

Introduzione alla finanza aziendale e ai mercati finanziari



Dr. Emilio Tomasini & Associates

Professore a contratto di Finanza Aziendale Università di Bologna

1

<http://www.unibo.it/docenti/emilio.tomasini>

DR. EMILIO TOMASINI

- Phone 02 30314494
- Skype tomasini4
- Email: emilio.tomasini@unibo.it
- Esame: quiz scritto, 24 domande chiuse, 1 esercizio CASH FLOW con 5 domande da 1 punto ciascuna.
- Le domande e gli esercizi ricalcheranno quelli eseguiti a lezione
- Non esistono più i 10 compitini
- Meyers – Brealey «Principi di Finanza Aziendale» McGraw Hill 8a edizione cap 1- 10 e 12 -21 (anche le precedenti vanno bene ma cambia la numerazione capitoli)
- Office hours: ogni giorno feriale orario di ufficio via skype o telefono



QUALE E' IL PRINCIPIO ISPIRATORE DI QUESTO CORSO DI FINANZA AZIENDALE

Se vuoi costruire una nave non chiamare a raccolta gli uomini per procurare la legna e distribuire i compiti ma insegna loro la nostalgia del mare ampio ed infinito.

Antoine de Saint –Exupéry

La finanza aziendale:

1. È divertente perché induce all'azione: senza azione non c'è finanza, senza finanza non c'è azione
2. E' sempre e comunque customizzabile e nessuno è professore per concorso: parlano i risultati
3. Non ha niente a che fare con la contabilità: in realtà non importa come calcolate le formule ...
4. E' meglio capire il cuore della finanza (rischio e rendimento) che le formule della finanza



MOTIVATION

- **Perché siamo qui a studiare la finanza aziendale ?**
- Se fai finanza gli altri pensano che sei intelligente
- Mi piacciono le parole inglesi e i teoremi complessi perché mi sembra di occuparmi di cose importanti ...
- Non ho voglia di lavorare e vorrei diventare ricco subito
- Non mi piace stare in casa tutto il giorno a guardare la televisione ...



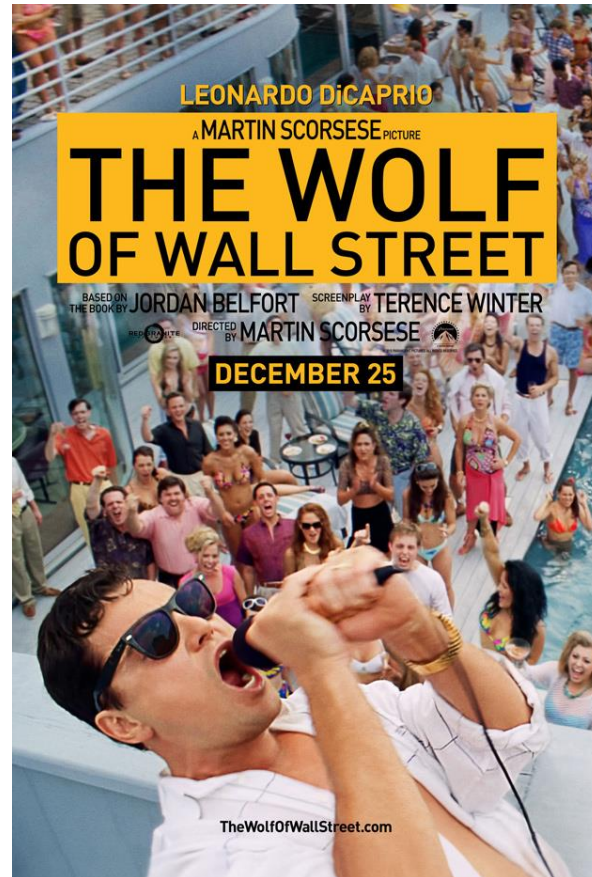
MOTIVATION



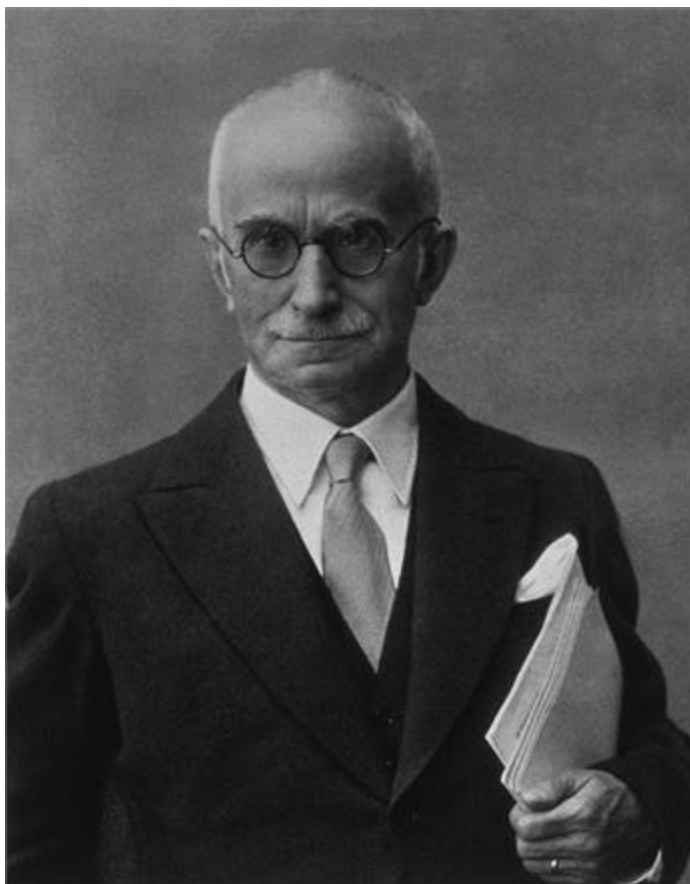
MOTIVATION ... NO DISCRIMINATION



LA FINANZA HA UNA PESSIMA REPUTAZIONE



IL MESTIERE «BENEMERITO» DELLO SPECULATORE DI BORSA



Le prediche della
domenica

Di Luigi Einaudi



SPECULARE E PREVEDERE DI LUIGI EINAUDI

Mi sono avveduto che lo scrivere «prediche» è cosa complicata. Anche se fossero spropositatamente lunghe, e nessuno le leggerebbe, non raggiungerebbero lo scopo, che è quello di esporre un'idea, una sola, in modo chiaro e persuasivo. Ci si avvede subito che nessun principio politico o sociale, nessuna idea è così semplice, da non consentire contraddizioni, sfaccettature, punti di vista, chiarimenti, eccezioni. Vi sono, ad esempio, parole che godono mala fama e sono usate in senso spregiativo da quasi tutti coloro che le usano, salvo siano studiosi in libri letti solo dagli iniziati. Come si fa, non dico a dimostrare, che è cosa lunga, ad esporre in modo chiaro che quella parola merita lode invece che riprovazione?

Malfamatissima fra tutte è la parola «speculazione». I prezzi delle cose necessarie alla vita vanno su un po' troppo e troppo in fretta? È la speculazione che li fa andar su. Sono gli speculatori che ne hanno fatto incetta; e li fanno rincarare. Nessuno si lamenta quando i prezzi vanno giù; e nessuno se ne ricorda in seguito, quasi i bottegai profittassero sempre degli aumenti dei prezzi all'ingrosso o degli aumenti delle imposte per spingere all'insù i prezzi al minuto; ma non facessero mai attenzione alle diminuzioni delle imposte od ai ribassi all'ingrosso per farne godere anche un po' ai consumatori al minuto.

Nell'estate del 1960 i prezzi delle azioni in Italia salirono in modo spropositato; ed altrettanto rapidamente persero poi in una ventina di giorni tutto il guadagnato, fermandosi all'incirca al punto di partenza del giugno.



Quando i corsi di borsa salivano nessuno se ne lagnava. Quando ribassarono e la piramide fu decapitata, ritornando al livello di prima, altissime furono le strida, le quali accusavano gli speculatori di avere distrutto il risparmio nazionale, perché avevano tolto, a coloro i quali avevano acquistato i titoli al massimo, l'illusione di avere scoperto il modo di arricchire senza fatica acquistando e rivendendo valori in borsa.

Come si fa a dimostrare in poche parole che gli «speculatori» hanno compiti ben diversi da quello invalso nella letteratura volgare? L'aveva in verità già dimostrato Alessandro Manzoni nel celebre capitolo dodicesimo dei *Promessi sposi*; ma ho l'impressione che quel capitolo, come l'altro sulla peste sia saltato di pie' pari dagli scolari nel ginnasio e che il dialogo – sulla abbondanza e sulla scarsità del pane, sulla vanità delle grida che ne fissavano il prezzo, sulla necessità delle tessere per la sua equa ripartizione in tempo di carestia – fra Renzo Tramaglino ed Ambrogio Fusella, spadaio e poliziotto, sia spesso stato dimenticato durante le due ultime guerre.

Eppure «speculare» vuol dire semplicemente «prevedere», «antivedere», «anticipare» gli avvenimenti futuri ed operare in relazione a quel che accadrà e non a ciò che sta accadendo.

Se oggi le scorte di cereali sono sufficienti e perciò il prezzo del frumento estero posto sulle banchine del porto di Genova e di Napoli è di 3500 lire al quintale; ma, se qualche speculatore, il quale, essendo o credendo di essere bene informato, prevede un raccolto scarso, a suo rischio acquista, ossia accaparra il grano futuro e per ripercussione ne fa salire il prezzo presente, forseché egli non agisce in conformità al pubblico interesse? Avverte produttori e consumatori di fare oggi uso prudente del grano, ad evitare così, grazie ad un moderato rialzo presente, ben più forti rialzi futuri, quando tutti si saranno accorti che le scorte erano state mangiate prima che il nuovo grano fosse maturo per la mietitura. Se lo speculatore, il quale sa che una società industriale è male amministrata o che un governo malversa il denaro pubblico,



ne vende le azioni o le cartelle di debito pubblico, non è egli forse benemerito della cosa pubblica, perché ha avvertito i detentori delle azioni di disfarsene per tempo o di cambiare gli amministratori inetti ed ha contribuito ad aprire gli occhi ai cittadini, aiutandoli a cacciar via i cattivi governanti? Eppure a lui, per avere avuto una opinione diversa dall'universale e per averla manifestata col fatto di rischiare i propri denari, il clamore pubblico decreta la galera. La galera, spettando a coloro i quali hanno commesso un reato contemplato dal codice penale, ben può darsi ne sia meritevole anche il cosiddetto speculatore. Ma l'antivedere, il prevedere, che è il tratto caratteristico dello speculatore, non ha niente a vedere col reato comune. L'imbroglione profitta di tutte le occasioni a lui propizie; anche delle vicende nei prezzi del frumento, delle azioni e dei titoli di debito pubblico. Il suo nome proprio è tuttavia quello di imbroglione non di speculatore.

29 gennaio 1961.



QUADRO SINOTTICO DEL CORSO

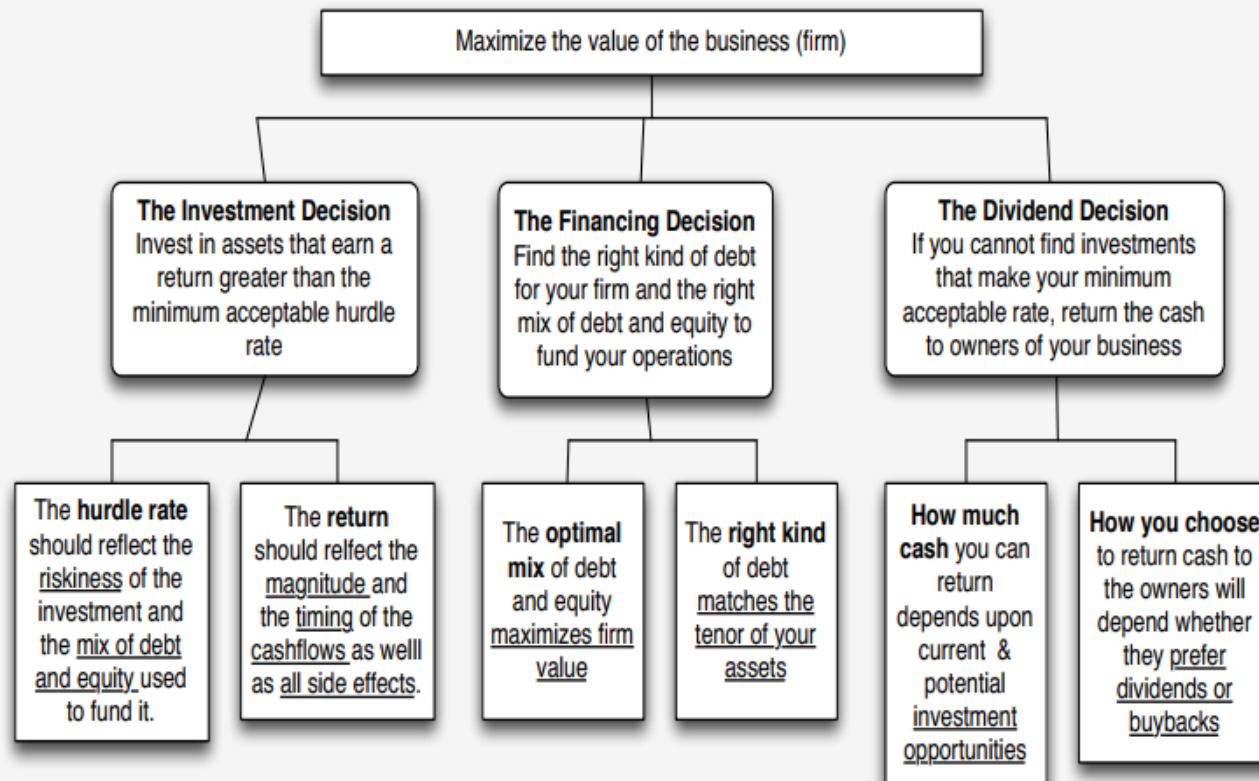


Diagramma tratto dal corso di Corporate Finance di Aswath Damodan www.damodaran.com



1.1 ASSET REALI E FINANZIARI

- **Cosa è un investimento ?**
 - Ridurre il consumo corrente per un maggior reddito in futuro
- **Asset reali**
 - Servono a produrre beni e servizi: macchinario, terreni, edifici ...
- **Asset finanziari**
 - Diritti su asset reali o diritti sul reddito che gli asset reali producono



1.2 ASSET FINANZIARI

• Principali categorie di asset finanziari

1. Titoli a reddito fisso

- Strumenti di mercato monetario
 - Certificati di deposito bancario, BOT, commercial paper, etc.
- Obbligazioni
- Azioni privilegiate o risparmio

2. Azioni

- Diritto di proprietà su beni reali con beneficio del flusso di reddito residuale


3. Titoli derivati

- Diritti, derivano il valore dal sottostante



1.3 I RUOLI DEL MERCATO FINANZIARIO NELL'ECONOMIA

1. Ruolo informativo

- I prezzi di mercato rispecchiano la stima del fair value di un titolo ovvero i cash flow futuri soggetti al rischio ?
 - I mercati finanziari allocano in maniera ottimale le risorse ?
 - Ci sono altri meccanismi per allocare il capitale ?
 - Quali vantaggi e quali svantaggi degli altri sistemi ?
- 

2. Timing del consumo

- I mercati finanziari permettono un consumo costante nel corso del tempo
- Quando la domanda corrente è soddisfatta si possono spostare nel tempo i costumi attraverso l'investimento dei surplus di risorse

3. Riduzione della variabilità di prezzo

- Ezekiel cobweb system
- Se portate il surplus all'anno successivo e la produzione dell'anno successivo si adatta (diminuendo) allora riducete la variabilità dei prezzi



4. Risk Allocation

- Speculatori, produttori / hedgers
- Specializzazione nella gestione del rischio
- Diminuisce il prezzo del rischio nella società intera



5. Separazione della proprietà dal management

- Le grandi aziende richiedono la separazione tra il management e la proprietà
- Gli investitori e i manager sono diversi nella loro natura e nelle loro finalità
- Anche in questo caso la specializzazione dei compiti porta a una riduzione dei rischi



GIANLUCA VACCHI (IMA SPA) E' UN ESEMPIO PUBBLICO (MALCOMPRESO) DI SEPARAZIONE TRA PROPRIETÀ E MANAGEMENT



«**Io faccio l'azionista-** spiega Gianluca Vacchi nello studio di Matrix- la mia è una scelta non personalistica, ma basata sull'etica aziendale, che deve venire prima dell'interesse familiare». E aggiunge: «**Io ho una visione più strategica, non sono capace di stare seduto sulla scrivania. Ci vuole una costanza e un approccio gestionale che non ho**». Quindi, «invece di andare in ufficio a scaldare una sedia e prendere soldi in più, ho detto no: l'interesse dell'azienda mi impone un passo indietro. E questa non è mancanza di capacità, è un atto di responsabilità e intelligenza». Secondo Gianluca Vacchi, infatti, «le aziende di famiglia non sono solo un bene di famiglia, ma di tutta la collettività che contribuisce alla sua ricchezza». Ed essere membro della famiglia «**non significa avere una predisposizione genealogica**». Ovvero, «**non si deve andare a gestire l'azienda di famiglia per forza**». I figli devono lavorare nell'azienda del padre «**se, come mio cugino, hanno le competenze per farlo**», conclude Gianluca Vacchi. (intervista a Gianluca Vacchi di Nicola Porro, Matrix settembre 2016)



IL “MESTIERE DEL SOCIO” DI VACCHI ...

“Lavorare può voler dire andare in ufficio ma **lavorare è anche sostenere il rischio, elaborare strategie e avere l'intelligenza di delegare, capacità tanto importante quanto quella di saper gestire. Il mio mestiere è quello di fare l'azionista**, di aziende che non mi sono trovato e nel caso alcune me le sia trovate, erano in una condizione assolutamente non paragonabile a quella attuale. La piccola mentalità che vede nell'approccio calvinista l'unico riconducibile al lavoro, appartiene a un mondo soprattutto italiano che considera che l'avere un'azienda presupponga una predeterminazione genealogica del ruolo, condizione che subordina l'interesse aziendale a quello familiare e personale. Io ho un'etica che mi ha sempre imposto di far prevalere l'interesse aziendale su quello personalistico e questo è il motivo per cui, in pace con me stesso e in adempimento totale alla logica del bene aziendale, ho sempre deciso di non occuparmi della 'gestione quotidiana'. **Sostenere il rischio è però, ti assicuro, il lavoro più difficile insieme alla scelta che attiene al tema centrale della delega, ovvero la scelta di chi delegare per una corretta ed efficace gestione aziendale**”



FONDIARIA - SAI: UN ESEMPIO DI COMMISTIONE INSANA TRA PROPRIETA' E MANAGEMENT OVVERO QUANDO I SOCI NON DOVEVANO FARE I MANAGER DELLA LORO SOCIETA'

Passaggi di asset immobiliari, stipendi milionari alla famiglia, pubblicità e consulenze perfino ad aziende proprietarie di cavalli. C'è un po' di tutto negli ultimi cinque anni di partite «correlate» e intrecci tra le società della famiglia Ligresti e il gruppo Fondiaria-Sai. Affari a senso unico, poco attinenti al business assicurativo, ma va da sé che ciascuno di essi sia andato felicemente in porto munito di tutti i requisiti di legge, **compresi pareri legali e perizie indipendenti.**

....

Una «sintesi» dei rapporti Ligresti-Fondiaria Sai riferiti all'ultimo anno è riportata nel prospetto degli aumenti di capitale. Solo nel 2010 l'Ingegnere Ligresti in veste di consulente delle "sue" società quotate ha incassato 5,2 milioni lordi, oltre a 300mila euro a due società di famiglia per consulenze (Codigest e Sogepi). Un assegno che sale a 21,5 milioni lordi se si guarda gli ultimi tre esercizi. Il contratto di consulenza di Ligresti padre è stato risolto nel primo trimestre del 2011. Ma non finisce qui: alla Gilli Communication Srl di Giulia, FonSai ha riconosciuto lo scorso anno 2,1 milioni per una **campagna pubblicitaria, servizi di marketing e «acquisto omaggistica», oltre a 1,5 milioni per riaddebito dei costi d'acquisto degli «spazi media».** Senza contare che il gruppo assicurativo ha pagato anche il **mantenimento di Toulon, il cavallo di Jonella Ligresti: 1,4 milioni versati nel 2010 a Laità Srl, la società della famiglia proprietaria del cavallo, come «sponsorizzazione».** *(Il Sole 24 Ore, I figli costretti a lasciare spazio ai manager, 22/07/2011)*



L'OBIETTIVO DELLA FINANZA

massimizzare il valore (dell'azienda,
dell'investimento, della ricchezza in genere, etc.)



COSA DEVE SAPER FARE UN IMPRENDITORE ?

- Un imprenditore deve saper calcolare il cash flow di una azienda (non l'utile) con gli strumenti della finanza aziendale
- Un imprenditore deve avere un “sistema di vendita”, ovvero un funnel dove una volta che il lead (cliente prospettico) entra viene trasformato in cliente pagante
- Non necessariamente l'imprenditore deve saper produrre (ma è su questo aspetto che si concentra l'attenzione comune)



CHE COSA È LA FINANZA AZIENDALE ?

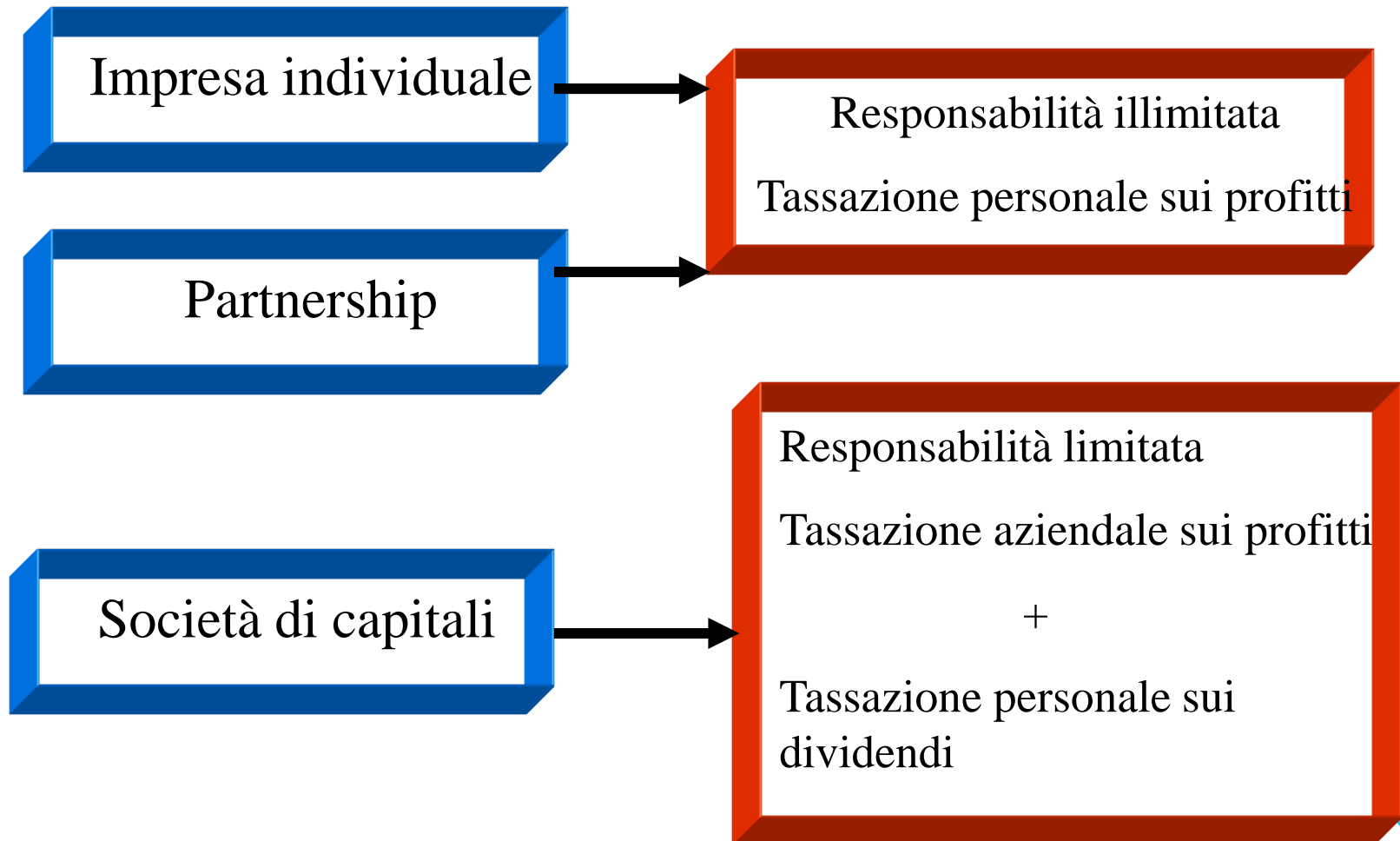
- La finanza aziendale è il cuore delle decisioni di una impresa
- La finanza aziendale ha una visione “prospettica” mentre la ragioneria ha una visione “storica” dei fatti
- La finanza aziendale è “operativa” e si basa sullo studio della contabilità di bilancio ed industriale ovvero viene DOPO la contabilità e cerca di darle un senso in maniera prospettica



LA FINANZA AZIENDALE È COME UNA LUCE DI SICUREZZA IN UNA STANZA BUIA: VI INDICA LA VIA DI FUGA MIGLIORE MA NON VI PERMETTE DI VEDERE CON CHIAREZZA ALL'INTERNO DELLA STANZA



STRUTTURA DELL'AZIENDA



NON CI OCCUPIAMO DURANTE IL CORSO DEGLI ASPETTI FISCALI SE NON PER QUANTO STRETTAMENTE NECESSARIO

- L'imposizione fiscale è variabile
- Differisce da paese a paese
- Dipende dalla forma giuridica



PER CHI LAVORA L'AZIENDA E IL SUO MANAGER ?

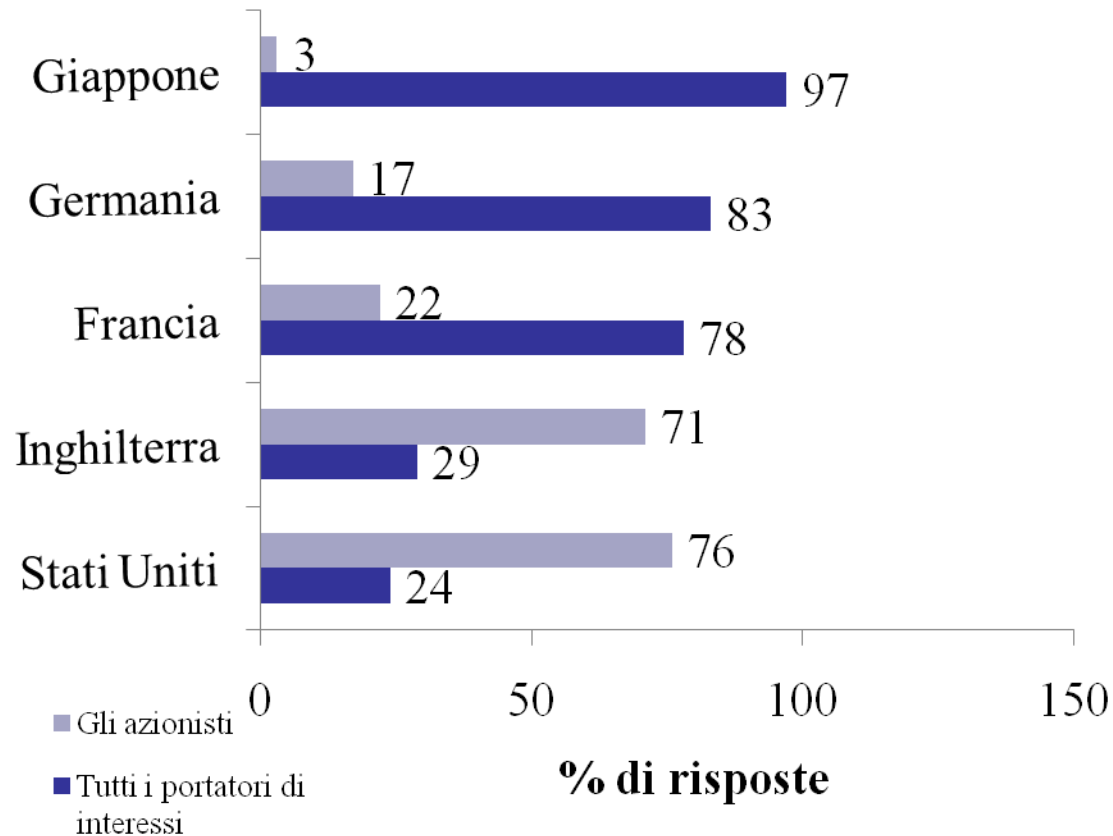
Le imprese e i loro manager lavorano per gli **stakeholder** (clienti, fornitori, dipendenti) ... o per gli **stockholder** (azionisti) ?

Il capitale (umano e finanziario) che le aziende utilizzano non è fornito solo dagli azionisti ... pensiamo ai fornitori e al concetto di CCN (20% del fatturato circa)



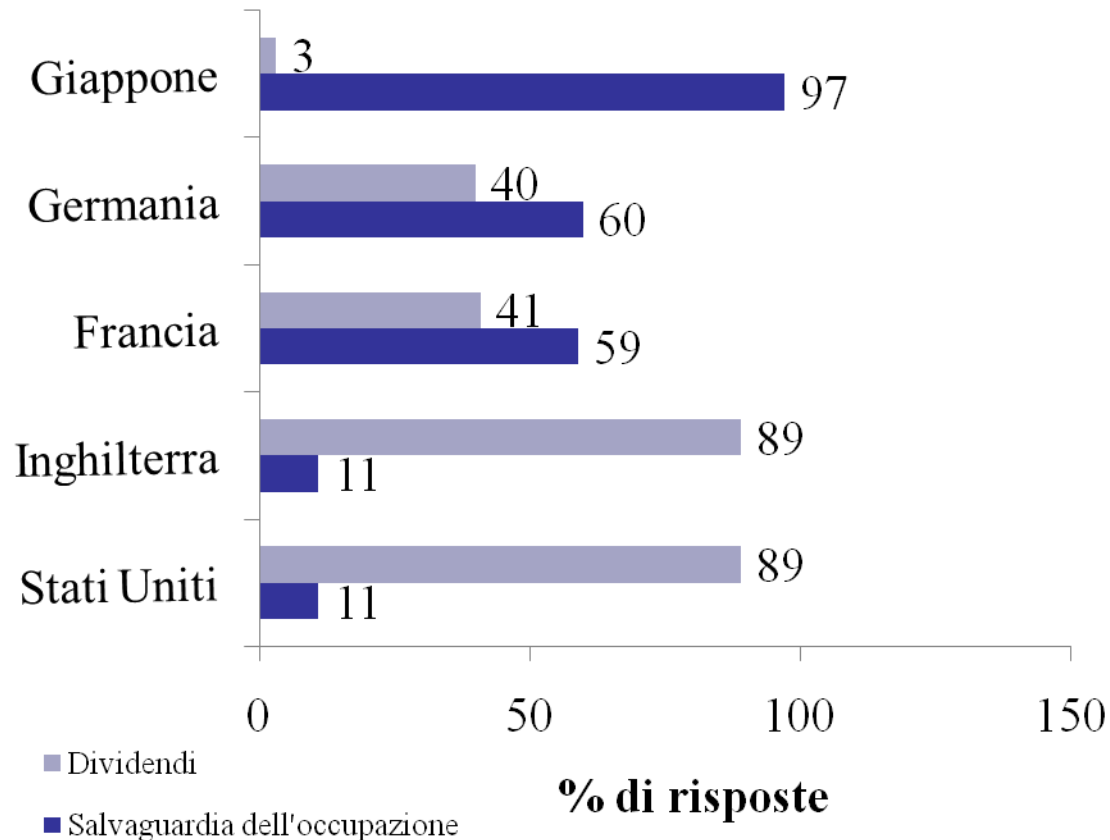
A CHI APPARTIENE L'IMPRESA? PAESE CHE VAI CAPITALISMO CHE TROVI ...

L'opinione di 378 manager di cinque Paesi differenti:

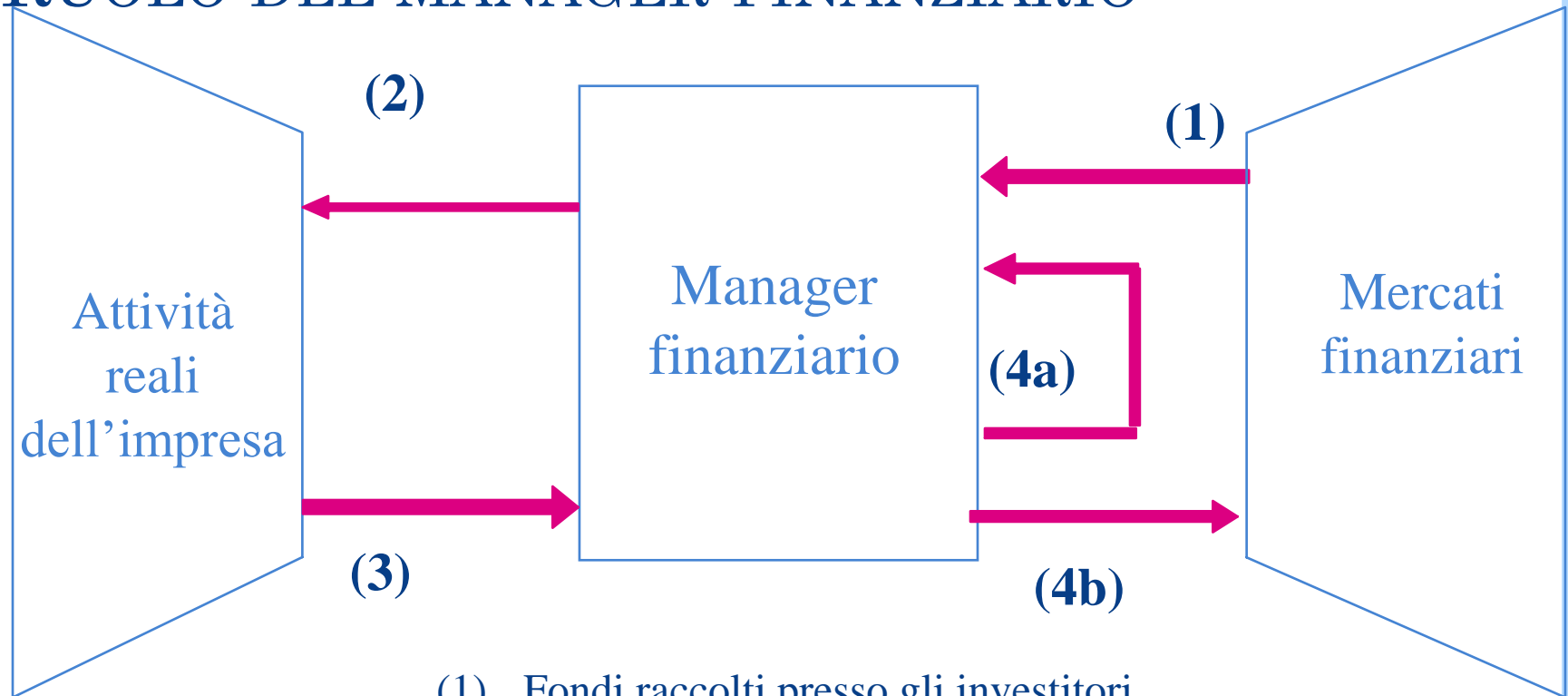


DIVIDENDI O SALVAGUARDIA DELL'OCCUPAZIONE ? COSA È PIÙ IMPORTANTE?

L'opinione di 399 manager di cinque Paesi differenti:



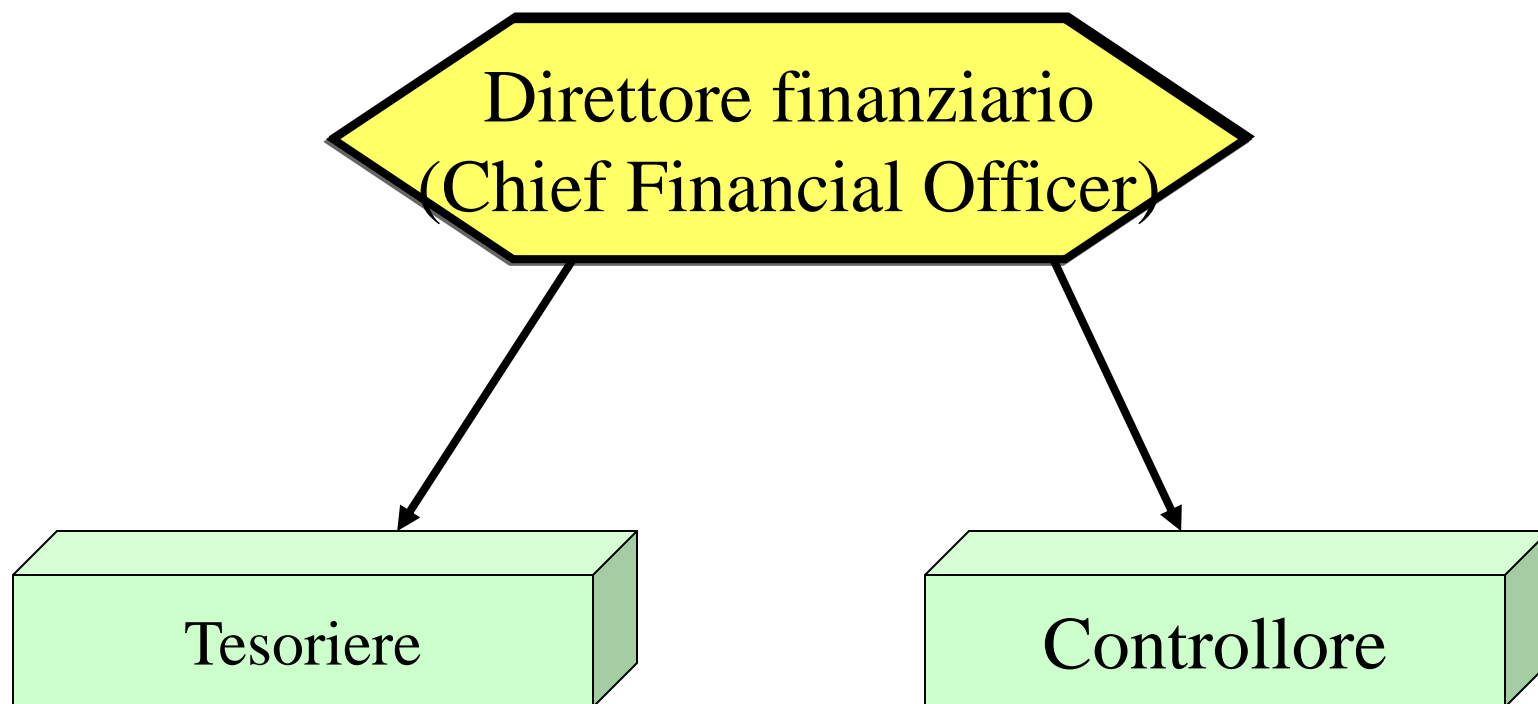
RUOLO DEL MANAGER FINANZIARIO



- (1) Fondi raccolti presso gli investitori
- (2) Fondi investiti nelle attività reali
- (3) Fondi generati dalla gestione
- (4a) Fondi reinvestiti
- (4b) Fondi restituiti agli investitori



CHI È IL MANAGER FINANZIARIO?



LA BANDA DEI CATTIVI ... OVVERO COME IL MANAGEMENT HA SPOLPATO UNA GRANDE AZIENDA ... UN FILM DA NON PERDERE

