto, gli investimenti in titoli consentono solo un controllo indiretto e generico sui risultati dell'attività svolta (diritto di voto nelle assemblee degli azionisti e degli obbligazionisti).

Questi investimenti sono influenzati solo limitatamente dalle differenze correnti tra i tassi di interesse ma sono più largamente sollecitati dalle aspettative di rendimento formulate in occasione dell'assunzione della decisione di investimento sulla base di una serie di fattori tra cui l'appartenenza dei titoli ad imprese multinazionali, la stabilità politica e sociale, il trattamento fiscale favorevole, l'andamento dell'economia del paese estero, che sono comuni agli investimenti direttamente produttivi.

I principali soggetti del mercato internazionale dei capitali sono le banche commerciali, le grandi imprese, le istituzioni finanziarie non bancarie, le banche centrali ed altri soggetti pubblici. Le banche commerciali (cd multinazionali bancarie) sono in genere libere di fare all'estero ciò che non sarebbe permesso nel paese di cui sono emanazione. Questa asimmetria è stata all'origine della crescita dell'attività bancaria internazionale. Le grandi imprese emettono spesso obbligazioni che non sono denominate nella valuta della piazza finanziaria dove vengono poste in vendita (cd Eurobond anche plurivalutari).

Tra le istituzioni finanziarie non bancarie (compagnie di assicurazione, fondi pensioni e previdenziali, ecc.) rivestono particolare importanza le banche di investimento (First Boston, Goldman Sachs, ecc.) specializzate nella sottoscrizione di emissione di azioni e di obbligazioni. Le banche centrali sono attive sul mercato finanziario internazionale attraverso gli interventi sui mercati dei cambi, mentre gli altri soggetti pubblici (es Tesoro USA) vendono titoli denominati in valute diverse da quella del proprio paese ad altri soggetti pubblici.

Il giro d'affari realizzato dagli sportelli bancari (agenzie estere, banche sussidiarie, filiali straniere) al di fuori del proprio paese costituisce la cd **attività bancaria offshore** la cui crescita ha prodotto un aumento del commercio valutario offshore formato da depositi bancari denominati in una valuta diversa da quella del paese in cui risiede la banca (Xenovalute). Il mercato può riguardare qualsiasi tipo di valuta (dollari, sterline, yen ecc. da cui i termini di eurodollari, eurosterline, euroyen, ecc.) e, benché qualificato con l'aggettivo "euro", possono intervenire in esso anche operatori residenti fuori d'Europa. La componente maggioritaria delle Xenovalute è costituita da Eurodollari (circa 2/3).

La compravendita sul mercato internazionale dei capitali di divise, cioè di titoli espressi in moneta estera rispetto a quella del paese al quale appartiene l'operatore, è detta **cambio traieffizio**. Le operazioni di cambio consistono in acquisti di moneta estera dietro consegna di moneta nazionale oppure in vendite di valuta estera dietro ricevimento di moneta nazionale e possono avvenire attraverso vie dirette oppure attraverso vie indirette.

Le **vie dirette** sono due: via della rimessa e via della tratta. Con la **via della rimessa**, l'operazione di cambio avviene tra la piazza negoziatrice e la piazza negoziata mediante l'uso in questa di una divisa espressa nella moneta della piazza negoziata. Al contrario, con la **via della tratta**, l'operazione di cambio avviene tra la piazza negoziatrice e la piazza negoziata, mediante l'emissione, e la successiva negoziazione, di un ordine di pagare (tratta) espresso nella moneta della piazza negoziata.

Nelle **vie indirette**, intervengono sempre una o più piazze intermedie, che possono esse operanti o pensate. La **piazza intermedia è operante** se su di esse avvengono le negoziazioni mediante quattro vie possibili:

- a) Via della doppia tratta
- b) Via della doppia rimessa
- c) Via della tratta e della rimessa
- d) Via della rimessa e della tratta

La **piazza intermedia è pensata** quando la moneta della piazza costituisce il necessario riferimento per la negoziazione, considerando sempre le due vie dirette.

Quanto fin qui detto, può essere utilizzato anche nel caso di operazioni speculative per trarre un guadagno dall'acquisto e dalla rivendita di una divisa, determinando, fra le diverse vie considerate, quella che assicura il minor costo e quella che fornisce il maggior ricavo. La scelta cadrà sulla prima per acquistare e sulla seconda per vendere. La differenza tra il ricavo e il costo delle due vie scelte dà il guadagno, al netto delle spese dell'operazione.