

Chiara Leardini

**L'ECONOMIA
DELLA QUOTAZIONE IN BORSA**

- profili economico aziendali -

CEDAM, Padova, 2003

ISBN 88-13-25047-9

PREFAZIONE

Lo sviluppo degli studi specialistici sulla scelta di quotazione in borsa ha portato a focalizzare l'attenzione su singoli fattori causali attribuendo agli stessi una valenza autonoma.

In presenza di una realtà aziendale complessa e dinamica tali fattori si rivelano, presi singolarmente, strumenti deboli di interpretazione di una scelta strategica di quotazione.

All'interno di un approccio economico aziendale i differenti fattori determinanti una scelta di quotazione in borsa possono trovare un significato nel loro insieme quale parte di una *situazione* aziendale che caratterizza le società quotande.

Lo scopo del lavoro è di pervenire all'individuazione dell'insieme delle dinamiche gestionali, organizzative e rilevative che devono essere prese in considerazione dal soggetto economico in relazione ad una volontà di accedere al mercato di borsa.

In tal senso ci si è proposti di fornire uno schema di analisi dove trovano sistematizzazione logica le differenti tensioni aziendali che influiscono sulla scelta del soggetto economico d'impresa.

La struttura del lavoro si presenta articolata in tre parti.

La prima – capitoli 1 e 2 – sviluppa alcune riflessioni preliminari sulla differenza tra un approccio giuridico e un approccio economico aziendale allo studio delle problematiche connesse ad una scelta di quotazione sul mercato di borsa. Si sofferma poi ad approfondire la dimensione descrittiva del fenomeno tracciandone il quadro giuridico incentrato sul funzionamento del mercato mobiliare italiano, la cui conoscenza è fondamentale per comprendere il perché di una scelta di quotazione.

La seconda parte – capitoli 3 –6- approfondisce i diversi studi di matrice economico aziendale che hanno affrontato la questione delle motivazioni a fondamento di una scelta di quotazione in borsa. Vengono esaminati quindi i contributi propri degli studi di

finanza, degli studi di strategic management e della teoria dell'agenzia all'individuazione dei fattori determinanti una scelta di quotazione in capo al soggetto economico.

La terza parte – capitoli 7-11 – presenta un tentativo di ricondurre i differenti contributi all'interno di un quadro sistemico di analisi al fine di consentire uno studio coerente e articolato delle spinte interne ed esterne all'impresa.

Il contenuto e le ipotesi avanzate sono responsabilità del solo Autore il quale peraltro desidera ringraziare il Professor Giovanni Battista Alberti per la preziosa disponibilità alla discussione critica nella definizione e sviluppo del lavoro.

Università degli Studi di Udine
Dipartimento di Finanza dell'Impresa e dei Mercati Finanziari,
ottobre 2003

-Chiara Leardini-

INDICE

<i>Prefazione</i>	XIII
-------------------	------

CAPITOLO PRIMO

LE DIMENSIONI DELL'ANALISI

1.1. Premessa	pag.	1
1.2. Gli studi giuridici e l'analisi descrittiva	“	2
1.3. Gli studi economico aziendali e l'analisi causale	“	4
1.4. L'analisi descrittiva e l'analisi causale	“	4

CAPITOLO SECONDO

IL QUADRO GIURIDICO

2.1. Premessa	pag	9
2.2. La disciplina degli emittenti	“	11
2.3. La disciplina dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.	“	16
2.4. L'operazione di Initial Public Offering	“	18
2.5. I requisiti per l'ammissione alla quotazione	“	22
2.5.1. I requisiti generali	“	23
2.5.2. I requisiti specifici richiesti agli emittenti	“	24
2.5.3. I requisiti specifici relativi agli strumenti finanziari	“	28
2.6. Il processo di quotazione: soggetti, attività e tempi	“	29
2.6.1. La pianificazione delle attività del progetto di quotazione	“	30
2.6.2. I soggetti e i ruoli all'interno della procedura di ammissione alla quotazione	“	38
2.7. Considerazioni conclusive	“	44

CAPITOLO TERZO
GLI STUDI SPECIALISTICI

3.1. Premessa	pag	47
3.2. I principali filoni di analisi	“	49

CAPITOLO QUARTO
GLI STUDI DI FINANZA E
L'OPERAZIONE DI QUOTAZIONE IN BORSA

4.1. Premessa	pag.	53
4.2. Il problema finanziario	“	55
4.3. Gli approcci di analisi al problema finanziario	“	57
4.4. L'approccio analitico	“	58
4.4.1. L'approccio analitico in condizioni perfette di mercato	“	59
4.4.2. L'approccio analitico: le imperfezioni del mercato	“	61
4.4.3. Limiti dell'approccio analitico	“	63
4.4.4. Implicazioni	“	66
4.5. L'approccio istituzionale	“	67
4.5.1. La gestione finanziaria	“	69
4.5.2. La funzione di finanza aziendale	“	70
4.6. Le caratteristiche delle fonti e i criteri per la composizione della struttura finanziaria	“	72
4.6.1. Le caratteristiche dei mezzi finanziari	“	72
4.6.2. I criteri per la scelta della composizione della struttura delle fonti	“	76
4.6.3. La conveniente proporzione tra capitale proprio e capitale di credito	“	79
4.6.4. L'andamento del fabbisogno finanziario	“	79
4.6.5. Il costo dei finanziamenti ed i vincoli	“	80
4.6.6. La redditività e il rischio d'impresa	“	81
4.6.7. Il mercato di riferimento	“	82
4.6.8. La struttura decisionale e la dimensione aziendale	“	82
4.6.9. Implicazioni	“	85
4.7. La quotazione in borsa quale strumento di finanza aziendale	“	86
4.7.1. L'andamento del fabbisogno finanziario	“	87
4.7.2. Il costo del finanziamento e i vincoli	“	88

INDICE

IX

4.7.3. La redditività e il rischio	“	89
4.7.4. Il mercato	“	89
4.7.5. La struttura decisionale e le dimensioni aziendali	“	90

CAPITOLO QUINTO

GLI STUDI DI STRATEGIC MANAGEMENT E
L'OPERAZIONE DI QUOTAZIONE IN BORSA

5.1. Premessa	pag.	93
5.2. Finanza e sviluppo d'impresa	“	95
5.3. Il problema strategico	“	98
5.4. La nozione di strategia	“	101
5.5. L'evoluzione dei paradigmi strategici	“	103
5.6. L'analisi strategica	“	112
5.6.1. L'analisi dell'ambiente competitivo e dei suoi attori	“	114
5.6.2. L'analisi delle risorse interne	“	119
5.6.3. Implicazioni	“	121
5.7. La strategia e la crescita	“	124
5.8. La strategia di creazione del valore e l'operazione di quotazione in borsa	“	127
5.8.1. L'origine	“	130
5.8.2. Le implicazioni	“	130
5.8.3. La quotazione in borsa all'interno di una strategia di creazione del valore	“	133
5.9. Considerazioni conclusive	“	136

CAPITOLO SESTO

L'INFORMAZIONE E
L'OPERAZIONE DI QUOTAZIONE IN BORSA

6.1. Premessa	pag.	141
6.2. Il problema informativo	“	142
6.3. La separazione tra proprietà e controllo nelle imprese	“	149
6.3.1. Il grado di decentramento del potere decisionale	“	151
6.3.2. Il grado di polverizzazione dell'azionariato	“	154
6.4. Il problema informativo e la scelta di quotazione in borsa	“	156
6.5. Contributi e limiti	“	160
6.6. Considerazioni conclusive	“	166

CAPITOLO SETTIMO
**PROBLEMA ECONOMICO E
 L'OPERAZIONE DI QUOTAZIONE IN BORSA**

7.1. Premessa	pag. 171
7.2. Il problema economico aziendale	“ 174
7.3. Il sistema degli obiettivi	“ 178
7.4. Gli obiettivi e le strategie aziendali	“ 181
7.5. Le strategie e le tensioni aziendali	“ 185
7.6. Il soggetto strategico	“ 187
7.7. Implicazioni	“ 192

CAPITOLO OTTAVO
IL MODELLO DI ANALISI

8.1. Premessa	pag. 195
8.2. L'analisi della situazione aziendale	“ 196
8.3. Lo schema di analisi delle tensioni aziendali	“ 198
8.4. La valutazione delle alternative	“ 201

CAPITOLO NONO
LE TENSIONI GESTIONALI

9.1. Premessa	pag. 207
9.2. La classificazione delle tensioni gestionali	“ 208
9.2.1. Le tensioni finanziarie e l'operazione di quotazione	“ 210
9.2.2. Le tensioni di investimento e l'operazione di quotazione	“ 213
9.2.3. Le tensioni dei disinvestimenti e l'operazione di quotazione	“ 215
9.2.4. Le tensioni nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni e l'operazione di quotazione	“ 219
9.3. La coerenza delle determinanti gestionali di una scelta di quotazione	“ 223
9.3.1. Coerenza delle tensioni gestionali e unitarietà della gestione	“ 223
9.3.2. Coerenza delle tensioni gestionali e continuità nel tempo della gestione	“ 227

CAPITOLO DECIMO

LE TENSIONI ORGANIZZATIVE

10.1. Premessa	pag.	229
10.2. La classificazione delle tensioni organizzative	“	230
10.3. Le tensioni organizzative interne e l'operazione di quotazione in borsa	“	231
10.3.1. Le tensioni strutturali e la scelta di quotazione in borsa	“	231
10.3.2. Le tensioni di coordinamento e di collegamento e la scelta di quotazione in borsa	“	240
10.3.3. Le tensioni organizzative con riferimento ai meccanismi operativi	“	246
10.4. Le tensioni organizzative contingenti e l'operazione di quotazione in borsa	“	253
10.4.1. Età, dimensione e sistema tecnico	“	254
10.4.2. L'ambiente	“	258
10.4.3. Il potere	“	263

CAPITOLO UNDICESIMO

LE TENSIONI RILEVATIVE

11.1. Premessa	pag.	265
11.2. La tipologia delle tensioni rilevative	“	266
11.3. Le tensioni rilevative esterne e l'operazione di quotazione in borsa	“	271
11.4. Implicazioni	“	279

<i>CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE</i>	pag.	287
----------------------------------	------	-----

<i>Bibliografia</i>	pag.	293
---------------------	------	-----

CAPITOLO PRIMO

LE DIMENSIONI DELL'ANALISI

SOMMARIO: 1.1. Introduzione. – 1.2. Gli studi giuridici e l'analisi descrittiva. – 1.3. Gli studi economico aziendali e l'analisi causale. – 1.4. L'analisi descrittiva e l'analisi causale.

1.1 Premessa

Negli ultimi anni si è assistito in Italia a numerosi nuovi ingressi nel mercato di Borsa: tale incremento è stato supportato dalla modernizzazione del sistema finanziario, da una maggior propensione delle imprese all'apertura del capitale, da uno sviluppo dell'attività di *venture capital* e infine anche dall'introduzione di incentivi fiscali connessi all'aumento del capitale di rischio.

L'intensa attività che ha caratterizzato il mercato primario italiano, dove le Initial Public Offering sono passate da 27 nel 1999 a 45 nel 2000 per poi ridursi a 18 nel 2001, sembrerebbe peraltro essere relativamente contenuta in termini numerici se si pensa che analisi interne di Borsa Italia (2002) stimano in Italia l'esistenza di 1.843 società con caratteristiche dimensionali e struttura proprietaria pronte per un'ipotesi di quotazione¹.

L'interrogativo principale che muove dagli studi sulle quotazioni in borsa è pertanto connesso alle ragioni che portano le imprese a ritardare ovvero ad escludere una decisione di quotazione nel mercato di borsa italiano. L'individuazione e l'analisi di tali motivazioni offre poi importanti elementi di valutazione sulle potenzialità di sviluppo sostenibile e competitivo delle realtà

¹ Cfr. BERRETTI C., DI MASSA F., FARINA A., ORSINI E., PELLIZZONI E., *Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un'analisi per il periodo 1999-2001*, Borsa Italiana S.p.A., Milano, 2002.

aziendali soprattutto di minori dimensioni presenti nel nostro Paese.

Negli studi in materia di quotazione in Borsa si possono individuare due livelli d'analisi, tra loro differenti ma fortemente complementari: un'analisi descrittiva e un'analisi causale. Mentre la prima fa riferimento principalmente agli studi giuridici in materia di mercati mobiliari intesi come sistema di regole in cui le imprese operano, la seconda ricomprende tutti quegli studi che approfondiscono il rapporto tra operazione di quotazione e processi decisionali delle imprese.

1.2 Gli studi giuridici e l'analisi descrittiva

Gli studi giuridici si concentrano sull'insieme di norme speciali alle quali è affidato il funzionamento del mercato mobiliare perseguendo gli obiettivi di trasparenza, stabilità e correttezza e il comportamento degli operatori emittenti all'interno dello stesso.

Ed è proprio nel sistema delle norme speciali del Testo Unico della Finanza, nei regolamenti deliberati dalla Consob sul funzionamento del mercato di borsa, del mercato ristretto e del Nuovo Mercato e in materia di emittenti, che gli studiosi di diritto ricercano le ragioni di un limitato interesse delle imprese per il mercato mobiliare².

Fermandosi ad un livello di analisi descrittivo del fenomeno della quotazione le soluzioni per aumentare il numero delle società quotate vengono individuate in correttivi di derivazione normativo regolamentare mirati a salvaguardare il funzionamento

² Osserva Costi a questo proposito come "A questa costante emarginazione del mercato mobiliare ha corrisposto una sostanziale insufficienza della relativa disciplina ed anzi è ragionevole immaginare che una, anche se non la più importante, delle cause che hanno ostacolato uno sviluppo adeguato del primo sia proprio costituita dalle insufficienze del relativo ordinamento; insufficienze che hanno impedito il formarsi delle condizioni di trasparenza, di correttezza e di stabilità, che abbiamo già visto essere necessarie per lo sviluppo di un mercato mobiliare", COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 18.

del mercato e di conseguenza la tutela degli interessi degli investitori.

A questo livello possono essere ricondotti il riordino nel Testo Unico della Finanza sulla disciplina dei mercati mobiliari, i regolamenti emanati dalla Borsa Italiana S.p.A. e approvati dalla Consob, le delibere Consob, ma anche gli interventi sugli obblighi informativi in capo agli emittenti³, sul principio di indipendenza e autonomia degli intermediari che operano sul mercato⁴ ed i continui aggiustamenti apportati dalla Borsa Italiana ai Regolamenti sui mercati da essa organizzati e gestiti.

L'analisi descrittiva peraltro si rivela fortemente limitata per studiare le problematiche connesse all'operazione di quotazione per due ragioni principali:

- innanzitutto la focalizzazione sul mercato mobiliare e le sue regole porta a privilegiare la descrizione dello status di società quotata all'interno del mercato mobiliare in contrapposizione a quello di società non quotata riservando un limitato interesse alla condizione di società quotanda e alla procedura di ammissione a quotazione;
- in secondo luogo l'analisi descrittiva procede all'individuazione puntuale delle regole di *governance* proprie delle società quotate senza soffermarsi sulle dinamiche decisionali che interessano la società quotanda al suo ingresso nel mercato di borsa.

³ L'obbligo di informare con continuità e completezza il mercato attiene sia i dati contabili e gestionali sia l'assetto di corporate governance che la società emittente adotta. Con riferimento a tale seconda tipologia di informazioni si veda il documento di Borsa Italiana che regola le modalità e il contenuto delle comunicazioni al mercato (Linee guida per la redazione della relazione in materia di corporate governance, Borsa Italiana, 14.03.2002).

⁴ Cfr. il Protocollo di Autonomia per le società di gestione del risparmio, 2001.

1.3 Gli studi economico aziendali e l'analisi causale

Come e perché un'impresa si avvicina al mercato di borsa sono interrogativi ai quali cercano di rispondere gli studi economico aziendali attraverso un'analisi di tipo causale. L'analisi causale si sovrappone alla descrizione del mercato e degli operatori approfondendo le relazioni secondo uno schema di causa-effetto tra il mercato e l'impresa, dove il mercato mobiliare diviene uno degli ambienti esterni all'impresa, che influenza ed è influenzato dalle decisioni assunte dal soggetto economico della stessa⁵.

Il mercato mobiliare e le connesse problematiche di efficienza nella negoziazione degli strumenti finanziari, vengono così poste in secondo piano rispetto all'operatore impresa, nelle sue dimensioni di gestione, organizzazione e controllo, per il quale il mercato diviene contesto regolamentato attraverso cui interagire e comunicare con gli investitori.

Per quanto detto, a tale livello di analisi, la scelta di quotarsi o meno rappresenta il risultato di un processo decisionale complesso dove il soggetto economico ha valutato l'opportunità di risolvere problemi aventi natura eccezionale di tipo economico - finanziario, gestionale ed organizzativo attraverso lo strumento della quotazione in borsa delle proprie azioni piuttosto che attraverso altre operazioni a carattere straordinario.

1.4 Analisi descrittiva e analisi causale

I due livelli di analisi, descrittiva e causale, divergono per il differente peso e ruolo attribuito al mercato mobiliare.

L'approccio giuridico tende a descrivere il fenomeno così come si presenta, nella sua staticità, individuando il mercato mobiliare, le regole di funzionamento e le regole di comportamento degli operatori imprese, intermediari e investitori.

Diversamente l'approccio economico aziendale, incentrato sullo studio dell'impresa e del suo agire, guarda alla dimensione

⁵ ALBERTI G.B., *L'evoluzione dell'impresa*, Cedam, Padova, 1997, pag.39.

dinamica del fenomeno individuando le relazioni dell'impresa con il mercato mobiliare come risultato dell'esercizio del potere decisionale da parte del soggetto economico, lasciando al mercato il ruolo di contesto ambientale attraverso il quale l'impresa interagisce con gli investitori.

Nella Figura 1. 1 viene proposta una rappresentazione grafica dei due approcci che mette in evidenza il diverso ruolo svolto dal mercato e dall'impresa.

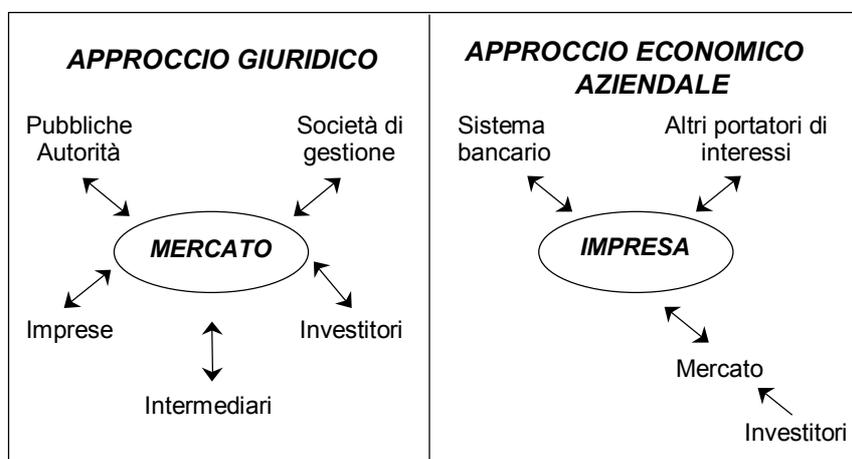


Figura 1. 1- *L'approccio giuridico e l'approccio economico aziendale*

E' importante inoltre osservare la relazione di complementarietà che esiste tra i due livelli di analisi. Se infatti l'analisi descrittiva è propedeutica all'analisi delle scelte assunte dal soggetto economico in quanto consente agli studiosi di economia aziendale di approfondire regole e condizionamenti provenienti da una parte dell'ambiente in cui l'impresa si trova ad operare, l'analisi causale è indispensabile alla prima per capire le esigenze degli operatori che si affacciano sul mercato mobiliare, individua

re soluzioni e tradurle in previsioni normativo-regolamentari⁶.

Con riferimento ai risultati è possibile dire che l'analisi descrittiva del fenomeno della quotazione in borsa è sempre condizionata in modo rilevante dal fattore tempo, in quanto fortemente connesso alle disposizioni giuridiche. Così, ad esempio, un'analisi descrittiva del mercato e dei requisiti degli operatori condotta prima dell'introduzione del Nuovo Mercato, risulta essere sempre datata anche se utile per lo studio dell'evoluzione della normativa e dei regolamenti in materia di mercati regolamentati. Fermi rimangono i principi generali ispiratori della disciplina speciale in materia di mercati mobiliari ed è a questi che principalmente deve fare riferimento lo studioso di economia aziendale nell'affrontare l'analisi dell'operazione di quotazione.

L'indagine economico aziendale prende le mosse quindi da un quadro giuridico del fenomeno tracciato nelle sue linee essenziali per ricercare ed individuare poi le cause, i fattori causali la scelta del soggetto economico per l'operazione di quotazione in borsa. A tale livello di analisi si pongono, in particolare gli studi di finanza aziendale, di *strategic management* e di economia dell'organizzazione.

Tali studi si distinguono per aver isolato principalmente un unico fattore scatenante la scelta del soggetto economico, rispettivamente il fabbisogno finanziario, la strategia di sviluppo e i fabbisogni informativi e di controllo e per averne ipotizzato la correlazione forte con l'operazione di quotazione.

Ne risultano delle analisi causali "limitate" nella loro capacità di interpretare le realtà aziendali, in quanto non considerano se non incidentalmente la complessità delle forze/esigenze gestiona-

⁶ Si pensi al fatto che l'indagine conoscitiva sull'applicazione del Testo Unico della Finanza promossa dalla Consob a quattro anni dalla sua introduzione ha messo in evidenza che le norme introdotte a tutela delle minoranze, quali il potere di denuncia e di azioni di responsabilità, il voto per corrispondenza, la sollecitazione delle deleghe, sono norme scarsamente utilizzate. A tal proposito Spaventa ha osservato come "Pochissime società hanno utilizzato l'autonomia statutaria consentita dal Testo Unico per migliorare le previsioni normative a tutela degli azionisti. Il blando codice di autodisciplina sul governo societario elaborato due anni fa ha trovato applicazione ancora più blanda"(fonte: Il sole 24 Ore del 20/03/2002).

li, organizzative e di controllo che condizionano in particolare le scelte di carattere straordinario assunte dal soggetto economico.

CAPITOLO SECONDO

IL QUADRO GIURIDICO

SOMMARIO: 2.1. Premessa. – 2.2. La disciplina degli emittenti. – 2.3. La disciplina dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana. – 2.4. L'operazione di Initial Public Offering. – 2.5. I requisiti per l'ammissione alla quotazione. – 2.5.1. I requisiti generali. – 2.5.2. I requisiti specifici richiesti agli emittenti. – 2.5.3. I requisiti specifici relativi agli strumenti finanziari. – 2.6. Il processo di quotazione: soggetti, attività e tempi. – 2.6.1. La pianificazione delle attività del progetto di quotazione. – 2.6.2. I soggetti e i ruoli all'interno della procedura di ammissione alla quotazione. – 2.7. Considerazioni conclusive.

2.1 Premessa

Negli studi giuridici il concetto di mercato rinvia ad un insieme di negoziazioni il cui oggetto ne individua la tipologia. Così il mercato mobiliare rappresenta un segmento del mercato finanziario le cui negoziazioni attengono a scambi di valori mobiliari.

Il mercato mobiliare si definisce regolamentato quando è sottoposto ad una disciplina speciale che interviene sull'emissione, negoziazione e gestione dei valori mobiliari.

Le ragioni di una disciplina speciale ad integrazione o sostituzione delle norme comuni sul mercato dei valori mobiliari nasce dall'esigenza di fornire al risparmiatore un grado maggiore di informazione, di imporre agli operatori del mercato regole di comportamento per un efficiente funzionamento del mercato e attrazione del risparmio e di evitare situazioni di instabilità e di insolvenza da parte di uno o più operatori.

La disciplina speciale sull'ordinamento delle società con azioni quotate nei mercati regolamentati trova una sistemazione organica con l'emanazione del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione fi-

nanziaria. Già con il D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 si era assistito all'abbandono del modello di mercato regolamentato come pubblico servizio e all'introduzione di un mercato regolamentato come un'organizzazione che nasce da scelte imprenditoriali degli intermediari al fine di esercitare in modo più efficiente l'attività di negoziazione sotto il controllo delle autorità di vigilanza del mercato¹.

Il Testo Unico ha innescato un processo di privatizzazione del mercato mobiliare (Art.61) che ha portato alla trasformazione degli assetti proprietari ed organizzativi e al trasferimento della competenza sulle attività di organizzazione e gestione dall'Autorità Pubblica a soggetti privati.

Il Testo Unico nel ridefinire il sistema dei mercati mobiliari regolamentati si sofferma a definire i ruoli e i requisiti della società di gestione, denominata poi Borsa Italia S.p.A., e i compiti della Consob.

Alla società di gestione (Art. 64) spetta intervenire in tutti i momenti fondamentali alla realizzazione e gestione di un mercato di strumenti finanziari, mentre all'autorità pubblica rimane un potere di vigilanza generale; alla Consob spetta invece un ruolo di vigilanza sia sull'operato della società di gestione, quale soggetto privato autorizzato dall'Autorità Pubblica a presiedere all'organizzazione, gestione e funzionamento dei mercati (Art. 73), sia sul rispetto dei mercati (Art. 74) dei tre principi generali che hanno una natura pubblica: la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori (Art. 91) attraverso un'attività di emanazione dei regolamenti, di controllo del rispetto delle norme di legge, di emanazione dei provvedimenti volti a migliorare l'organizzazione del mercato ed infine ricorrendo alle Autorità Pubbliche qualora necessiti un loro intervento.

Il D. Lgs. 58/98 si presenta, così, costruito attorno al concetto di mercato di cui ne disciplina la regolamentazione, l'organizzazione, il funzionamento e come conseguenza anche il comportamento dei soggetti che vi operano.

¹Cfr. COSTI R., *op. cit.*, pag.38.

Nel testo di legge infatti la disciplina dei mercati e della gestione accentrata di strumenti finanziari è preceduta dalla disciplina degli intermediari e seguita dalla disciplina degli emittenti entrambe formulate ponendo in primo piano il mercato, il suo funzionamento e i risparmiatori a discapito degli operatori che in esso operano².

La *ratio* dell'articolata disciplina sulle società emittenti³, infatti, è da ricercarsi nella necessità di controllare ogni azione/comportamento degli operatori capace di pregiudicare l'andamento del proprio strumento finanziario sul mercato e conseguentemente il funzionamento del mercato stesso. Ciò che interessa quindi non è tanto la gestione, l'organizzazione e l'attività di per se stessa delle società emittenti ma il funzionamento delle stesse in quanto in grado di influenzare l'andamento dei valori degli strumenti finanziari emessi e quotati sul mercato.

In questa logica va letta pertanto la disciplina speciale introdotta dal testo unico sul funzionamento e il governo delle società quotate che risulta quindi strumentale al perseguimento dell'efficienza e della trasparenza del mercato stesso.

2.2 La disciplina degli emittenti

La disciplina degli emittenti trova collocazione nella parte IV del Testo Unico della Finanza, in particolare dall'art. 91 all'art. 165 del D.Lgs. 58/98. L'analisi della norma di legge richiede peraltro un frequente rinvio al regolamento di attuazione del Decreto Lgs. 58/98 con particolare riferimento proprio alla discipli-

² Cfr. GALLETTI D., *Il recesso nelle società di capitali*, Quaderno di Giurisprudenza Commerciale, n.214, Giuffrè, Milano, 2000.

³ La disciplina in oggetto di cui alla Parte IV del D.Lgs.n. 58/98 spazia dalle norme sull'ammissione, sospensione e revoca della quotazione, alle norme che modificano la disciplina codicistica con riferimento alle società con azioni quotate (Art.119 e seguenti) sugli assetti proprietari, sulla tutela delle minoranze, sulle deleghe di voto, sulle azioni di risparmio, sul collegio sindacale e sulla revisione contabile.

na degli emittenti (Consob delibera n.11971/99 e successive modifiche).

Questo corpo di norme risulta essere costruito attorno a due linee guida principali: la prima si riferisce al mercato, la seconda al diritto societario. Sul fronte del mercato l'attenzione è incentrata sulla regolamentazione della circolazione dei diritti proprietari, sul fronte del diritto societario la norma speciale si focalizza soprattutto sulla tutela delle minoranze e su una ridefinizione di alcune funzioni del Collegio Sindacale e della società di revisione in materia di controlli. Ciò che accomuna questi due aspetti è l'informazione, ossia la necessità di rendere più trasparente possibile la struttura proprietaria e la gestione della società allo scopo di consentire al mercato e agli organi interni una valutazione della gestione e dei risultati della società stessa⁴.

La parte IV sulla disciplina degli emittenti ribadisce ancora una volta l'importanza del rapporto degli operatori emittenti con il mercato, rapporto che deve essere fondato sull'informazione continua in grado di assicurare la trasparenza sull'operare degli emittenti per tutti i soggetti che ne sono interessati (tutela degli investitori).

La trasparenza si fonda così sulla correttezza, completezza e adeguatezza delle informazioni trasmesse con continuità al mercato⁵, alla Consob⁶, alla società partecipata e alle minoranze, al

⁴ Cfr. COSTI R., *op. cit.*, 2000, pag. 270.

⁵ Il riferimento è alla disposizione della norma speciale che prevede all'articolo 113 la pubblicazione di un prospetto di quotazione che riporti "tutte le informazioni che sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti"; all'art.114 la comunicazione al pubblico dei "fatti che accadono nella sfera di attività e in quella delle società controllate, non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il presso degli strumenti finanziari"; ed infine agli artt. 120 e 121 la comunicazione delle partecipazioni rilevanti e delle partecipazioni reciproche.

⁶ L'art.115 prevede che la Consob al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico possa richiedere agli emittenti quotati la comunicazione di notizie e documenti fissandone le modalità (si veda il Regolamento 11971/99 così come modificato con delibera Consob 13130/2001), possa assumere notizie dagli amministratori, dai sindaci, dalle società di revisione

Collegio Sindacale, all'assemblea dei soci e alla società di revisione (artt. 150, 128 e 153).

La trasparenza sugli assetti proprietari richiede essenzialmente, pertanto, di rispettare la normativa speciale sugli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, sugli obblighi derivanti dalla disciplina delle partecipazioni reciproche, sui vincoli e la pubblicità dei patti parasociali per evitare che gli stessi costituiscano un ostacolo eccessivo alla circolazione dei diritti proprietari e ad un libero esercizio degli stessi.

Diversamente la trasparenza con riferimento al funzionamento e ad un'efficiente amministrazione della società quotata, funzionale alla stabilità dello strumento finanziario negoziato sul mercato, è affidata alle norme sulla tutela delle minoranze (artt. 125-135), sulla disciplina delle deleghe di voto (artt. 136-144), sul rafforzamento delle funzioni di controllo ex ante del collegio sindacale (artt. 148-154) ed infine sulla società di revisione.

Fortemente connesso all'esigenza di tutela degli investitori, in particolare delle minoranze, è il principio generale introdotto dal Testo unico all'art. 92 della parità di trattamento di tutti i portatori di strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni, che riaffermando l'interesse del mercato alla libera trasferibilità delle azioni "priva di meritevolezza quello della società a controllare l'ingresso di nuovi azionisti"⁷.

Limitato e rinviato all'autonomia societaria dei soggetti emittenti è invece l'interesse per l'organizzazione della funzione amministrativa delle imprese. Limitato in quanto l'unica norma prevista nel Testo Unico fa riferimento all'esercizio dell'azione di responsabilità da parte di una minoranza (art.129)⁸; rinviato

e dai dirigenti delle società ed infine possa condurre ispezioni presso questi stessi soggetti.

⁷ Cfr. NOBILI R., *Le clausole di gradimento*, in *Rivista Soc.*, 1990, pag. 439.

⁸ Tale minoranza è legittimata qualora sia formata da "tanti soci, iscritti da almeno sei mesi nel libro soci, che rappresentano almeno il 5% del capitale sociale o la minore percentuale stabilita nell'atto costitutivo" (1° comma art.129). La pretesa legislativa di una minoranza consistente, precisa Costi, dimostra la volontà di evitare che la possibilità di agire nei confronti degli esponenti aziendali diventi "uno strumento ricattatorio pregiudizievole

all'autonomia statutaria in quanto il riferimento è al Codice di autodisciplina⁹ predisposto dalla Borsa Italia S.p.A.

L'introduzione del Codice di Autodisciplina risponde al principio, come dice il nome stesso, che deve essere il mercato a dettarsi autonomamente le proprie regole riducendo così progressivamente le regole di derivazione pubblica. Si richiede, peraltro, che la sua adozione venga comunicata in modo chiaro e trasparente al mercato al fine di tutelare gli interessi degli investitori e garantirne la parità di trattamento, ribadendo così come la rilevanza dell'informazione societaria sia connessa ad esigenze di mercato¹⁰.

In conclusione è possibile osservare come il Testo unico della Finanza con riferimento agli emittenti propone un ordinato sistema di norme incentrato sul rapporto tra emittenti e mercato ed ispirato ai principi di trasparenza, efficienza e tutela degli investitori e delle minoranze.

Nel rapporto risulta forte il ruolo del mercato che disciplinando l'accesso e le negoziazioni delle diverse tipologie di titoli finanziari impone indirettamente alle società emittenti un differenziato comportamento sul mercato in relazione allo strumento finanziario emesso; rilevante risulta essere anche l'influenza delle società emittenti sul mercato, le quali attraverso la comunicazione dei fatti di gestione condizionano fortemente l'andamento dello

dell'efficienza della gestione e, quindi, dell'interesse della società", COSTI R., *op. cit.*, 2000, pag. 321.

⁹ Il Codice di Autodisciplina delle società quotate traccia un modello di struttura e funzionamento della funzione amministrativa o in altre parole del Consiglio di Amministrazione. Dopo averne definito il ruolo nell'ambito della formulazione della strategia aziendale, il codice si sofferma sulla composizione della struttura dell'organo collegiale distinguendo amministratori esecutivi, non esecutivi e non esecutivi indipendenti e sull'opportunità di creare uno o più comitati per la determinazione dei compensi degli organi delegati e per la supervisione dell'attività di controllo interno e delle relazioni con la società di revisione; cfr. *Codice di Autodisciplina*, ed. rivisitata - luglio 2002, Giuffrè, Milano, 2002.

¹⁰ BORSA ITALIANA, *Linee Guida per la redazione della relazione in materia di corporate governance*, emanate in data 14 marzo 2002.

strumento finanziario quotato e così la stabilità del mercato stesso.

Così accade che si privilegi la comunicazione di informazioni su fatti aziendali che presentano un impatto positivo nel breve termine sull'andamento dello strumento finanziario quotato; ancora che ci si limiti solamente all'impatto a breve termine di un fatto aziendale senza comunicare gli sviluppi di medio o lungo termine dell'operazione.

Ancora può accadere che un'operazione societaria che nel breve termine può condizionare negativamente lo strumento finanziario rischi di essere rinviata o di non essere intrapresa, quale ad esempio, una ristrutturazione aziendale, anche se la stessa risulti fondamentale per la continuazione dell'attività aziendale.

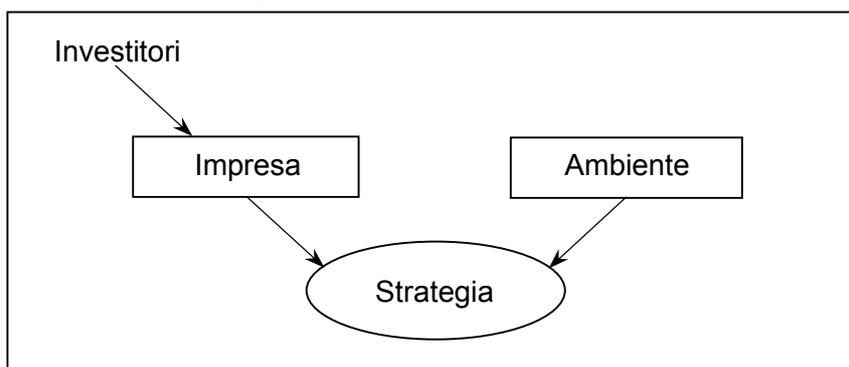


Figura 2. 1- *La relazione mercato ed impresa*

Nella Figura 2. 1 sono riportate le principali dinamiche che interessano il rapporto tra mercato e società emittenti, rapporto mediato dallo strumento finanziario ammesso alla quotazione sul mercato. Si osservi come la normativa speciale ha previsto che le società emittenti possano influenzare la stabilità, trasparenza e la parità di trattamento attraverso l'adozione di norme speciali in materia di diritto societario capaci di incidere sulla libera circolazione e liquidabilità dello strumento finanziario quotato; inoltre che il mercato attraverso i requisiti per l'ammissione, le regole di negoziazione e gli obblighi informativi sugli strumenti finanziari e sulle operazioni che ne condizionano la negoziazione, influenza il comportamento delle società emittenti obbligandole ad

un'informativa continua e trasparente e al mantenimento di una condizione di autonomia gestionale e di libera trasferibilità e liquidabilità dei titoli.

2.3 La disciplina dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Il Testo Unico della Finanza distingue i mercati regolamentati dai mercati non regolamentati cioè quei mercati dove pur presente un'organizzazione delle negoziazioni sono assenti la società di gestione e gli intermediari autorizzati¹¹. Borsa Italiana S.p.A. ha previsto una distinzione dei mercati regolamentati in relazione alle caratteristiche degli strumenti finanziari che si intendono quotare e in alcuni casi anche degli emittenti.

Dall'analisi della disciplina regolamentare scaturisce una descrizione del sistema dei mercati di Borsa Italiana principalmente articolato in Borsa, Mercato Ristretto e Nuovo Mercato¹². Tale articolazione è giustificata innanzitutto da una gamma più o meno ampia di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione e dal loro grado di diffusione presso i risparmiatori¹³. Peraltro Borsa Ita-

¹¹ I mercati non regolamentati si distinguono da quelli regolamentati per il fatto che non sono sottoposti ad una disciplina speciale ma solamente alle norme generali valide per il mercato mobiliare (COSTI R., *op. cit.*, 2000, pag. 3); inoltre i mercati non regolamentati presentano procedure predisposte dagli organizzatori i quali peraltro possono intervenire a loro discrezione nell'operazione stessa.

¹² Tra i mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana vi è anche il mercato di borsa per la negoziazione dei contratti futures e dei contratti d'opzione, cioè il cosiddetto mercato degli strumenti derivati (IDEM) che trova regolamentazione assieme al mercato ristretto e alla borsa in un unico Regolamento approvato dalla Consob delibera n. 13377 del 5 dicembre 2001. Un differente regolamento è previsto per il Nuovo Mercato approvato dalla Consob il 27 gennaio 1999.

¹³ Così nel *mercato ufficiale di Borsa* sono ammessi a quotazione gli strumenti finanziari emessi da società o enti nazionali o esteri, nonché da Stati o enti sovranazionali, quali a) azioni, certificati rappresentativi di azioni e altri titoli di capitale di rischio; b) obbligazioni, euro-obbligazioni e altri titoli di

liana S.p.A. ha definito i confini dei mercati non solo sulla base degli strumenti finanziari negoziabili ma anche con riferimento delle caratteristiche che dovrebbero presentare le società emittenti, con riferimento alla fase del ciclo di vita, alla dimensione aziendale e alle esigenze finanziarie al fine di favorire anche le scelte degli investitori.

Così la Borsa costituisce il mercato dedicato alle imprese che operano in settori tradizionali e posizione di mercato consolidata, con un *track record* di risultati economico finanziari positivo, margini elevati e sostenibili, esigenza di attività di gestione straordinaria e di continuità del management (Borsa Italiana, gennaio 2001)¹⁴.

Le società che operano invece nel Nuovo Mercato si distinguono dalle società quotate al mercato telematico azionario (MTA) in quanto presentano un elevato potenziale di crescita correlato ad una operatività in settori altamente tecnologici (internet, e-commerce), con società di recente costituzione ed operanti in mercati nuovi e fortemente innovativi che richiedono lo sviluppo di piani di crescita rapida ai quali sono correlati ingenti fabbisogni finanziari.

La previsione di specifici requisiti formali e sostanziali per l'emittente e per i titoli finanziari in relazione al mercato di quotazione, di peculiari obblighi conseguenti l'ammissione alla quotazione che attengono sia al funzionamento della società (diritto societario) in relazione con il mercato di riferimento sia alle modalità di scambio degli strumenti finanziari, ha consentito poi per ogni singolo mercato o segmento dello stesso di regolamentare al meglio l'accesso, l'organizzazione e il funzionamento degli stessi

debito; c)warrant e altri titoli ad essi assimilabili; d)quote di fondi chiusi; e) covered warrant; f) obbligazioni strutturate; g)titoli di Stato; h) asset backed securities. Alla *negoziazione nel mercato ristretto* sono ammesse solo azioni, obbligazioni e warrant, e qualora non abbiano raggiunto un grado di diffusione sufficiente per permettere l'ammissione alla quotazione ufficiale di borsa. A partire dal 1999 infine le azioni ordinarie di emittenti nazionali ed esteri ad alto potenziale di sviluppo possono essere negoziate sul Nuovo Mercato.

¹⁴ La Borsa si articola in tre segmenti: BLUE CHIPS per aziende di capitalizzazione superiore a Euro 800 milioni; STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti);ed infine un segmento residuale che accoglie tutte le altre aziende.

con particolare attenzione alla trasparenza e continuità del flusso di informazioni finalizzate alla tutela degli investitori.

Borsa Italiana S.p.A. si riserva infine di rifiutare la domanda di ammissione alla quotazione con provvedimento motivato qualora le caratteristiche dello strumento finanziario o la situazione dell'emittente siano tali rispettivamente da non permettere la formazione di un mercato regolare e da contrastare con la tutela degli investitori. In questo modo ancora una volta il mercato si trova al centro anche della regolamentazione Consob dove l'interesse generale al quale ricondurre ogni deroga, che comporti anche la stessa ammissione a quotazione in assenza dei requisiti idonei, è la tutela degli investitori, cioè la stabilità e la fiducia del mercato.

2.4 L'operazione di *Initial Public Offering*

Attraverso l'analisi del testo normativo e dei principali regolamenti approvati dalla Consob è possibile delineare un quadro descrittivo dello status di società quotate e degli assetti dei mercati regolamentati in cui le stesse operano.

La disciplina speciale contenuta nel Testo Unico dispone peraltro solamente le modalità di accesso al mercato senza considerare tutte le fasi intermedie che la società deve percorrere per acquisire lo status di quotata. In particolare per lo svolgimento di una sollecitazione al risparmio finalizzata alla quotazione, cioè un'operazione di *Initial Public Offering (IPO)*, la norma di legge richiede solamente la predisposizione di due documenti: la comunicazione alla Consob e il prospetto.

La comunicazione è un documento di sintesi delle caratteristiche dell'operazione il cui contenuto è individuato dalla Consob stessa in sede regolamentare.

Il prospetto è invece un documento che nel caso di una offerta pubblica iniziale riassume in sé le funzioni del prospetto di sollecitazione (Art. 94) e di quotazione (Art.113).

La centralità e la rilevanza attribuite al prospetto all'interno delle disposizioni normative e regolamentari a discapito di altri

importanti momenti gestionali di una *IPO*, trovano una loro coerenza con la *ratio* generale che ha ispirato l'impianto del T.U.F., dove il mercato è posto al centro e coloro che vi operano sono considerati solo in quanto interagiscono con il mercato stesso.

L'interazione tra il mercato e l'impresa si ha, per la normativa, nel momento in cui l'impresa si presenta con il Prospetto all'attenzione degli investitori.

Finalità e contenuti del Prospetto debbono quindi essere studiati alla luce delle esigenze di trasparenza informativa, di un'ordinata stabilità delle negoziazioni e di tutela degli investitori intesa come possibilità di valutazione delle scelte di investimento per il pubblico in un regime di parità di trattamento.

Al comma 2 dell'Art. 94 del Testo Unico viene previsto, così, che il Prospetto contenga le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un "fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria" e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

Il contenuto dei Prospetti viene poi demandato alla Regolamentazione Consob, la quale attraverso la definizione di schemi¹⁵ ne predetermina il contenuto generale attribuendo così certezza al comportamento degli operatori e agevolando il confronto tra operazioni simili o successive nel tempo¹⁶.

L'individuazione di un contenuto minimo obbligatorio è fortemente connessa alla definizione della tipologia di destinatari del Prospetto stesso¹⁷. Così l'adeguatezza dell'informazione fornita

¹⁵ Si osservi che gli schemi predeterminati non sono rigidi in quanto sono adattabili in funzione delle specifiche operazioni; inoltre con riferimento agli emittenti strumenti finanziari quotati o già diffusi, la Consob ha previsto un regime agevolativo (art.6, Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971/99) connesso al fatto che l'emittente ha già diffuso una rilevante quantità di informazioni di cui il pubblico già dispone e che è sufficiente integrare sinteticamente all'atto dell'operazione di sollecitazione.

¹⁶ Cfr. ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2001, pag.299.

¹⁷ L'opinione prevalente in dottrina ritiene che il destinatario sia l'investitore comune senza particolari competenze finanziarie, al quale si af-

dal prospetto deve essere valutata con riferimento ad ogni tipologia di investitori, siano essi istituzionali o comuni investitori, prevedendo la possibilità di graduare le informazioni con l'introduzione di informazioni integrative ai sensi dell'art. 94 comma 3 del T.U.F.¹⁸.

Si osservi infine come mentre il Testo Unico ha individuato la necessità di prevedere un contenuto informativo in relazione alla funzionalità dello stesso di formulare fondati giudizi, non si è soffermato invece sulla natura delle informazioni stesse e sull'ipotesi che esse siano non veritiere o inesatte¹⁹.

Se è dubbio che alla Consob spetti un controllo sul prospetto con riferimento alla veridicità e correttezza delle informazioni certo è peraltro che oltre alle funzioni informative e di individuazione dei contenuti tipici del prospetto con riferimento alla natura sia dell'emittente sia degli strumenti e di controllo sul prospetto che sfocia in un provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione, alla Consob spetta anche la formulazione delle modalità di svolgimento della sollecitazione nel rispetto dei principi di correttezza e di parità di trattamento tra i destinatari (Art.95 comma 1).

La conoscenza, quindi, della procedura di *Initial Public Offering* passa attraverso l'analisi del Regolamento di attuazione del D. Lgs. n.58/98, adottato dalla Consob con delibera n. 11971/99 e successivamente modificato. Quest'ultimo dopo aver disciplinato,

fiancano gli investitori istituzionali; Cfr. ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 2001; COSTI R., *op. cit.*, 2000.

¹⁸ Ad integrazione del Prospetto i soggetti offerenti possono redigere una nota informativa sintetica secondo lo schema riportato in allegato al Regolamento n.11971/98, che avendo un carattere più tecnico è rivolta soprattutto all'investitore istituzionale.

¹⁹ La dottrina ha sopperito a questa mancanza studiando il regime della responsabilità rinveniente dall'aver inserito nel prospetto informazioni non veritiere e non corrette. E' discutibile il fatto che si tratti di responsabilità pre contrattuale ai sensi dell'art. 1337 C.C. o di responsabilità contrattuale e quindi è dubbia la misura del danno risarcibile, l'onere della prova e il danno risarcibile; cfr. ANNUNZIATA F. *op. cit.*, 2001; COSTI R., *op. cit.*, 2000; CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*, Utet, Torino, 2002.

con riferimento ai mercati e ai loro segmenti, i requisiti per gli emittenti e gli strumenti finanziari, si concentra sulle singole fasi che partendo da una delibera del Consiglio di amministrazione giungono all'inizio delle negoziazioni sul mercato del titolo oggetto di quotazione.

Di seguito si analizzano distintamente i requisiti di ammissione dalla vera e propria procedura di quotazione perché pur appartenendo ad una stessa operazione di quotazione, di fatto l'esistenza dei requisiti richiede una preparazione che si svolge in un lasso temporale a sua volta definito che attiene alla creazione dei requisiti stessi e al quale segue la procedura di ammissione alla quotazione (Figura 2.2).

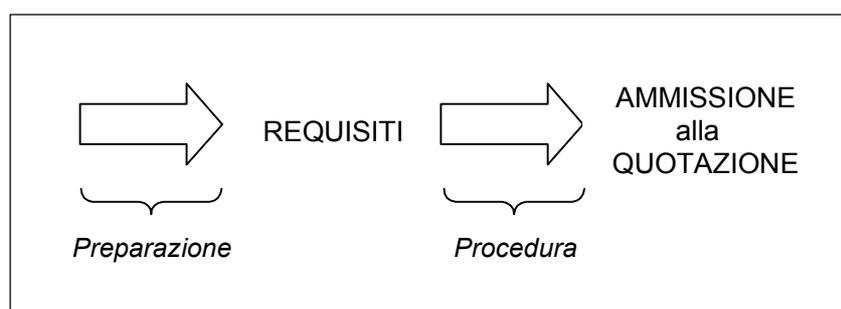


Figura 2.2- *Le fasi del processo di ammissione alla quotazione*

La fase preparatoria differisce nei contenuti specifici in relazione al mercato regolamentato prescelto e ai conseguenti requisiti richiesti per l'ammissione. Peraltro le attività sono riconducibili a tre grandi aree di intervento: le modifiche statutarie, l'analisi dell'organizzazione aziendale e la revisione delle politiche d'impresa²⁰.

Con riferimento allo statuto la società si trova a dover intervenire, per il fatto stesso di voler accedere ad un mercato mobiliare, in materia di valore nominale dei titoli sociali, di limitazioni alla libera circolazione dei titoli sociali (diritto di prelazione e clausole di gradimento) e eventuali condizioni di privilegio ad es-

²⁰ Cfr. JOVENITTI P., *Finanza mobiliare*, Egea, Milano, 1994.

si connesse, sul regime della convocazione e delle delibere assembleari e sulla composizione e funzionamento dell'organo amministrativo in relazione alle disposizioni contenute nel Codice di Autodisciplina.

Il nuovo ruolo assunto dal servizio amministrativo e finanziario, conseguente soprattutto agli obblighi di informativa ai quali viene sottoposta la società quotanda, richiede una revisione dell'organizzazione aziendale sia in termini di macrostruttura prevedendo un'unità organizzativa specificatamente dedicata alla funzione informativa verso l'esterno sia in termini di posizioni individuali in quanto si riveli necessario procedere alla formazione di personale attinente alla specifica professionalità dell'*investor relator*²¹.

Infine la società quotanda è chiamata a riorientare le principali politiche aziendali quali quella degli investimenti, dei finanziamenti e dei redditi alla ricerca del consenso e l'apprezzamento degli operatori del mercato, siano essi investitori, analisti o intermediari.

2.5 I requisiti per l'ammissione alla quotazione

All'interno dei Regolamenti della Borsa Italiana i requisiti sono distinti in relazione al mercato, in relazione al fatto che gli

²¹ Nella *Guida alla quotazione*, Borsa Italia si sofferma nell'individuazione della figura dell'*investor relator* e delle sue funzioni: "l'*investor relator* funge da interfaccia tra l'azienda ed il mercato, raccogliendo e divulgando informazioni da e verso il mercato. Inoltre collabora con l'intera struttura aziendale per mantenere e incentivare il rispetto della normativa in materia di informativa societaria. Egli opera trasversalmente all'interno dell'azienda, a stretto contatto con le diverse funzioni aziendali quali: pianificazione e controllo, bilancio, affari legali e societari, ufficio stampa e quello delle relazioni esterne. Tale soggetto deve essere in possesso delle caratteristiche professionali idonee a ricoprire l'incarico e deve conoscere bene i fattori economico finanziari che caratterizzano il mercato in cui l'azienda opera. Inoltre, è importante che l'attività di *investor relation* venga condivisa e supportata dal management, che deve attenersi al piano di comunicazione predisposto dall'*investor relator*. Ciò consente, infatti, di evitare l'invio di messaggi non coerenti verso il mercato", 2001, pag.31.

stessi siano formali o sostanziali ed infine in relazione al fatto che siano in capo agli emittenti o ai titoli oggetto di quotazione.

Borsa Italiana ha osservato come dal 1998 si è assistito ad una evoluzione dei requisiti formali nella direzione di una minore restrizione e dei requisiti sostanziali con la crescita del loro peso.

L'individuazione dei requisiti ha infatti un significato in quanto il loro rispetto da parte delle società che si quotano permetta di far coincidere le attese degli investitori con le caratteristiche delle quotande.

2.5.1 *I requisiti generali*

Le condizioni generali per l'ammissione alla quotazione che accomunano l'accesso al mercato ufficiale, al mercato ristretto e al nuovo mercato possono essere distinte a seconda che riguardino l'emittente o gli strumenti finanziari.

I requisiti minimi con riferimento all'emittente richiedono l'esistenza -"l'emittente deve essere regolarmente costituito"- e la legittimità dell'organizzazione societaria -"ed il suo statuto deve essere conforme alle leggi e ai regolamenti ai quali l'emittente stesso è soggetto"²². Sembrerebbe così esclusa l'ammissione a quotazione di una società la cui costituzione non sia giuridicamente compiuta così come di una società il cui statuto non presenti le clausole richieste dal Testo Unico per le società quotate²³.

Gli strumenti finanziari a loro volta devono essere: a) emessi nel rispetto delle leggi, dei regolamenti e di ogni altra disposizione applicabile, b) conformi alle leggi ed ai regolamenti ai quali sono sottoposti, c) idonei ad essere oggetto di liquidazione ai sensi dell'art. 69 del Testo Unico della Finanza ovvero attraverso omologhi servizi esteri sottoposti a vigilanza dalle Autorità competenti dello Stato di appartenenza, d) liberamente trasferibili.

²² Cfr. *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.*, 29 aprile 2003, approvato dalla Consob con delibera n. 14169 del 16 luglio 2003, art. 2.1.3 e art.2.A.1.2.

²³ Cfr. FUMAGALLI T., *L'ammissione di strumenti finanziari alla quotazione ufficiale in Borsa nella disciplina del regolamento dei mercati organizzati*, in *Il nuovo management*, Franco Angeli, Milano, n.3/2000, pag.44.

Mentre i primi due requisiti attengono all'esistenza stessa degli strumenti finanziari, i secondi correlano la "quotabilità" degli strumenti a due aspetti quali la liquidabilità e la trasferibilità che concorrono a caratterizzare l'investimento sul mercato di borsa.

2.5.2 *I requisiti specifici richiesti agli emittenti*

Oltre ai requisiti generali gli emittenti devono essere in possesso di requisiti specifici individuati all'interno del Regolamento con riferimento a ciascun mercato e per ciascuna tipologia di strumento finanziario. Limitando l'analisi alle azioni, quale strumento finanziario più importante, si rinvia ai Regolamenti per il mercato di borsa e per il nuovo mercato per i requisiti degli altri strumenti finanziari.

I requisiti specifici debbono essere suddivisi sia in relazione al mercato Borsa, Nuovo Mercato o Mercato Ristretto, sia in relazione al loro contenuto in formali e sostanziali.

I *requisiti specifici formali* per l'ammissione al Mercato di Borsa sono²⁴:

- l'esercizio di una attività, direttamente o attraverso le proprie controllate, capace di generare ricavi in condizioni di autonomia gestionale²⁵;
- l'aver pubblicato e depositato i bilanci anche consolidati degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo corredato di un giudizio della società di revisione

²⁴ I requisiti specifici formali sono previsti nel Titolo 2.2. del Regolamento dei mercati alla voce *Condizioni per l'ammissione*. Analoghi requisiti nella sostanza sono richiesti agli emittenti per l'ammissione al Nuovo Mercato dal Regolamento specifico.

²⁵ Quale applicazione del principio di autonomia gestionale il Regolamento dei mercati richiede che l'attivo di bilancio, ovvero i ricavi dell'emittente, non devono essere rappresentati in misura preponderante dall'investimento in una società le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato. La capacità dell'attività svolta dall'emittente di generare ricavi è soggetta quindi alla verifica della assenza di fattori esterni distorsivi che influenzino la determinazione del risultato economico al punto da astrarre l'attività della società dalle ordinarie condizioni di mercato (cfr. FUMAGALLI T., *op. cit.*, 2000).

redatto secondo le modalità di cui all'art. 156 Testo Unico; l'ammissione a quotazione non può essere disposta qualora la società di revisione abbia espresso un giudizio negativo o si sia dichiarata impossibilitata ad esprimere un giudizio²⁶;

□ le società di recente costituzione o che hanno subito di recente modifiche sostanziali alla loro struttura patrimoniale devono produrre a completamento dei precedenti: il conto economico e rendiconto finanziario pro-forma relativo ad almeno un esercizio annuale chiuso precedentemente alla data di presentazione della domanda di ammissione; lo stato patrimoniale pro-forma riferito alla data di chiusura dell'esercizio precedente la domanda di ammissione qualora la costituzione della società o le modifiche sostanziali siano avvenute successivamente a tale data; gli ulteriori documenti pro-forma annuali specificati nelle Istruzioni. Si richiede che tali documenti siano accompagnati dalla relazione della società di revisione che esprima un giudizio sulla ragionevolezza delle ipotesi che sono alla base dei prospetti pro-forma e sulla correttezza della metodologia e principi adottati. Inoltre i dati di bilancio e le situazioni contabili prese a base della redazione dei documenti pro-forma devono essere assoggettate a revisione completa;

□ l'emittente deve aver conferito l'incarico di revisione contabile dei bilanci a una società di revisione ai sensi dell'art.159 T.U.F.

Dal 2 aprile 2001 all'atto della domanda di ammissione o anche successivamente alla quotazione l'emittente può richiedere

²⁶ Il Regolamento prevede che in casi eccezionali sia possibile derogare a questo requisito formale accettando un numero di bilanci inferiore eventualmente integrati dalla documentazione pro-forma, purché tale deroga risponda alle necessità dell'emittente e soprattutto degli investitori i quali devono disporre di tutte le informazioni necessarie per una valutazione dell'emittente e degli strumenti per i quali è richiesta l'ammissione.

per le proprie azioni la qualifica di Star e la negoziabilità nel relativo segmento.

Tale qualifica può essere richiesta da emittenti che soddisfano requisiti formali ulteriori rispetto a quelli già elencati per il mercato di Borsa (Reg. Art. 2.2.1.).

Come riportato in Tabella 2. 1 tali “alti requisiti” fanno riferimento soprattutto alla trasparenza e alla continuità informativa nei confronti del mercato, all’assetto *corporate* della società emittente e al funzionamento dei meccanismi di incentivazione del personale e di controllo dell’attività aziendale, tutte condizioni di rilievo per acquisire visibilità e appetibilità nei confronti soprattutto degli investitori istituzionali²⁷.

Trasparenza ed informazione al Mercato	a) rendere disponibile al pubblico la relazione trimestrale entro 45 gg. dal termine di ciascun trimestre dell’esercizio
	b) trasmettere i dati di bilancio nonché i dati trimestrali approvati alla Borsa Italiana
	c) rendere disponibile sul proprio sito internet il bilancio, la relazione semestrale, trimestrale, l’informativa ex art. 114 T.U.F. e ogni altra documentazione.
	d) individuare la figura dell’investor relator all’interno della struttura organizzativa
Corporate governance	e) Presenza di amministratori non esecutivi ed indipendenti nel Consiglio di Amministrazione, in grado di avere un ruolo nell’assunzione delle decisioni (indipendenza)
	f) nomina di un comitato per il controllo interno o attribuzione specifica della funzione di controllo al Consiglio

²⁷ Borsa Italiana distingue i vantaggi per le società emittenti rappresentati dalla maggiore visibilità, supporto alla comunicazione e migliore rapporto con il mercato da quelli riconoscibili in capo agli intermediari e agli investitori istituzionali quali l’accesso facilitato alle informazioni, liquidità e miglior possibilità di diversificare i propri portafogli (BORSA ITALIANA, gennaio 2001).

Sistema degli incentivi	g) correlazione degli emolumenti degli amministratori al raggiungimento di obiettivi individuali prefissati e/o a risultati economici della società
--------------------------------	---

Tabella 2. 1- *I requisiti specifici per l'ammissione al segmento STAR*

Diversamente gli emittenti per essere ammessi al mercato Ristretto debbono presentare *requisiti soggettivi formali* che si rivelano essere di portata minore rispetto a quelli richiesti per la quotazione alla Borsa²⁸.

I *requisiti sostanziali* soggettivi fanno riferimento alle reali prospettive di sviluppo e gestione del business degli emittenti e accomunano tutti i mercati anche se possono essere più o meno rilevanti. Si distinguono in requisiti economico finanziari e in requisiti organizzativi²⁹.

I primi sono interessati ad evidenziare le caratteristiche finanziarie dei soggetti emittenti, quali un trend storico del fatturato in costante crescita, un buon posizionamento sul mercato, un congruo livello di *cash flow*, il perseguimento degli obiettivi di budget e la prospettiva di un buon potenziale di crescita dimensionale e reddituale se il riferimento è al mercato di Borsa mentre si parlerà di *business plan* ambizioso ma sostenibile e di prospettiva di flussi di sovraredditi futuri nel caso di Nuovo Mercato.

I requisiti organizzativi dovrebbero essere invece indicatori della capacità dell'impresa emittente di cogliere e sfruttare l'ammissione in Borsa in tutti i potenziali vantaggi ad essa connessi e possono essere considerati analoghi per ogni mercato.

²⁸ Infatti viene richiesto che esercitino un'attività capace di generare ricavi, direttamente o indirettamente, ed in condizioni di autonomia gestionale; che sia stato pubblicato e depositato il bilancio anche consolidato dell'ultimo esercizio annuale, anziché degli ultimi tre esercizi come richiesto per il mercato di borsa, corredato di un giudizio della società di revisione; ed infine che i bilanci anche consolidati dell'emittente vengano sottoposti a revisione contabile, con obbligo di partire dal bilancio in approvazione alla data di presentazione della domanda di ammissione.

²⁹ Cfr. AIFI, *Quotarsi in borsa – la scelta, la preparazione e la procedura alla luce delle nuove regole*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999, pag.16 e seguenti.

Si fa riferimento alla definizione di una struttura organizzativa e ad un sistema di pianificazione e controllo adeguati alle esigenze dell'emittente, ad un assetto di *corporate governance* definito, ad una presenza di un elevato grado di managerializzazione dell'impresa e alla presenza e valorizzazione della figura di un leader in grado di guidare l'impresa alla quotazione.

2.5.3 I requisiti specifici relativi agli strumenti finanziari

Anche questi requisiti variano sia in relazione diversi mercati che con riferimento alle differenti tipologie di strumenti finanziari. Si affronteranno di seguito solamente i requisiti delle azioni con riferimento ai mercati di quotazione, rinviando ai regolamenti Consob per le altre categorie di titoli.

Accanto ai requisiti generali i requisiti specifici si articolano in relazione al diverso grado di capitalizzazione e di diffusione tra il pubblico come illustrato in Tabella 2. 2.

Requisiti delle azioni	Borsa³⁰	Mercato ristretto	Nuovo mercato
Capitalizzazione di mercato prevedibile	Almeno 5.000.000 di Euro	Almeno 500.000 Euro	Almeno 5.000.000 di Euro
Diffusione (flottante)	Almeno il 25% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza	Almeno il 20% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza	Almeno il 20% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza

Tabella 2. 2- *I requisiti delle azioni nei differenti mercati*

E' importante sottolineare che in generale il Regolamento di Borsa vieta la quotazione di categorie di azioni prive del diritto di voto nelle assemblee ordinarie, indipendentemente dal mercato a cui ci si riferisce, a meno che vi siano azioni dotate di tale diritto

³⁰ I requisiti di capitalizzazione e di diffusione differiscono con riferimento al segmento STAR del mercato di Borsa (cfr. Istruzioni Reg. Borsa).

già quotate ovvero oggetto di contestuale provvedimento di ammissione a quotazione.

Infine si osservi come sia prevista la possibilità che la Borsa Italiana deroghi a tali requisiti in particolare al secondo qualora il valore di mercato delle azioni possedute dal pubblico porti a ritenere che le esigenze di regolare funzionamento del mercato possano essere soddisfatte anche con una percentuale inferiore a quella indicata.

Sempre in nome del principio di efficienza del mercato la Borsa Italiana si riserva la possibilità di derogare anche al primo requisito in materia di capitalizzazione “qualora si ritenga, infatti, che per tali azioni si formerà un mercato sufficiente”.

2.6 Il processo di quotazione: soggetti, attività e tempi

Con riferimento al solo fenomeno delle *Initial Public Offering* si intende guardare ai soggetti coinvolti, partendo in primis dalle società che intendono quotarsi su un mercato regolamentato, alle fasi di cui si compone il percorso per arrivare fino alla domanda di ammissione, ed infine ad una stima dei tempi e dei costi sulla base delle *best practices* esistenti. Si fa presente infatti che la descrizione del processo di quotazione non trova collocazione nei Regolamenti Consob ed è trattata in un documento di Borsa Italiana finalizzato a divulgare proprio la *best practice*³¹.

Mentre le fasi del processo di quotazione non subiscono variazioni di rilievo in relazione al mercato di riferimento, sia esso la Borsa, il Mercato Ristretto o il Nuovo Mercato, i soggetti coinvolti sono differenti, sia con riferimento *in primis* alle stesse società quotande sia con riferimento alle funzioni attribuite agli intermediari finanziari. Proprio la presenza di più soggetti per ciascuna fase del processo di quotazione e la necessità di ridurre al minimo tempi e costi per arrivare all'ammissione alla quotazione richiedono alla società di elaborare una programmazione dell'intero progetto di quotazione dalla riunione di lancio

³¹ Cfr. BORSA ITALIANA, *Quotarsi in borsa*, gennaio 2001.

dell'operazione all'inizio delle negoziazioni e alla successiva stabilizzazione.

2.6.1 *La pianificazione delle attività del progetto di quotazione*

L'iter di quotazione è preceduto da una fase di preparazione che culmina con la nomina di un intermediario specializzato nella figura dell'*advisor*.

L'*advisor* ha il compito di studiare la fattibilità dell'operazione di quotazione e di determinare il valore dell'azienda, il *book value*, che costituirà poi un primo riferimento per la determinazione del prezzo di vendita.

La fattibilità dell'operazione richiede la verifica della sussistenza dei requisiti formali e sostanziali per l'emittente e per i titoli; della capacità dell'impresa di produrre in futuro flussi di reddito tali da garantire il soddisfacimento dei portatori di interessi e un'analisi delle condizioni congiunturali del mercato finanziario.

Il management presenta, così, al Consiglio di Amministrazione un progetto di quotazione corredato dallo studio che dimostra la fattibilità dell'operazione stessa.

Il progetto di quotazione potrebbe essere ipotizzato su un periodo minimo di quattro mesi³² prevedendo che lo svolgimento di alcune attività avvenga in concomitanza temporale e a cura di soggetti diversi.

Nella Figura 2. 3 viene evidenziato il succedersi e il sovrapporsi delle attività nell'arco dei quattro mesi³³.

³² Cfr. BORSA ITALIANA, *op. cit.*, gennaio 2001, pag. 19.

³³ Per la rappresentazione grafica viene impiegato uno strumento proprio del project management, il diagramma di Gantt. Cfr. KERZNER H., *Project management. A system approach to planning, scheduling and controlling*, Van Nostrand, 1979; LOCK D., *Project management*, Great Britain, Gower, 3° edizione, 1984; BALDINI M., MIOLA A., NERI A., *Lavorare per progetti : project management e processi progettuali*, Milano, Angeli, 1992; ARCHIBALD R.D., *Project Management. La gestione di progetti e programmi complessi*, Franco Angeli, Milano, 1987.

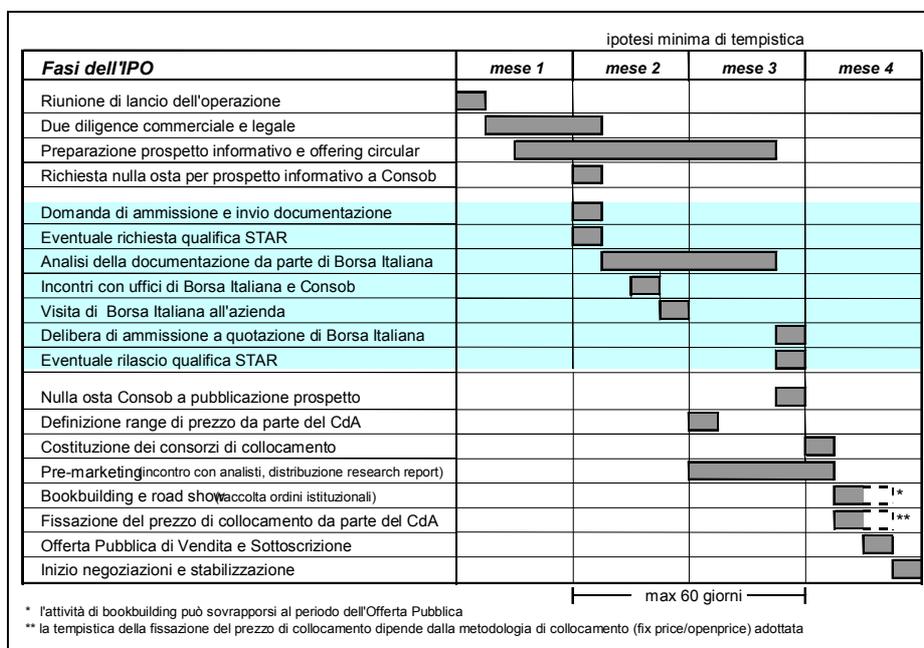


Figura 2. 3- Le fasi di una *Initial Public Offering* (Fonte: Borsa Italiana S.p.A., *Quotarsi in Borsa*, 2001)

In prima approssimazione è possibile distinguere le attività in due gruppi che ritrovano anche una differente collocazione in termini temporali: le attività che hanno avuto inizio, anche se non necessariamente anche concluse, prima della presentazione della domanda di ammissione alla Borsa Italiana S.p.A. e le attività successive alla presentazione della richiesta stessa.

Il primo gruppo di attività interessa sostanzialmente i primi due mesi del processo di quotazione e riguarda:

- la delibera del consiglio di amministrazione e la convocazione dell'assemblea;
- la nomina dello sponsor e dello *specialist* nel solo caso di quotazione al Nuovo Mercato;
- inizio dell'attività di *due diligence* economico-finanziaria e della stesura dei prospetti informativi;

- la preparazione del documento di domanda di ammissione a Borsa Italiana e di nulla osta per la pubblicazione del prospetto informativo alla Consob.

Il secondo gruppo di attività comprende:

- la delibera di ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana che deve essere presa in un arco temporale non superiore ai sessanta giorni dalla data di presentazione della domanda da parte della società;
- pubblicazione e distribuzione del rapporto di ricerca sul titolo agli analisti;
- costituzione del consorzio di collocamento;
- pubblicazione del prospetto informativo;
- attività di *bookbuilding*;
- fissazione del prezzo di collocamento;
- offerta pubblica OPV o OPS o mista;
- inizio delle negoziazioni.

a) La delibera del Consiglio di Amministrazione e la nomina dei consulenti

Il Consiglio di Amministrazione delibera, esaminato lo studio di fattibilità che ha dato parere positivo, sulla quotazione della società e la relativa convocazione dell'assemblea chiamata a deliberare la domanda di ammissione al listino di borsa³⁴.

In un lasso temporale ravvicinato devono essere nominati lo sponsor e l'eventuale *specialist*, il consulente legale, la società di revisione e ogni altro consulente che accompagnerà la società alla quotazione. Immediatamente dopo il management organizza una prima riunione (la cd. riunione di lancio dell'operazione o *sponsor kick-off meeting*) con tutti i consulenti dove viene illustrato il progetto nelle sue fasi, nei suoi tempi e nell'attribuzione delle responsabilità connesse ai compiti che spettano a ciascuno.

³⁴ Qualora si sia in presenza di un'offerta pubblica con aumento di capitale è necessaria la convocazione dell'assemblea straordinaria e la proposta di aumento di capitale deve essere comunicata almeno 45 giorni prima della data fissata per l'assemblea alla società di revisione e almeno 30 giorni prima al collegio sindacale.

b) Processo di due diligence economico- finanziaria, legale e commerciale

Sponsor e consulenti debbono provvedere ad un'analisi approfondita degli aspetti legali, economico-finanziari e commerciali dell'operazione al fine di individuare nel progetto di quotazione i fattori critici di successo e ogni altro elemento in grado di permettere la valutazione della fattibilità dell'operazione e del valore dei titoli da emettere.

c) Redazione del prospetto informativo

I risultati delle analisi svolte all'interno del processo di *due diligence* trovano iscrizione nel Prospetto informativo assieme ad ogni altra informazione riguardante la società e la struttura dell'offerta globale. Nel documento ufficiale di sollecitazione del pubblico risparmio si trovano quindi i dati relativi alla condizione economico finanziaria della società, ai rapporti giuridici in essere, alla posizione della stessa rispetto alla concorrenza; infine sono richieste in sezioni distinte le informazioni relative agli strumenti finanziari oggetto della sollecitazione e quotazione (Sezione Seconda) e le informazioni riguardanti la sollecitazione (Sezione Terza).

I destinatari di tale Prospetto sono, come abbiamo già avuto modo di precisare in precedenza, tutti i potenziali sottoscrittori i quali sono fortemente interessati a conoscere lo stato di salute dell'impresa e il progetto di sviluppo sia in termini strategici che operativi che è sottostante alla decisione dell'impresa di quotarsi.

Il prospetto viene redatto secondo gli schemi contenuti nell'allegato 1B della delibera Consob 11971/99 e deve contenere tutte le informazioni sulla società ai sensi dell'art.94, 2 comma del Testo Unico della Finanza.

d) domanda di ammissione a Borsa Italiana e di nulla osta per la pubblicazione del prospetto informativo alla Consob

Il legale rappresentante della società³⁵ deve presentare la domanda di ammissione presso il competente ufficio della Borsa Italiana S.p.A. allegando alla stessa:

- la documentazione che prova il possesso dei requisiti in capo all'emittente e agli strumenti finanziari interessati alla quotazione la bozza del Prospetto Informativo;
- le dichiarazioni dello sponsor circa l'assunzione delle responsabilità relative all'incarico e l'insussistenza di condizioni di incompatibilità con l'esercizio della funzione;
- copia delibera assemblea che ha approvato la quotazione;
- copia dello statuto vigente;
- copia della convenzione stipulata con la Monte Titoli S.p.A.

Contestualmente alla presentazione della richiesta, l'emittente deve inoltrare alla Consob la domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto corredata da copia del prospetto e degli altri documenti così come previsto dal Regolamento.

La Consob esercita un controllo preventivo finalizzato a rilasciare, mediante un meccanismo di silenzio-assenso che opera su un arco temporale di due mesi, un'autorizzazione alla pubblica-

³⁵ Annunziata osserva come né il Regolamento né il T.U.F. stabiliscano l'organo dell'emittente competente a deliberare la richiesta di ammissione a quotazione. Sembrerebbe quindi non più necessario l'intervento dell'assemblea ordinaria per deliberare la richiesta di ammissione come era invece previsto nella previgente normativa. Peraltro viene osservato come l'assemblea dell'emittente di fatto venga sempre chiamata in causa in relazione alla necessità di adeguare lo statuto dell'emittente alle disposizioni del T.U.F. in materia di società quotate. Ancora è importante ricordare che mentre l'accesso alla quotazione può avvenire anche senza delibera assembleare non può dirsi altrettanto con riferimento alla richiesta di esclusione dalle negoziazioni di Borsa. Cfr. ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 2001.

zione del Prospetto in questione³⁶. Con riferimento alla tipologia di controlli è possibile osservare che la Consob dovrà appurare la conformità agli schemi previsti, la completezza delle informazioni in funzione del “fondato giudizio” sull’operazione³⁷.

e) Ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana S.p.A.

Entro due mesi dalla domanda la Consob, dopo aver verificato l’adozione del provvedimento di ammissione a quotazione da parte della Borsa Italiana S.p.A., autorizza la pubblicazione del prospetto.

f) Costituzione dei consorzi di collocamento

Alla costituzione del consorzio di collocamento precede la pubblicazione e la distribuzione agli analisti di una ricerca che ha lo scopo di tracciare il posizionamento della società e di darne una valutazione ai fini di agevolare l’espressione di un giudizio positivo da parte degli stessi analisti.

La costituzione poi del consorzio su iniziativa *del global coordinator*, che in genere è anche lo sponsor, prevede l’aggregazione di più banche con l’obiettivo di raccogliere dichiarazioni di interesse da istituzioni e *brokers* al fine di determinare poi il numero finale di azioni e la loro assegnazione tra gli investitori.

³⁶ Con riferimento alla natura autorizzatoria della potestà della Consob si veda ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 2001; FERRARINI G., *Sollecitazione del pubblico risparmio e quotazione in borsa*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo e Portale, Vol.X, Torino, 1993.

³⁷ La dottrina si dibatte invece sulla questione se la Consob debba controllare la veridicità delle informazioni e ancora se debba o meno pronunciarsi sulla convenienza dell’operazione. Con riferimento alla prima questione la tesi prevalente sembra attribuire alla Consob una responsabilità nei confronti dei risparmiatori per la comunicazione di informazioni non veritiere nei limiti peraltro in cui i tempi del procedimento e i poteri concretamente esercitabili dalla Consob ne avrebbero reso possibile la conoscenza (COSTI R., *op. cit.*, 2000; ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 2001). Con riferimento alla seconda questione l’opinione prevalente ritiene di escludere che il controllo possa essere esercitato dalla Consob in termini di convenienza.

g) Attività di premarketing e organizzazione del road show

Sono entrambe attività che mirano a far conoscere l'operazione di quotazione ai potenziali investitori.

La prima attiene all'organizzazione di una serie di incontri informali dove gli analisti delle banche del consorzio di collocamento presentano l'azienda e suoi dati e raccolgono le perplessità e le opinioni negative sull'operazione stessa.

La seconda invece si concretizza nell'organizzazione di un incontro formale dove il top management conosce la comunità finanziaria e dimostra la disponibilità a fornire le informazioni societarie.

h) Bookbuilding e fissazione del prezzo

Il meccanismo del *book building* consente di determinare il prezzo più alto al quale i titoli possono essere collocati presso gli investitori istituzionali, previa la raccolta delle richieste pervenute dagli stessi operatori istituzionali con l'indicazione del prezzo e quantità che sono disposti ad acquistare. Sulla base degli ordini pervenuti il *book runner* stabilisce il prezzo e la quantità di offerta del collocamento. In base ai risultati del *bookbuilding* viene fissato il prezzo di collocamento per il lancio dell'OPV e /o OPS nel caso di offerta pubblica a prezzo fisso o si fissa il valore massimo del prezzo nel caso dell'offerta pubblica a prezzo aperto.

i) Offerta Pubblica di Vendita e /o di Sottoscrizione

La società quotanda assegna le azioni ai membri del consorzio di collocamento i quali sono incaricati di procedere all'offerta al pubblico indistinto la cui durata deve essere di almeno due giorni³⁸. E' opportuno precisare come il collocamento dei titoli possa avvenire essenzialmente attraverso due modalità di offerta pubblica o attraverso la combinazione delle due.

³⁸ Si osservi come la società non possa effettuare direttamente il collocamento ma ai sensi della L.1/91 tale attività è riservata a soggetti che presentano determinati requisiti, quali istituti bancari e società di intermediazione mobiliare.

L'elemento distintivo è dato dalla natura dei titoli oggetto di collocamento.

Nel caso di un'Offerta Pubblica di Vendita i titoli oggetto del collocamento sono già esistenti e sono di proprietà dei soci che decidono di alienarli. Il corrispettivo della vendita spetta pertanto ai soci e non alla società che in questo caso può in un certo qual modo ritenersi estranea all'operazione³⁹.

Nel caso di Offerta Pubblica di Sottoscrizione i titoli oggetto del collocamento sono titoli di nuova emissione connessi ad una operazione di aumento del capitale sociale dove i soci rinunciano proporzionalmente e in tutto o in parte all'esercizio dei propri diritti di opzione, a favore di terzi che diventano così soci della società. Il corrispettivo della sottoscrizione risulta essere così incassato direttamente dalla società e non dai soci.

Entrambe queste tipologie di appello al pubblico risparmio trovano la disciplina normativa di riferimento nel Testo Unico al capo che attiene alla sollecitazione all'investimento (Titolo II, Capo I), che il legislatore mantiene distinta da quella in materia di offerta pubblica di acquisto e scambio.

In particolare la sollecitazione all'investimento richiede maggiori controlli sull'emittente connessa al maggior grado di pericolosità per il risparmiatore che interagisce sul mercato con la società emittente. Infatti l'acquisto o la sottoscrizione di titoli già emessi o da emettere comporta che l'investitore/risparmiatore riceva prodotti finanziari di valore non certo in cambio di una prestazione certa, il denaro.

l) Inizio delle negoziazioni e stabilizzazione

Il primo giorno delle negoziazioni ufficiali del titolo rappresenta un indicatore di rilievo dell'interesse degli investitori per la società. In ogni caso nei primi trenta giorni di negoziazione, il

³⁹ L'estraneità è sostenuta da Quatraro anche se tale conclusione può ritenersi frutto di una visione del fenomeno in termini meramente giuridici senza considerare invece il coinvolgimento societario conseguente al mutamento della compagine sociale. Cfr. QUATRARO B., D'AMORA S., ISRAEL R., QUATRARO G., *Trattato teorico pratico delle operazioni sul capitale*, 2° edizione, Tomo II, Giuffrè, Milano, 2001.

consorzio di collocamento si riserva la facoltà di intervenire sul mercato finanziario a vario titolo.

E' opportuno ricordare in conclusione come l'iter procedurale per l'ammissione a quotazione non trovi trattazione nel T.U.F. se non con riferimento ad un rinvio ad un regolamento Consob previsto per il contenuto e modalità di pubblicità del prospetto informativo e per le modalità di svolgimento della sollecitazione all'investimento (art.95).

Il processo di quotazione trova invece spazio all'interno di documenti redatti dalla Borsa Italiana che raccolgono e sistematizzano i percorsi di quotazione più efficienti, individuando così le fasi tipo di un progetto di quotazione, i tempi ed infine anche i costi. La descrizione delle *best practice* interessa così la pianificazione delle attività, nell'articolazione proposta, ma anche i profili e le competenze dei soggetti coinvolti nel processo di quotazione ai quali sono correlati anche i principali costi.

2.6.2 *Soggetti e ruoli all'interno della procedura di ammissione alla quotazione*

Il Regolamento dei Mercati organizzati gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A. si sofferma sui soggetti chiave dell'intero processo di quotazione, rappresentati da coloro che ricoprono i ruoli di società emittente, *sponsor* e *specialist* e società di revisione. La prassi peraltro vede il coinvolgimento di altri soggetti che intervengono nella procedura di ammissione a quotazione con il ruolo di *advisor finanziario*, *global coordinator*, consulente legale e di società di comunicazione⁴⁰.

Rinviando ai paragrafi precedenti per l'approfondimento sulle caratteristiche espresse sottoforma di requisiti e il ruolo assunto dalle società emittenti nel rispetto dei doveri informativi nei confronti del mercato, si procede alla descrizione degli altri soggetti, distinguendo due grandi gruppi in relazione ai requisiti richiesti per l'esercizio delle funzioni.

⁴⁰ Cfr. BERRETTI C., DI MASSA F., FARINA A., ORSINI E., PELLIZZONI E., *op. cit.*, 2002.

Un primo gruppo attiene a tutte quelle funzioni il cui esercizio richiede che i soggetti siano banche o società di investimento, italiane o estere, autorizzate a svolgere servizi di collocamento ai sensi del Testo Unico della Finanza o da qualsiasi altro intermediario finanziario compreso nell'elenco speciale dell'art.107 Testo Unico bancario. In questo gruppo rientrano le figure di *sponsor*, *specialist* e *global coordinator*.

a) Lo sponsor e lo specialist

Il Regolamento di Borsa prevede che la società emittente debba procedere alla nomina di uno *sponsor* qualora intenda presentare domanda di ammissione non avendo già altri strumenti finanziari ammessi a quotazione⁴¹.

La nomina dello *sponsor* deve avvenire non più tardi del momento della presentazione della richiesta ad ammissione e la durata dell'incarico non può essere inferiore ad un anno decorrente dalla data di inizio delle negoziazioni (Regolamento di Borsa art.2.3.1. comma 2 lettera a).

L'attività di *sponsor* può essere esercitata da un intermediario finanziario abilitato⁴² purché non faccia parte del gruppo cui l'emittente appartiene o che fa capo all'emittente stesso⁴³.

L'intermediario finanziario con la nomina di *sponsor* assume l'impegno di assistere la società nell'intero processo di quotazione divenendo garante in tal modo, nei confronti del mercato, sia della qualità e della completezza delle informazioni, sia dell'ordinato svolgimento della procedura di quotazione in tutti i

⁴¹ Il Regolamento all'art. 2.3.1 prevede un ulteriore caso di obbligo di nomina dello sponsor riferito ad una situazione dove, a seguito di gravi infrazioni a norme del Regolamento stesso o di altri Regolamenti, la Borsa italiana richiede che uno sponsor segua l'emittente negli adempimenti dovuti.

⁴² Il Regolamento prevede all'art. 2.3.2. che i soggetti abilitati ad esercitare l'attività di sponsor siano le banche e le imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie, nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del T.U. bancario.

⁴³ Il Regolamento all'art.2.3.3 prevede a questo proposito che lo sponsor debba rilasciare una attestazione alla Borsa Italiana sulla natura e la consistenza dei rapporti che intercorrono con la società emittente, sia in termini di partecipazioni che in termini di rapporti di natura creditizia.

suoi adempimenti. In particolare le informazioni sulle quali lo *sponsor* si fa garante nei confronti della Borsa Italiana e di conseguenza del mercato riguardano principalmente la fase antecedente all'ammissione. Esse sono:

- la completezza dei dati e della documentazione fornita dalla società durante l'istruttoria;
- la conoscenza da parte dell'emittente degli obblighi che derivano dalla quotazione;
- la presenza all'interno della società quotanda di un valido sistema di controllo di gestione;
- la ragionevolezza dei dati previsionali relativi al periodo post quotazione;
- lo svolgimento delle procedure di collocamento delle azioni al pubblico e agli investitori istituzionali secondo la *best practice* internazionale.

Peraltro lo *sponsor* adempie anche ad alcune funzioni post-ammissione per il periodo di almeno un anno e che attengono

- alla pubblicazione di almeno due analisi finanziarie all'anno sulla società e di brevi analisi in occasione di eventi di rilievo straordinario per la società emittente,
- e all'organizzazione di incontri tra il management della società e la comunità finanziaria.

Quest'ultimo gruppo di funzioni viene affidato alla figura dello *specialist* qualora la società emittente abbia presentato richiesta di ammissione alla quotazione sul Nuovo Mercato⁴⁴.

Nel regolamento del Nuovo Mercato infatti si ha una separazione delle competenze che vede la funzione di garanzia sull'attendibilità delle informazioni e sull'affidabilità delle strutture di gestione e controllo, a carico dello *sponsor*, mentre la funzione di sostegno informativo, cioè l'impegno di pubblicare almeno due analisi finanziarie, i risultati d'esercizio e i dati trime-

⁴⁴ La separazione dei ruoli in *sponsor* e *specialist* caratterizza anche la procedura per l'ammissione al segmento STAR (cfr. art.2.3.5 Regolamento di Borsa) dove è previsto che al termine del primo anno di quotazione allo *sponsor* subentri lo *specialist*.

strali e semestrali e di organizzare incontri tra il management e la comunità finanziaria spettano alla figura dello *specialist*.

b) Il global coordinator

L'intermediario finanziario che svolge il ruolo di coordinatore dell'offerta globale nell'ambito di un processo di quotazione viene definito *global coordinator*.

Come già evidenziato i requisiti che devono sussistere in capo al soggetto che ricopre tale ruolo sono analoghi a quelli stabiliti per lo *sponsor* e lo *specialist*; differente è invece il ruolo assegnato nell'ambito della procedura di quotazione.

A livello generale il *global coordinator* è "responsabile del processo di collocamento delle azioni della società sul mercato ed ha il compito di fornire alla società e ai suoi azionisti il supporto informativo e consulenziale necessario all'analisi e alla comprensione di ogni aspetto di tale processo"⁴⁵. Tale responsabilità di organizzazione del collocamento, attraverso attività di marketing, di sollecitazione della domanda presso gli investitori istituzionali, si traduce anche in una responsabilità sul risultato stesso dell'operazione di quotazione connesso alla capacità di collocare il titolo a prezzi allineati con la valutazione post collocamento risultante dal mercato.

E' necessario peraltro osservare che funzioni diverse possono essere ricoperte anche da uno stesso intermediario finanziario. Così spesso nella prassi, giustificata anche da una ragione di tipo economico connessa all'esigenza di contenere i costi⁴⁶, l'intermediario sponsor se ne ha le competenze, svolge anche le

⁴⁵ Per un'analisi dettagliata dei compiti svolti, nella prassi, dal coordinatore globale si veda lo studio di BERRETTI C., DI MASSA F., FARINA A., ORSINI E., PELLIZZONI E., *op. cit.*, 2002.

⁴⁶ Dall'analisi delle componenti di costo di una procedura di ammissione a quotazione, emerge come alcune voci di costo possano essere fortemente contenute grazie alla scelta di un intermediario che presenti entrambe le competenze, cfr. BERRETTI C., DI MASSA F., FARINA A., ORSINI E., PELLIZZONI E., *op. cit.*, 2002.

funzioni dello *specialist* così come potrebbe svolgere anche quelle di *global coordinator* in quanto i requisiti formali soggettivi richiesti dal Regolamento sono comuni a tutte e tre queste figure.

Diversamente dal primo, il secondo gruppo di soggetti che intervengono a diverso titolo nel processo di quotazione non presenta l'esigenza di requisiti comuni, individuati dal Regolamento di Borsa per l'esercizio delle loro funzioni.

La natura peraltro essenzialmente consulenziale delle loro prestazioni consente di individuare i tratti caratteristici essenzialmente in esperienza nel campo specifico, elevate competenze tecnico-professionali e di coordinamento ed infine la presenza di un rapporto di fiducia con la società emittente.

Le figure più ricorrenti nell'ambito del processo di quotazione sono:

c) L'advisor finanziario

L'*advisor* finanziario è un consulente esterno che assiste la società quotanda per l'intero iter procedurale di quotazione, dallo studio di fattibilità e alla scelta degli altri consulenti e degli intermediari, alla fase successiva alla quotazione dove è richiesto l'espletamento di una serie di adempimenti di natura operativa e regolamentare imposti dalla disciplina speciale degli emittenti. La sua funzione si configura pertanto come quella di un consulente coordinatore di tutti i soggetti e di tutte le attività proprie delle diverse fasi di quotazione, professionalmente preparato alla gestione di operazioni di finanza straordinaria e capace di interagire con le funzioni aziendali interessate, alta direzione e funzione finanza, in posizione di staff.

d) Il consulente legale

In accordo con il *global coordinator* e l'*advisor* finanziario l'incarico di consulenza legale viene affidato a soggetti di fiducia, dotati di consolidata esperienza e di una struttura organizzativa con competenze specifiche in materia di quotazioni in borsa. Il

ruolo assegnato al consulente legale prevede un'assistenza alla società quotanda, ai soci e agli intermediari su tutte le problematiche di natura legale, contrattualistica e normativa che accompagnano le fasi antecedenti e successive alla ammissione a quotazione⁴⁷.

e) La società di comunicazione

La comunicazione delle informazioni al mercato se rappresenta la componente più rilevante degli obblighi delle società quotate, a tal punto da richiedere l'introduzione di una funzione di *investor relator*, assorbe una parte importante anche degli adempimenti procedurali per l'ammissione alla quotazione, quali l'informativa obbligatoria, il Prospetto informativo, le comunicazioni alla stampa, le presentazioni agli investitori istituzionali e in generale gli incontri del management con la comunità finanziaria.

Quanto più la struttura aziendale fa riferimento a piccole e medie dimensioni e a realtà operative poco conosciute sui mercati finanziari, tanto più emerge l'esigenza di ricorrere a specifiche competenze in materia di comunicazione finanziaria per la strutturazione, in fase preparatoria all'ammissione, delle informazioni in modo chiaro, trasparente e mirato ad ottenere la visibilità desiderata sul mercato; lo status di società quotata poi richiede di presiedere alla funzione di comunicazione finanziaria con continuità di informazioni al mercato sui risultati ottenuti, sulle operazioni intraprese e sugli obiettivi futuri. Così la scelta di una società di comunicazione alla quale affidare la gestione delle informazioni per tutto l'iter procedurale, diviene una scelta strategica in quanto capace di condizionare il risultato della quotazione stessa, mentre quando la società è a regime, il mantenimento di una società di comunicazione può rappresentare la soluzione economica più conveniente in alternativa all'assunzione di un dipendente con funzioni di *investor relator*.

⁴⁷ In BERRETTI C., DI MASSA F., FARINA A., ORSINI E., PELLIZZONI E., *op. cit.*, 2002 viene presentato un elenco delle specifiche azioni svolte nella prassi dalla consulenza legale.

f) La società di revisione

Nell'ambito del processo di quotazione la presenza della società di revisione costituisce un requisito formale dell'emittente per richiedere l'ammissione alla procedura di quotazione.

La società di revisione svolge un'attività essenzialmente di controllo sui dati di bilancio della quotanda nonché sui prospetti infrannuali e sugli eventuali bilanci pro forma, e sui documenti inerenti gli organi sociali al fine di verificare la corrispondenza dei documenti di sintesi con le risultanze contabili e gli adempimenti di legge.

Accanto a tali compiti la società di revisione incaricata dalla società quotanda deve procedere:

- alla verifica della corrispondenza dei dati economici, finanziari e patrimoniali contenuti nel Prospetto Informativo e quelli iscritti in bilancio a sua volta assoggettato a revisione o derivanti da altre fonti di natura contabile;
- a collaborare con la società e l'*advisor* alla formulazione e stesura del *business plan*;
- alla redazione di una *comfort letter* dove viene dichiarata la veridicità e la correttezza dei dati e della documentazione presi in esame nel corso dell'attività di *due diligence*.

Rimane importante sottolineare come la scelta della stessa società di revisione debba rispondere ai requisiti di professionalità, competenza ed esperienza che vengono richiesti anche agli altri consulenti.

2.7 Considerazioni conclusive

Lo studio delle operazioni di finanza straordinaria ed in particolare dell'operazione di quotazione in borsa non può prescindere dalla conoscenza del quadro giuridico di riferimento.

Tale quadro, come è emerso, è complesso e in continua evoluzione.

Complesso in quanto alla formazione dello stesso contribuiscono il dettato normativo del Testo Unico della Finanza così come poi integrato da interventi legislativi e ministeriali successivi, i Regolamenti deliberati dalla Consob sul regime degli emittenti e del mercato ed infine le indicazioni di prassi operativa emanate da Borsa Italia (procedure e requisiti sostanziali) ma anche da associazioni di categoria.

Proprio il continuo perfezionamento e adattamento dei regolamenti e delle linee guida operative in seguito all'evoluzione e alle esigenze dei mercati finanziari fanno sì che la conoscenza del quadro giuridico richieda un continuo aggiornamento, non con riferimento ai principi generali quanto piuttosto nelle regole di applicazione degli stessi.

Un'analisi descrittiva del mercato mobiliare e del comportamento degli operatori emittenti, se consente da un lato di mettere in luce i principi generali ispiratori del Testo Unico della Finanza, dall'altro risponde ad un fabbisogno conoscitivo rilevante proprio di ogni soggetto d'impresa che intende aprirsi al mercato mobiliare, sia con riferimento all'opportunità di tale operazione per l'impresa, sia in relazione al nuovo contesto operativo rappresentato dal mercato mobiliare prescelto.

Del pari definire il quadro descrittivo della realtà dei mercati finanziari e seguirne la sua evoluzione, consente una adeguata contestualizzazione delle scelte intraprese dal soggetto economico e di quelle ancora da assumere.

Peraltro il mondo dei mercati finanziari rappresenta solamente un settore dell'ambiente inteso nella sua accezione più ampia come l'insieme degli elementi esterni all'impresa che condizionano o rischiano di condizionare in futuro le decisioni prese dal suo soggetto economico⁴⁸.

La descrizione degli attori e del funzionamento del mercato mobiliare diviene così parte essenziale di un'analisi descrittiva del fenomeno della quotazione ma non esaustiva in quanto esistono altri fattori, quali ad esempio quello concorrenziale, che condizionano l'operare dell'impresa.

⁴⁸ ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997, pag. 39.

CAPITOLO TERZO

GLI STUDI SPECIALISTICI

SOMMARIO: 3.1. Premessa. – 3.2. I principali filoni di analisi.

3.1 Premessa

I seppur diversi studi di matrice economico aziendale condotti sulle problematiche connesse all'operazione di quotazione sul mercato di borsa trovano unità nel fatto di porre al centro dell'analisi il comportamento dell'impresa lasciando al mercato un ruolo di ambiente nel quale l'impresa sceglie di operare.

Il passaggio da un approccio di analisi di tipo descrittivo, che perviene alla definizione di un quadro dove l'attenzione è incentrata sul funzionamento del mercato mobiliare, ad un approccio economico aziendale di matrice causale, avviene attraverso due concetti logici importanti.

Innanzitutto il concetto di azienda che si trova a fondamento dei due approcci. Il codice civile definisce l'azienda come un complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa (art. 2555). In questo contesto azienda e impresa sono concetti giuridici distinti, legati da un rapporto di mezzo a fine dove l'impresa (art. 2082) è un'attività mentre l'azienda è l'apparato strumentale di cui l'imprenditore si avvale per svolgere la propria attività.

Nonostante sulla natura giuridica dell'azienda gli studiosi di diritto si distinguano¹ in coloro che sostengono una visione ato-

¹ La distinzione è riportata in PIETRO RESCIGNO (a cura di), *Codice civile*, Giuffrè, Milano, 1994, 2° edizione, pag 2720 e seguenti.

mistica² da coloro che sostengono una visione unitaria³, l'azienda viene sempre considerata come un insieme di beni.

Diversamente gli studi economico aziendali guardano all'azienda come ad un insieme di operazioni economiche coordinate in atto, facendo emergere una dimensione unitaria della gestione nel tempo e nello spazio a discapito di una visione atomistica sia dell'insieme dei beni che delle operazioni economiche⁴.

La differente nozione d'azienda e conseguentemente anche d'impresa, impone il superamento della dicotomia propria degli studi giuridici tra azienda e impresa a favore del riconoscimento del ruolo del fattore umano nell'ambito dell'attività aziendale, dalla costituzione, al funzionamento al momento della liquidazione, attraverso l'esercizio della propria volontà decisionale. Così lo studio di ogni operazione aziendale, così come anche della quotazione in borsa, diviene un'analisi delle scelte assunte da uno o più soggetti nell'esercizio della propria attività.

Differente nozione d'azienda e soggetto decisionale rappresentano così gli elementi chiave per la comprensione del passaggio da un approccio giuridico descrittivo agli studi economico aziendali, che porta ad ampliare il campo d'indagine dal come fare, quando fare e a che condizioni, al perché fare, cioè alle cause

² Secondo la teoria atomistica l'azienda costituisce una semplice pluralità di beni, singolarmente considerati, tra loro funzionalmente collegati e sui quali l'imprenditore può vantare diritti diversi. Si veda CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale, I, diritto dell'impresa*, Utet, Torino, 1988; GALGANO F., *Diritto civile e commerciale, II, Tomo I*, Cedam, Padova, 1990; COLOMBO G.E., *L'azienda e il mercato* in Trattato di Diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, diretto da F. GALGANO, Cedam, Padova, 1979; TEDESCHI G.U., *Le disposizioni generali sull'azienda* in Trattato di Diritto Privato, diretto da P. Rescigno, Utet, Torino, 1983.

³ Secondo la teoria unitaria l'azienda è un bene nuovo distinto dai singoli beni che la compongono ed oggetto di un diritto autonomo. Si veda FERRI G., *Manuale di Diritto Commerciale*, Utet, Torino, 1991; CASANOVA M., *Impresa e azienda*, in Trattato di Diritto civile italiano diretto da F. Vassalli, 1974; COTTINO G., *Diritto commerciale*, Cedam, Padova, 1986.

⁴ Per un approfondimento delle differenti posizioni dottrinali sul concetto di azienda si rimanda a CATTURI G., *L'azienda universale, L'idea forza, la morfologia e la fisiologia*, Cedam, Padova, 2003, pag.109.

che inducono un soggetto a scegliere di quotare su un mercato di borsa i propri titoli anche alla luce delle principali conseguenze operative sull'attività aziendale.

3.2 I principali filoni d'analisi

L'evoluzione degli studi in materia di quotazione in borsa ha trovato i contributi più rilevanti nell'area della finanza e dei rapporti banca – impresa, nell'area della tecnica industriale e nell'ambito del filone di studi riconducibile alla teoria d'impresa.

In particolare gli studi di finanza aziendale si sono concentrati sull'operazione di quotazione in borsa quale strumento finanziario di accesso a nuove fonti di finanziamento per il riequilibrio del passivo e più in generale come operazione di finanziamento delle nuove opportunità di sviluppo attraverso una composizione delle fonti che minimizza il ricorso al debito bancario. Al problema del reperimento delle fonti di copertura a fronte di un incremento del fabbisogno finanziario generato da scelte economiche sulla condotta dell'impresa, si affianca quello della scelta della struttura finanziaria ottimale che comporta sia una valutazione di convenienza economica che una verifica degli effetti sulla conservazione del controllo da parte del soggetto economico⁵.

Diversamente gli studi di *strategic management* si sono concentrati sull'operazione di quotazione in borsa come strumento di creazione, valorizzazione e diffusione del valore economico tra coloro che sono i portatori di interessi nei confronti dell'impresa; il baricentro dell'analisi viene spostato quindi all'esterno dell'impresa, cioè sul rapporto tra impresa e il sistema ambiente in cui essa opera, guardando alla convenienza e alle opportunità che l'operazione offre ai diversi interlocutori sociali⁶. L'interesse

⁵ Cfr. TAGI G., *Finanza aziendale*, Utet, Torino, 1994.

⁶ Il sistema degli interlocutori sociali accoglie gli attori sociali portatori di interessi e attese che nascono dall'apporto di lavoro, di risorse finanziarie, di consensi e contributi vari occorrenti all'agire dell'impresa, cfr. CODA V.,

si concentra quindi soprattutto sulla fase di gestione della quotazione in borsa vista come il momento del cambiamento, della valorizzazione della realtà aziendale come “investimento”, modificata sia con riferimento al sistema proprietario e manageriale, sia sui rapporti con gli altri portatori di interessi sia con l’ambiente finanziario⁷. Si accertano così vantaggi e svantaggi di un’operazione di quotazione facenti capo rispettivamente agli azionisti e al management, in qualità di principali soggetti portatori di interessi nei confronti dell’impresa.

Infine un terzo filone di studi trova i riferimenti nella Teoria d’impresa e si concentra sul rapporto principale agente, quale paradigma per interpretare le scelte di quotazione sul mercato di borsa. La scelta di quotazione in borsa viene così studiata come una soluzione ad un problema di ordine informativo. L’analisi viene così incentrata sulla correlazione esistente tra scelta di quotazione e costi di agenzia che dovrebbero diminuire a favore di un aumento della visibilità dell’impresa nei confronti degli investitori e di un miglioramento delle performance della società quotata rispetto alla condizione ante quotazione.

Questi studi specialistici se sono accomunati da un approccio di analisi causale alle problematiche di quotazione in borsa, differiscono peraltro in relazione all’ipotesi assunta a base delle proprie tesi (Tabella 3. 1). Così gli studi riconducibili alla finanza aziendale assumono come ipotesi di base la correlazione tra l’operazione di quotazione e il fabbisogno finanziario; gli studi di strategica management partono dall’ipotesi che l’operazione di quotazione debba essere correlata ad una strategia di crescita dell’impresa, ed infine la teoria dell’agenzia pone a presupposto degli studi sulle scelte di quotazione l’esigenza di ridurre le asimmetrie informative.

L’orientamento strategico dell’impresa, Utet, Torino, 1988; *La valutazione della formula imprenditoriale*, in Sviluppo e Organizzazione, marzo aprile, 1984.

⁷ PERRINI F., *Creare valore per gli azionisti attraverso le quotazioni in Borsa. Alcune evidenze empiriche*, in La valutazione delle aziende, Finanza e Valore, Milano, n.14, settembre 1999.

APPROCCIO	IPOTESI DI BASE
Finanza aziendale	Risposta del soggetto economico ad un problema finanziario (la gerarchia delle fonti) <i>correlazione quotazione e fabbisogno finanziario</i>
Strategic Management	Risposta del soggetto economico all'esigenza in un particolare momento del ciclo di vita dell'impresa di massimizzare il valore economico della stessa (per gli azionisti) <i>Correlazione tra quotazione e strategia di crescita all'interno della teoria della creazione e diffusione del valore</i>
Teoria dell'agenzia	Risposta ai problemi di asimmetria informativa tra attori del mercato <i>Correlazione tra quotazione e trasparenza delle informazioni sul mercato finanziario</i>

Tabella 3. 1- *Gli studi specialistici sulla decisione di quotazione*

CAPITOLO QUARTO

GLI STUDI DI FINANZA E L'OPERAZIONE DI QUOTAZIONE IN BORSA

SOMMARIO: 4.1. Premessa. – 4.2. Il problema finanziario. – 4.3. Gli approcci di analisi al problema finanziario. – 4.4. L'approccio analitico. – 4.4.1. L'approccio analitico in condizioni perfette di mercato. – 4.4.2. L'approccio analitico: le imperfezioni del mercato. – 4.4.3. Limiti dell'approccio analitico. – 4.4.4. Implicazioni. – 4.5. L'approccio istituzionale. – 4.5.1. La gestione finanziaria. – 4.5.2. La funzione di finanza aziendale. – 4.6. Le caratteristiche delle fonti e i criteri per la composizione della struttura finanziaria. – 4.6.1. Le caratteristiche dei mezzi finanziari. – 4.6.2. I criteri per la scelta della composizione della struttura delle fonti. – 4.6.3. La conveniente proporzione tra capitale proprio e capitale di credito. – 4.6.4. L'andamento del fabbisogno finanziario. – 4.6.5. Il costo dei finanziamenti ed i vincoli. – 4.6.6. La redditività e il rischio d'impresa. – 4.6.7. Il mercato di riferimento. – 4.6.8. La struttura decisionale e la dimensione aziendale. – 4.6.9. Implicazioni. – 4.7. La quotazione in borsa quale strumento di finanza aziendale. – 4.7.1. L'andamento del fabbisogno finanziario. – 4.7.2. Il costo del finanziamento e i vincoli. – 4.7.3. La redditività e il rischio. – 4.7.4. Il mercato. – 4.7.5. La struttura decisionale e le dimensioni aziendali.

4.1 Premessa

La scelta da parte del soggetto economico d'impresa di ricorrere al collocamento sul mercato delle azioni della società attiene ad un processo decisionario più ampio, del quale l'individuazione dello strumento di finanziamento rappresenta solo il momento finale. Le scelte di finanziamento sono infatti precedute da scelte economiche di condotta dell'impresa e sono da queste fortemente influenzate¹.

¹ Cfr. TAGI G., *Finanza aziendale*, Utet, Torino, 1994.

Gli studi di finanza si soffermano soprattutto sulle scelte di finanziamento, sui fattori determinanti le stesse e sulle conseguenze di ciascuna scelta in relazione alla tipologia di strumento prescelta.

Gli studi di *strategic management* approfondiscono invece la relazione tra scelte economiche e scelte finanziarie soffermandosi sulla capacità di quest'ultime di permettere un'implementazione adeguata delle prime.

In questo capitolo l'operazione di quotazione in borsa viene quindi analizzata come la risposta del soggetto economico ad un problema di ordine finanziario che interessa l'impresa nel suo complesso in un particolare momento della sua vita², lasciando al capitolo successivo l'analisi dell'origine strategico-economica del sorgere di un fabbisogno finanziario che porta alla decisione di quotare i propri titoli in borsa. Dopo aver individuato i termini del problema finanziario, si propone un'analisi dei principali studi di finanza, con particolare attenzione ai contributi che essi apportano allo studio della finanza d'azienda.

Attraverso l'approfondimento delle dinamiche connesse alla scelta delle fonti di finanziamento sul mercato, alla composizione della struttura e ai condizionamenti interni ed esterni si perviene a collocare l'operazione di quotazione tra gli strumenti finanziari che permettono l'accesso a fonti di finanziamento esterne a titolo di rischio. In quanto strumento di finanziamento viene così studiato nel suo rapporto con le aspettative degli investitori sul mercato dei capitali, con la qualità e la quantità della composizione della struttura finanziaria, con la dinamica economico finanziaria e l'assetto di controllo dell'impresa.

Si evidenziano, infine, i limiti di tale dimensione di analisi, in quanto specialistica, connessi al limitato interesse per il rapporto causale che riconduce ogni scelta finanziaria ad una scelta economica a favore di un'attenzione particolare sugli strumenti per il

² Gli studi di finanza, in quanto incentrati sulle scelte ed i comportamenti degli investitori e degli utilizzatori di potere d'acquisto messo a disposizione dai primi, sono il punto di riferimento per l'approfondimento delle dinamiche decisionali che concorrono in tale momento.

soddisfacimento del fabbisogno finanziario delle imprese. In questo modo la scelta del soggetto economico di quotare in borsa i propri titoli viene studiata come una decisione strumentale al conseguimento di una soluzione ottimale, finanziariamente ed economicamente, alla copertura del fabbisogno finanziario.

4.2 Il problema finanziario

L'importanza di definire i termini del problema finanziario è riconducibile all'esigenza di conoscere quello che per gli studi di finanza è il fattore scatenante di una scelta del soggetto economico che poi trova concretezza nell'individuazione di uno o più strumenti finanziari. Il problema finanziario consiste essenzialmente in un arbitraggio continuo tra la scelta di detenere moneta o detenere un attivo fisico o finanziario³.

Ogni decisione finanziaria può essere studiata dal punto di vista dell'impresa utilizzatrice o dell'investitore⁴.

³ “La teoria finanziaria si occupa delle modalità secondo le quali gli individui e le imprese destinano le risorse nel tempo. In particolare, essa cerca di spiegare come le soluzioni dei problemi connessi all'allocazione delle risorse nel tempo siano facilitate dall'esistenza dei mercati dei capitali, che offrono ai singoli operatori economici il modo di scambiare risorse la cui disponibilità è riferita a diverse stazioni temporali, e delle imprese, che con le loro decisioni di produzione e di investimento offrono agli individui il mezzo per trasformare fisicamente risorse attuali in risorse a disponibilità futura” FAMA E.F., MILLER M.H., *The Theory of Finance*, New York, Holt, Rinehart and Winston, 1972.

⁴Cfr. ALBERTI G.B., *Il capitale proprio nelle imprese industriali*, Giuffrè, 1982.; CATTANEO M., *Manuale di finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1999.

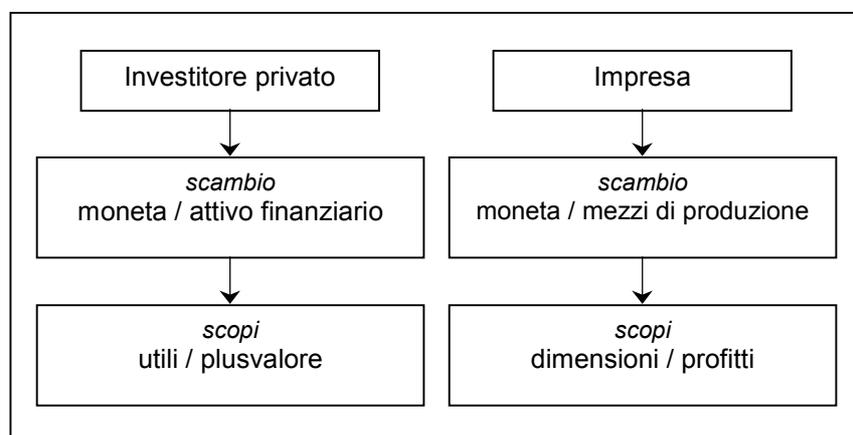


Figura 4. 1– *Le dimensioni di analisi di una decisione finanziaria* (Fonte: Alberti G.B., *op. cit.*, 1982, pag. 79)

Come evidenziato in Figura 4. 1, l'impresa impiega i mezzi monetari resi disponibili principalmente in acquisizione di fattori di produzione, con lo scopo di creare ricchezza nuova capace di remunerare il capitale investito e di contribuire allo sviluppo delle attività aziendali; gli investitori, invece, qualora rinuncino ad un immediato consumo incrementano il loro attivo finanziario per un consumo prospettico, nell'intento di ottenere una remunerazione.

La componente di arbitraggio nella decisione finanziaria genera anche una componente di rischio nei comportamenti assunti rispettivamente dall'investitore e dall'impresa. L'investitore deve, infatti, affrontare un rischio sulle scelte composto da una componente monetaria, una componente di cambio e una componente di rischio di credito⁵.

L'impresa, in quanto utilizzatrice, subisce il rischio generale connesso alla gestione nelle sue componenti di rischio economico, monetario e finanziario⁶. Il soggetto economico nella soluzione al problema finanziario dovrà valutare il livello di rischio deri-

⁵ Cfr. TAGI G., *op. cit.*, 1994.

⁶ Cfr. ALBERTI G.B., *Elementi di Economia Aziendale – dalla gestione al bilancio*, Cedam, Padova, 2002.

vante dalla gestione e di conseguenza scegliere il grado di rischio da assumere con le scelte finanziarie.

Il problema finanziario, infine, può essere studiato sotto l'aspetto quantitativo, che attiene all'adeguatezza della dimensione dei mezzi finanziari rispetto alle scelte connesse all'attivo dell'investitore o dell'impresa utilizzatrice, e come un problema di ordine qualitativo che attiene alla qualità della struttura dei mezzi finanziari e quella degli investimenti al fine di ricercarne una coerenza.

Le scelte finanziarie presentano così un unico comune denominatore, rappresentato dalla tensione finanziaria, e differiscono tra loro per il soggetto che le assume e gli scopi alle quali rispondono.

4.3 Gli approcci di analisi al problema finanziario

Gli studi di finanza si sono sviluppati a partire dagli anni Quaranta approfondendo sia il punto di vista dell'investitore, approccio analitico, sia le dinamiche finanziarie interne all'azienda, secondo un approccio strettamente istituzionale⁷.

Gli studi di microfinanza guardano all'azienda come ad un investimento, ne valutano la redditività, i rischi, la durata e le opportunità di diversificazione al fine di ottenere una composizione ottimale di portafoglio di investimenti. Il soggetto economico d'impresa deve guardare così alla propria impresa come ad un investimento.

Gli studi di finanza aziendale studiano le scelte finanziarie del soggetto economico rapportate ad una realtà d'impresa intesa come istituto aziendale atto a perdurare nel tempo.

⁷ Per un approfondimento dell'evoluzione del contenuto degli studi di finanza si veda BRUGGER G, *La funzione finanziaria nell'impresa*, Franco Angeli, Milano, 1979; Atti del Seminario Nazionale svoltosi a Cagliari su L'evoluzione della finanza aziendale, Clueb, Bologna, 1985; POCETTI G., *Finanza aziendale*, Utet, Torino, 2001; ALBERTI G.B., *Finanziamento e forma giuridica dell'azienda*, Isedi, Torino, 1977.

Le scelte finanziarie assunte all'interno di un istituto dovranno ricercare una coerenza con la struttura finanziaria esistente, con la struttura degli impieghi e con la struttura del controllo, sempre nel rispetto degli equilibri dell'impresa. Le modalità di attuazione di tali scelte, gli strumenti finanziari, rispondono a tali criteri.

La quotazione in borsa quindi quale strumento di finanziamento è riconducibile ad un insieme di scelte finanziarie dove si è ritenuto importante finanziare il fabbisogno emergente con capitale assunto a titolo di rischio, anche raccolto presso terze economie.

All'interno di queste due visioni la scelta di quotazione in borsa viene studiata diversamente, mettendo in evidenza da una parte il segnale che l'operazione fornisce agli investitori e le opportunità che offre agli stessi in quanto anche futuri azionisti; dall'altra evidenziandola come uno strumento coerente con scelte di finanziamento, la cui convenienza è dettata da fattori esterni ed interni all'impresa stessa.

4.4 L'approccio analitico

Gli studi di finanza che hanno approfondito l'analisi dal punto di vista dell'investitore hanno contribuito alla ricerca di una spiegazione unica per il comportamento dell'investitore e del responsabile della finanza all'interno dell'impresa.

Punto di partenza di tale approccio definito analitico è infatti proprio il tentativo di trasporre all'impresa le logiche decisionali e gli strumenti propri dell'investitore che opera in un mercato dei capitali sostanzialmente perfetto e completo. Tali logiche si fondano principalmente sulla valutazione rischio/rendimento delle attività di investimento, dove l'investitore – impresa è sostanzialmente un soggetto avverso al rischio.

Come sottolinea il Cattaneo⁸ la premessa di tale approccio è data dalla convinzione che la canalizzazione del risparmio verso

⁸ Cfr. CATTANEO M., *op. cit.*, 1999, pag.18-19.

le imprese avvenga principalmente in borsa: le imprese ricorrono prevalentemente al capitale a titolo di rischio per finanziare la propria attività.

I modelli sviluppati all'interno di tale approccio si differenziano in due gruppi in relazione alle caratteristiche del mercato in cui opera l'impresa-investitore.

4.4.1 *L'approccio analitico: in condizioni perfette di mercato*

L'ambiente è inteso come un mercato perfetto e completo dove l'investitore – azionista è sostanzialmente avverso al rischio; l'offerta di fondi da parte del mercato è infinita ad ogni livello di costo del capitale dal momento che non esistono asimmetrie informative tra investitore ed azionista.

Tali modelli sostengono infatti che ogni investimento a valore aggiunto netto positivo può trovare sempre il suo finanziamento. L'analisi viene così a concentrarsi sulle caratteristiche dell'investimento da finanziare quali il rischio e il rendimento sistematico atteso dallo stesso, ritenendo in parte o per nulla influente la composizione della struttura finanziaria sul valore dell'impresa⁹.

⁹ Un'interpretazione dei risultati ottenuti da Modigliani e Miller viene così sintetizzata da Ross, Westerfield, Jaffe (1996): "Modigliani e Miller sostengono che il costo totale del capitale per l'impresa non può essere ridotto se si sostituisce il capitale azionario con debito, anche se quest'ultimo appare a più buon mercato. La ragione di ciò risiede nel fatto che, quando l'impresa aggiunge debito, il capitale azionario restante diventa più rischioso. All'aumentare di questo rischio, cresce il suo costo. L'incremento nel costo del capitale azionario restante controbilancia il risparmio di costo legato al fatto che una maggior proporzione dell'impresa è finanziata tramite debito. In effetti Modigliani e Miller dimostrano che i due effetti si bilanciano perfettamente, cosicché sia il valore dell'impresa che il costo complessivo del capitale sono indipendenti dall'indebitamento"; cfr. ROSS S., WESTERFIELD R.W., JAFFE J.F., *Corporate finance*, Homewood, Irwin, 1996, (trad. italiana *Finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 525) ; MODIGLIANI F., MILLER M.H., *The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, n.48, 3, 1958, pp. 261-276; *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction*, in *American Economic Review*, n. 53, 3, 1963, pp. 433-443.

La valutazione della convenienza ad investire per l'azionista sarà così guidata da un principio di diversificazione del portafoglio delle attività che prevede la minimizzazione del rischio sopportato ripartendolo su un numero sufficiente di investimenti tra loro non perfettamente correlati.

Dall'altro lato, il reperimento dei mezzi a titolo di rischio ad opera dell'impresa per finanziare la propria attività dipende dalla capacità della stessa di soddisfare adeguatamente le aspettative degli azionisti e degli investitori potenziali.

In generale l'ottenimento dei finanziamenti presso terzi ha un costo per l'impresa. Dato che il finanziamento ha inizio con un'entrata numeraria immediata alla quale seguono più uscite numerarie nei periodi successivi ed ha termine con un'uscita numeraria conseguente alla restituzione del capitale iniziale, l'onere a carico dell'impresa che acquisisce il finanziamento può essere determinato come differenza tra l'entrata iniziale e il flusso attualizzato delle uscite previste future¹⁰.

Mentre il costo per il capitale attinto a titolo di credito è desumibile dagli accordi contrattuali assunti tra l'impresa e l'istituto di credito che ha concesso il finanziamento, la determinazione del costo del capitale proprio è meno agevole: alcuni modelli si sono soffermati sulla determinazione del costo del capitale proprio mettendo in evidenza il ruolo della crescita dei dividendi¹¹ e del concetto di costo opportunità del capitale nell'ambito della teoria della diversificazione del portafoglio¹². Il costo del capitale per l'impresa viene così definito come somma del tasso di interesse *free-risk* e del prodotto tra un coefficiente indicativo della quantità di rischio sistematico dell'investimento con il premio per unità di rischio determinato esogenamente dal mercato.

¹⁰ DALLOCCHIO M., *Finanza d'azienda*, Egea, Milano, 1995.

¹¹ Per un approfondimento si veda DALLOCCHIO M., *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Egea, Milano.

¹² Per un'analisi ragionata dei modelli elaborati e delle loro principali implicazioni rispetto alle decisioni finanziarie si rinvia a CATTANEO M., *op. cit.*, 1999, pag.257- 310; MONTI M., ONADO M., *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Il Mulino, Bologna, 1989; per i riferimenti bibliografici CATTANEO M., *op. cit.*, 1999, pp. 306-308.

In presenza di mercati perfetti e completi vige pertanto una logica marginale che considera il finanziamento sempre reperibile in presenza di un buon investimento incrementale, indipendentemente dalle relazioni con gli investimenti in essere e con le opzioni future che l'impresa può coltivare¹³. In conclusione l'impresa in tali mercati raccoglie capitale a titolo di rischio presso terzi se è in grado di soddisfarne le aspettative in termini di rischio-rendimento.

Lo stesso costo del finanziamento è correlato alla capacità dell'impresa di ridurre il rischio di rendimento per l'investitore.

Per l'impresa che opera in tale contesto, la quotazione in borsa dei propri titoli rappresenta l'opportunità di accedere a mezzi finanziari a titolo di rischio per ogni attività a valore aggiunto positivo che intende intraprendere.

4.4.2 *L'approccio analitico: le imperfezioni del mercato*

I modelli riconducibili a questo secondo raggruppamento prendono le mosse dalla considerazione che nella realtà non tutti gli investimenti a valore aggiunto positivo trovano adeguati mezzi finanziari di copertura¹⁴. Le imperfezioni del mercato, infatti, limitano l'offerta di mezzi finanziari in relazione alla presenza di costi impliciti più o meno rilevanti.

Il soggetto economico d'impresa nell'assumere le proprie decisioni finanziarie deve considerare i vincoli¹⁵ che gli derivano dall'esistenza di due tipologie di costi impliciti che gravano sul costo del capitale: i costi di fallimento e i costi di agenzia.

¹³ Cfr. MOMENTÉ F., *Finanza d'affari e sviluppo d'impresa*, Egea, Milano, 2000.

¹⁴ Si vedano a proposito: MYERS S.C., *Still searching for optimal capital structure*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1993; METALLO G., PENCARELLI T., *I circuiti finanziari tra localismi e globalizzazione. Verso un'integrazione*, Giuffrè, Milano, 1995.

¹⁵ Alcuni studiosi si domandano infatti se "i manager seguono Modigliani e Miller e trattano le decisioni di struttura finanziaria con indifferenza. Sfortunatamente per la teoria tutte le imprese scelgono elevati rapporti debito-mezzi propri..." , ROSS S.A., WESTERFIELD R.W., JAFFE J. F., *op. cit.*, 1996, pag. 525-526.

I costi di fallimento si hanno quando l'impresa si trova ad un livello di crisi tale da far percepire ai propri finanziatori l'aumento della rischiosità dell'investimento e la necessità di richiedere un aumento del premio per il rischio e una serie di garanzie ulteriori, richieste che gravano sull'opportunità di ottenere nuovi mezzi finanziari ma anche sulla redditività operativa, portando così all'innescò di un circolo vizioso sempre più grave fino al fallimento dell'impresa caso in cui il rischio per l'investitore è massimo.

Un secondo vincolo alle scelte finanziarie dell'impresa deriva dal fatto che il mercato non consente di selezionare perfettamente le imprese dal punto di vista del rischio. Infatti la presenza di asimmetrie informative porta gli investitori a scegliere con cautela, a pretendere adeguate garanzie e a controllare il comportamento delle imprese finanziate, ma allo stesso tempo le imprese a prestare attenzione a come le scelte finanziarie trovano interpretazione all'esterno al fine di reperire presso gli investitori i mezzi finanziari necessari.

Di particolare interesse tra questi modelli è la *pecking order theory*¹⁶, che sostiene l'esistenza di un preciso ordine di preferenza nella scelta delle fonti di finanziamento da parte del soggetto economico connesso ai costi espliciti ed impliciti generati dal ricorso ai finanziatori esterni.

Quanto emerge è che la prima fonte di finanziamento è l'autofinanziamento¹⁷, l'ultima il capitale a titolo di rischio attinto da terze economie.

L'interesse per tale modello è spiegato dal fatto che sembra descrivere adeguatamente il processo decisionale finanziario pro-

¹⁶ Cfr. MYERS C.S. *The Capital Structure Puzzle*, in *Journal of Finance*, Luglio, 1984; MYERS C.S., MAILUF N.S., *Corporate financing and investment decisions when firm have information that investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, n. 13, 1985.

¹⁷ Cfr. CAPALDO P., *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1968; DESSY A., *Il finanziamento a medio termine della piccola e media impresa*, Giuffrè, Milano, 1987; BIANCHI T., *L'autofinanziamento*, Giuffrè, Milano, 1963; ARDEMANI E., *L'autofinanziamento. Nell'economia dell'impresa e la sua misurazione*, Marzorati, Milano, 1958; CATTURI G., *op.cit.*, 2003, pag.279 e segg.

prio delle piccole e medie imprese dove il ricorso a terzi nella raccolta del capitale di rischio rappresenta nella prassi una scelta ultima per il soggetto economico, giustificando così il mancato ricorso al mercato mobiliare da parte delle piccole e medie imprese¹⁸.

La teoria dei costi di agenzia all'interno di un approccio finanziario¹ prende le mosse dal fatto che non tutti gli investitori hanno le stesse informazioni sulle imprese e sul mercato. Distinguendo infatti tra le diverse tipologie di finanziatori dell'attività d'impresa è possibile individuare i creditori, gli azionisti di maggioranza e gli azionisti di minoranza.

Il soggetto economico, quale azionista di maggioranza, non detiene le stesse informazioni degli altri finanziatori e tantomeno di un investitore potenziale. Questa condizione di asimmetria informativa è tanto più rilevante quando la dimensione dell'impresa è ridotta e i titoli della società sono poco diffusi.

I conflitti tra i diversi finanziatori danno luogo ad una serie di costi attesi per ciascun finanziatore, il quale li scarica sull'impresa finanziata incrementando il premio richiesto per il rischio, cioè il costo del finanziamento. Pertanto al diminuire delle dimensioni e all'aumentare delle asimmetrie informative tra i soggetti finanziatori l'impresa vedrà, a parità di costo, ridursi progressivamente il capitale disponibile a titolo di rischio.

In sintesi, i costi di fallimento e le asimmetrie informative con i costi di agenzia determinano la disponibilità e il costo del capitale raccolto presso terzi a titolo di rischio o di credito.

4.4.3 *Limiti dell'approccio analitico*

I modelli riconducibili ad una matrice microfinanziaria sono caratterizzati da un approccio esterno che guarda all'impresa nell'ottica dell'investitore potenziale¹⁹.

¹⁸ Cfr. PERRINI F., *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana – evidenze empiriche delle pmi*, Egea, Milano, 1999 (a).

¹⁹ Cfr. CATTANEO M., *op. cit.*, 1999.

L'investitore potenziale fonda le proprie valutazioni sul rischio-rendimento dell'investimento, cioè in altre parole sul valore di mercato dell'impresa oggetto di analisi.

A sua volta l'impresa quando affronta scelte finanziarie secondo un approccio analitico si pone nell'ottica di ricercare la massimizzazione del proprio valore di mercato.

In questo modo dal momento che l'azionista è allo stesso tempo anche investitore l'obiettivo di massimizzare il valore di mercato dell'impresa è l'obiettivo dell'impresa stessa.

L'approccio analitico alla finanza ha trovato ampia applicazione nella realtà americana, dove la Borsa esercita un ruolo forte a discapito degli istituti bancari. In Italia dove la situazione per molti aspetti si presenta capovolta, i modelli di analisi fondati sulla teoria dell'investitore trovano limitata applicazione esplicativa delle dinamiche decisionali che conducono ai mercati di borsa. Peraltro presenta numerosi spunti di metodo e strumenti di analisi delle decisioni finanziarie assunte dall'impresa.

Il valore di mercato dell'impresa, l'analisi delle aspettative degli investitori, la diversificazione degli investimenti, il costo dei finanziamenti e la gerarchia delle fonti, il rendimento dell'investimento ed il monitoraggio dei conflitti tra finanziatori rappresentano infatti strumenti di analisi delle scelte finanziarie ampiamente utilizzati anche negli studi di finanza aziendale. In particolare si fa riferimento a tali strumenti soprattutto per descrivere i comportamenti dei soggetti all'interno delle società che già operano nei mercati regolamentati.

In tale approccio si cercano infatti parametri di valutazione dell'impresa che siano oggettivi per gli investitori e si studiano le influenze che esercitano le decisioni assunte dal responsabile finanziario sulla stessa valutazione.

Peraltro i limiti insiti in tali modelli di analisi sono rilevanti:

a) l'ipotesi che l'impresa adotti il punto di vista dell'investitore potenziale e impieghi gli strumenti propri dell'approccio analitico, non consente al suo soggetto economico di considerare la complessità della struttura degli impieghi e delle fonti in modo unitario e porta a prediligere una *visione segmen-*

tata ed incrementale nella scelta del singolo investimento e correlativo finanziamento.

La continuità della gestione finanziaria d'impresa nello spazio e nel tempo richiede di guardare ad ogni scelta finanziaria come condizionata dalle scelte passate e future. La visione dell'investitore spinge invece a considerare la singola decisione di finanziamento come risposta ad un fabbisogno derivante da uno specifico investimento, operando una astrazione rispetto alla dinamica decisionale che caratterizza la gestione delle imprese.

b) La finanza analitica impone all'impresa *l'obiettivo di massimizzare il valore di mercato* perché questo è il parametro che viene considerato dall'investitore, e per l'ipotesi sottostante all'approccio anche dall'azionista. Si sostiene infatti che gli interessi degli investitori potenziali e quelli degli azionisti siano riconducibili ad un unico interesse incentrato nella massimizzazione del valore dell'impresa. Tale valore è espresso dal prezzo di mercato delle azioni ordinarie, prezzo che riflette le decisioni di investimento, finanziamento e la politica dei dividendi assunta dall'impresa.

Tale obiettivo comune richiede che il soggetto economico operi in una dimensione temporale di breve termine, cercando di massimizzare i profitti dell'impresa²⁰.

In realtà all'interno dell'impresa vi sono due tipologie di azionisti, quelli durevolmente interessati all'impresa e quelli che operano nell'impresa con un orizzonte limitato. Solo gli interessi dei primi, nella veste di soggetto economico, possono ritenersi coincidenti con quelli dell'impresa, tesi ad assicurarne lo sviluppo e la sopravvivenza nel tempo²¹. Questa tensione alla massimizzazione del valore per gli investitori può essere in realtà, se portata all'estremo all'interno di una visione analitica, ragione

²⁰ Da qui discende il ruolo fondamentale attribuito sui mercati finanziari alle relazioni trimestrali con le quali le imprese comunicano agli investitori azionisti i risultati ottenuti attraverso la gestione affinché gli stessi possano valutare la bontà dell'operato degli amministratori.

²¹ Cfr. CAPALDO P., *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1967.

sufficiente per giustificare scorrette iscrizioni in bilancio di poste contabili o l'attuazione di politiche finanziarie non sostenibili sotto l'aspetto economico, funzionali al solo fine di aumentare nel breve periodo il valore di mercato dell'impresa la cui determinazione è ancorata al risultato economico di periodo.

c) L'analisi condotta nei diversi modelli sul rischio-rendimento dell'investimento è nella sostanza uniperiodale in quanto si considera che il rischio permanga stabile nel corso della vita dell'impresa²².

d) Se la finanza analitica fa riferimento ad una realtà prettamente americana dove lo sbocco naturale per le imprese che abbisognano di capitali è il mercato di borsa, quasi perfetto, in altre realtà- paese prevale invece una propensione delle imprese a ricorrere all'autofinanziamento e al capitale di debito per finanziare lo sviluppo delle proprie attività. In particolare la visione dell'investitore potenziale si indebolisce ancor di più quando si è in presenza di soggetti economici stabili, in società sostanzialmente a proprietà ristretta, la cui sostituzione è fortemente limitata.

e) Proprio il riferimento di questo approccio allo status di società quotata diffusa sul mercato statunitense, infine, ha limitato gli studi sulle dinamiche decisionali che portano il soggetto economico a scegliere di quotarsi in borsa. Le decisioni finanziarie e i comportamenti dei soggetti vengono infatti approfonditi nei differenti modelli partendo da un contesto aziendale di società già quotata.

4.4.4 Implicazioni

Quanto emerge dall'analisi dei principali modelli formulati all'interno di un approccio di microfinanza è la visione di un osservatore posto all'esterno dell'impresa che mette in primo pia-

²² CATTANEO M., *op. cit.*, 1999, pag. 24.

no le esigenze degli investitori focalizzate sul rischio-rendimento dell'investimento; tale livello è influenzato dal tasso di sviluppo delle vendite, dalla stabilità delle stesse, dalla struttura concorrenziale, dalla struttura dell'attivo, dall'atteggiamento dei creditori²³.

In secondo piano vengono lasciate l'attività dell'impresa nel suo complesso, le strutture di controllo e la storia dell'impresa, che permettono di conoscere e ricercare le condizioni affinché l'impresa sopravviva nel tempo.

In questo modo l'approccio analitico si concentra sull'operatività delle società già quotate analizzando i comportamenti del soggetto economico in relazione alle aspettative degli investitori potenziali in presenza di un mercato più o meno perfetto. Così facendo tale approccio si rivela in grado ad oggi di offrire solo interessanti spunti sui vantaggi e svantaggi che il soggetto economico incontrerebbe qualora decidesse di quotare i titoli della società, ma non offre una conoscenza del complesso contesto istituzionale all'interno del quale le stesse scelte maturano²⁴.

4.5 L'approccio istituzionale

Gli studi di finanza che hanno approfondito il problema finanziario dal punto di vista interno all'impresa sono quelli riconducibili ad un approccio istituzionale.

A fondamento dell'analisi vi è il concetto di azienda come istituto economico atto a perdurare nel tempo dove il soggetto

²³ Cfr. WESTON J.F., BRIGHAM E., *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1974.

²⁴ Come osserva Caprio "La diffusione del capitale azionario, a parità del resto, rende la singola impresa il sistema delle imprese più vitale, meno vitale o magari è un fenomeno di per sé neutrale? E' sempre vero che in situazioni di disponibilità scarse di capitale di rischio, la quotazione in Borsa sia il mezzo finanziario più efficace per consentire la crescita dell'impresa?", CAPRIO L., *Vitalità e capitale di rischio e crescita delle imprese italiane*, in "Vitalità del capitale di rischio e fattori di sviluppo delle piccole e medie aziende", AIDEA, Bologna, 1996, pag. 82.

economico è colui che assume le decisioni fondamentali per la gestione²⁵.

Così, diversamente da un approccio analitico, il soggetto economico non viene visto come un azionista – investitore quanto piuttosto come uno stratega dalle cui scelte dipendono le condizioni di sviluppo e sopravvivenza dell'impresa nel tempo. L'oggetto di analisi diviene così la gestione dell'impresa nelle sue fasi, con particolare riguardo al momento dei finanziamenti e degli investimenti.

L'unità nello spazio e nel tempo del dispiegarsi della gestione aziendale richiede di studiare le scelte finanziarie passate in quanto influenzano quelle future e tutte le scelte di finanziamento come congiunte a tutte le altre scelte di impresa²⁶. Il finanziamento si configura infatti come un processo unitario dove le scelte devono essere assunte avendo riguardo al sistema degli investimenti, e non in funzione dei singoli investimenti, riconducendosi così ad una visione unitaria della gestione dell'impresa.

Il reciproco condizionamento tra la struttura dei finanziamenti e la struttura degli investimenti in ogni momento della vita dell'impresa e le loro specificità impediscono così agli studiosi di stabilire dei rapporti ottimali universalmente validi. Unitarietà e continuità nello spazio e nel tempo della gestione dell'impresa non permettono infatti di proporre come valide relazioni tra singoli investimenti e singoli finanziamenti, né in relazione ad un'omogeneità di durata né tantomeno di quantità.

Qualora, pertanto, una correlazione diretta possa essere verificata ad esempio tra la durata dell'investimento e la durata del finanziamento ottenuto, essa rimane puramente casuale²⁷.

Il problema finanziario si presenta quindi come una ricerca continua del mantenimento di una coerenza armonica tra struttura degli investimenti e struttura dei finanziamenti. Da una parte vi è

²⁵ Cfr. ZAPPA G., *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano, 1927; *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Volume I, Giuffrè, Milano, 1957; MASINI C., *Lavoro e risparmio*, UTET, Torino, 1978; ARDEMANI E., *L'impresa*, Volume I, Giuffrè, Milano, 1988.

²⁶ Cfr. CAPALDO P., *op. cit.*, 1967.

²⁷ Cfr. CAPALDO P., *op. cit.*, 1967.

l'equazione economica intesa come una eguaglianza in cui tutti i fattori della produzione trovano copertura lasciando un margine adeguato di reddito; dall'altra l'equazione del fabbisogno di finanziamento che deve essere costantemente monitorata per evitare uno squilibrio delle correnti finanziarie affluenti e defluenti dal sistema azienda²⁸.

4.5.1 *La gestione finanziaria*

Lo studio della gestione sotto il solo aspetto finanziario rappresenta una forzatura dettata dalla complessità della gestione aziendale²⁹, funzionale ad approfondire le dinamiche interne all'impresa connesse alla struttura e all'equilibrio finanziario, quale concetto eminentemente prospettico e valutativo.

La gestione finanziaria rappresenta l'insieme dei fatti che permettono all'impresa di acquisire il potere d'acquisto necessario al fine di intraprendere e sviluppare la propria attività³⁰.

Con l'analisi finanziaria vengono ad individuarsi le logiche e le modalità con le quali l'impresa reperisce il capitale da terzi a titolo di rischio o di credito e la risultante composizione della struttura delle fonti che permette di conoscere poi il grado di dipendenza da terze economie.

Le scelte finanziarie del soggetto economico non sono pertanto unicamente correlate al reperimento di mezzi quantitativamente adeguati alla copertura di un fabbisogno ma sono il frutto di un processo decisionale complesso che interessa anche un giudizio qualitativo. Tale processo richiede l'analisi della struttura degli impieghi e delle fonti previste in futuro al fine di valutare l'opportunità di ricorrere al capitale a titolo di credito o a titolo di rischio in relazione al mantenimento di un equilibrio finanziario prospettico per l'impresa stessa.

²⁸ Cfr. GIANNESI E., *L'equazione del fabbisogno di finanziamento*, Giuffrè, Milano, 1982; RIPARBELLI A., *Il contributo della ragioneria nell'analisi dei disesti aziendali*, Stab. Grafici Vallecchi, Firenze, 1950.

²⁹ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1977.

³⁰ Cfr. ALBERTI G.B., *Elementi di Economia Aziendale – dalla gestione al bilancio*, Cedam, Padova, 2002, pag.138.

La struttura delle fonti prescelta, peraltro, se condiziona il perseguimento dell'equilibrio finanziario, definito come la situazione in cui le condizioni previste future siano tali da assicurare una copertura finanziaria corrispondente ai fabbisogni finanziari, tenuto conto dei rischi connessi alla mancata realizzazione delle ipotesi formulate, diviene determinante soprattutto per il mantenimento dell'equilibrio economico dell'impresa³¹. Ogni scelta finanziaria, infatti, può essere assunta purché esistano le condizioni di gestione economica per la sopportabilità futura dei maggiori oneri derivanti dalle modifiche della composizione della struttura.

4.5.2 *La funzione di finanza aziendale*

La funzione di finanza è quella funzione aziendale preposta alla fase dei finanziamenti che nell'ambito del ciclo di gestione ha come oggetto la dinamica dei capitali³².

La gestione del fattore capitale, dal momento dell'acquisizione al momento della sua utilizzazione, richiede un'attività decisionale incentrata sulle risorse di capitale quantitativamente e qualitativamente osservate sia nella loro origine – fonti- sia nella loro destinazione –impieghi³³.

Negli ultimi decenni³⁴ la valorizzazione della funzione di finanza all'interno della struttura organizzativa dell'azienda ha permesso di attribuire alla stessa un compito di filtro delle decisioni imprenditoriali con lo scopo di reperire i mezzi di finanzia-

³¹ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag.139; GIANNESI E., *op. cit.*, 1982.

³² Solomon (1972) afferma che l'oggetto della funzione finanziaria può essere ricondotto a tre domande:

- quale volume complessivo di mezzi di capitale l'impresa deve impegnare?
- quali specifici investimenti l'impresa deve compiere?
- da che fonti tali mezzi di capitale devono essere ottenuti?

SOLOMON E., *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1972; BRUGGER G., *op. cit.*, 1979.

³³ FERRERO G., *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981.

³⁴ Per un'analisi dell'evoluzione della funzione finanziaria a partire dagli anni Quaranta si vedano: BRUGGER G., *op. cit.*, 1979; ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1977; CATTANEO M., *op. cit.*, 1999.

mento con le caratteristiche di rimborso / utilizzo adeguate e con un costo compatibile con il mantenimento nel tempo dell'equilibrio economico³⁵.

Alla funzione finanza viene così attribuito l'onere di far sì che l'impresa sia in grado di fronteggiare in ogni momento il fabbisogno di capitale, sia tempestivamente sia economicamente³⁶.

In relazione poi alle dimensioni dell'impresa è possibile trovare una funzione finanza più o meno sviluppata e distinta rispetto al soggetto decisionale.

Nelle imprese di piccole dimensioni il problema finanziario viene minimizzato dal fatto che il soggetto economico acquista fattori di produzione solo in relazione alle proprie disponibilità finanziarie in essere; questo fa sì che la gestione dei mezzi finanziari sia accentrata sul soggetto economico che è anche proprietario dei mezzi finanziari divenendo così una funzione strategica e non delegabile dal soggetto economico ad altre figure all'interno dell'organizzazione.

Nelle imprese di grande dimensione, o comunque in quelle in crescita, dove il fabbisogno finanziario si espande rapidamente ed è necessario ricorrere a fonti esterne per la raccolta di ulteriore capitale a titolo di rischio o di credito la funzione finanza assume un proprio ruolo ben definito connesso alla ricerca dei mezzi di finanziamento esterni all'impresa per supportarne lo sviluppo e ad azioni finalizzate a garantire la soddisfazione degli investitori e così il mantenimento dei capitali all'interno dell'impresa nella fase dei rimborsi e delle remunerazioni.

La funzione di finanza assume pertanto un ruolo trasversale rispetto alle altre funzioni aziendali, connesso al fatto che si propone di verificare e di consentire la fattibilità finanziaria e la sostenibilità nel tempo delle decisioni assunte nelle diverse aree dell'organizzazione aziendale.

³⁵ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1977.

³⁶ Cfr. FERRERO G., *op. cit.*, 1981.

4.6 Le caratteristiche delle fonti e i criteri per la composizione della struttura finanziaria

E' stato in precedenza affermato che ogni scelta finanziaria prende le mosse dall'individuazione di un fabbisogno "addizionale" le cui caratteristiche condizionano la ricerca e la scelta delle forme di copertura adeguate³⁷.

L'analisi finanziaria procede a ritroso approfondendo dapprima le specificità e le opportunità offerte all'impresa dalle singole forme di finanziamento, siano esse a titolo di rischio o di credito, per poi verificarne la coerenza con la struttura prevista degli investimenti intesa nel suo complesso e non in relazione all'investimento specifico causa dell'incremento del fabbisogno finanziario.

In tal modo la soluzione al problema finanziario verrebbe ad essere assunta dal soggetto economico in primo luogo con la consapevolezza delle peculiarità e delle conseguenze sulle strutture finanziaria e di controllo dell'impresa del ricorso a capitale di rischio o di credito (dimensione qualitativa); successivamente il problema deve essere affrontato in termini quantitativi, cioè accertando la disponibilità concreta ed adeguata dei mezzi finanziari per l'impresa in relazione all'andamento futuro del complessivo fabbisogno finanziario³⁸.

4.6.1 Le caratteristiche dei mezzi finanziari

L'insieme dei finanziamenti ottenuti dall'impresa sono il risultato di una serie di operazioni di natura finanziaria iniziate con un'entrata monetaria connessa all'accensione del finanziamento e che termineranno con un'uscita monetaria futura connessa al momento del rimborso.

Il momento del rimborso differisce per ogni fonte di finanziamento e il soggetto economico dovrà scegliere una composizione della struttura del passivo adeguata alle esigenze di mante-

³⁷ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1982, pag. 78; TAGI G., *op. cit.*, 1994.

³⁸ Cfr. CAPALDO P., *op. cit.*, 1967.

nimento dell'equilibrio monetario e finanziario nel tempo. La conoscenza delle caratteristiche dei mezzi potenzialmente ottenibili per finanziare l'attività d'impresa diviene pertanto importante, oltre che per lo sviluppo dell'attività d'impresa, anche per il suo governo.

Prima di procedere all'analisi delle caratteristiche dei mezzi finanziari è necessario distinguerli in relazione al vincolo al quale è subordinato il loro ottenimento.

Quando i mezzi vengono raccolti dall'impresa nella fase dei finanziamenti, all'inizio o in particolari momenti della sua vita, si è in presenza di capitali trasferiti a titolo di rischio. I conferenti sono soggetti che rinunciano ad un consumo immediato di potere d'acquisto trasferendolo all'impresa al fine di ottenere un maggiore potere d'acquisto futuro. Il riferimento temporale è costituito dall'intero arco di vita dell'impresa e la remunerazione di tali mezzi è dipendente dall'andamento dei risultati economici della società.

Ogni qual volta i mezzi vengono raccolti dall'impresa nella fase dei disinvestimenti si è, invece, in presenza di un'operazione di collocamento sul mercato di prodotti finanziari che implicano un trasferimento di potere d'acquisto all'impresa in cambio di una remunerazione definita e periodica e di un rimborso, in una o più soluzioni, pattuito a scadenza predeterminata³⁹.

Le caratteristiche che contraddistinguono le due principali fonti di finanziamento sono rappresentate dalla durata temporale, dalla modalità di remunerazione e dal grado di accessibilità.

a) *La durata temporale e le modalità di rimborso*

La durata temporale è caratteristica importante in quanto consente di determinare il momento del rimborso dei capitali.

Il capitale attinto con vincolo di credito presenta una durata temporale definita e conseguentemente un momento altrettanto

³⁹ Con riferimento al ciclo di gestione Alberti osserva come "è da segnalare che il trasferimento di potere d'acquisto a remunerazione definita rientra nelle fasi successive degli investimenti e dei disinvestimenti in quanto rappresenta acquisizione di fattori di produzione e vendita di prodotti finanziari", ALBERTI G.B., op. cit., 2002, pag. 72.

prevedibile sia nel tempo sia nelle modalità nelle quali l'impresa deve affrontare un'uscita monetaria connessa al rimborso del finanziamento. L'obbligatorietà del rimborso pone al soggetto economico rilevanti problemi di riequilibrio finanziario della struttura, ai quali è possibile far fronte mediante un'adeguata programmazione finanziaria⁴⁰. La durata può essere a sua volta intesa o come permanenza dei mezzi di finanziamento nell'impresa o come ampiezza temporale dell'intervallo entro il quale sono mantenute costanti le condizioni di acquisizione⁴¹.

Il capitale attinto a titolo di rischio rappresenta le fonti di finanziamento a disposizione dell'impresa per l'intero arco della sua vita. Il vincolo temporale è costituito pertanto dall'esistenza dell'impresa stessa.

b) Le modalità di remunerazione

Il capitale attinto a titolo di credito richiede a priori la pattuizione contrattuale di una remunerazione, anche variabile nel rispetto di alcuni parametri finanziari individuati. Se tale remunerazione viene disattesa l'impresa in quanto debitore diviene insolvente.

Diversamente il capitale a titolo di rischio non prevede necessariamente alcun accordo a priori sulla remunerazione. Attraverso la regolamentazione statutaria possono essere individuati i criteri della ripartizione della remunerazione tra i soci-azionisti, la quale rimane però subordinata al conseguimento da parte dell'impresa di risultati economici positivi e alle esigenze di autofinanziamento derivanti dalla gestione. La remunerazione del capitale proprio può essere così definita come residuale e non vi è alcun diritto di rivalsa da parte dei soggetti portatori del capitale, salvo si verifichi l'ipotesi di un comportamento doloso da parte degli amministratori.

⁴⁰ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1982.

⁴¹ Cfr. TAGI G., *op. cit.*, 1994, pag. 75.

c) *Il grado di accessibilità*

Il grado di accessibilità alle due fonti di finanziamento è correlato principalmente al costo e alle problematiche connesse alla struttura decisionale dell'impresa.

I finanziamenti a titolo di credito presentano una componente di rigidità connessa agli oneri finanziari che gravano sulla formazione del risultato economico dell'impresa. Tale rigidità non è presente nei capitali attinti a titolo di rischio, in quanto la distribuzione degli utili è successiva alla determinazione del risultato economico della gestione.

Peraltro il grado di accessibilità del capitale a titolo di rischio tende a diminuire quanto maggiore è l'esigenza del soggetto economico di mantenere il controllo dell'impresa. Il capitale attinto con vincolo di credito risulta, invece, maggiormente accessibile in quanto non implica problematiche di modificazione dell'assetto di controllo aziendale.

Le fonti di finanziamento possono essere ancora distinte in relazione alla loro origine: fonti di finanziamento endogene e fonti di finanziamento esogene.

Le fonti di finanziamento endogene attinte a titolo di rischio sono tipicamente gli aumenti di capitale sociale aperti ai soggetti già portatori di capitale nell'impresa e l'autofinanziamento⁴². Ciò che caratterizza tali mezzi è innanzitutto il fatto che il ricorso ad essi non genera alcuna modificazione all'interno della struttura di controllo, né tantomeno un aumento dei costi finanziari.

Il vincolo alla disponibilità di tali mezzi è l'esistenza di risultati reddituali passati e la prospettiva di un flusso di redditi futuri in grado sia di soddisfare le aspettative dei portatori di capitale a titolo di rischio sia di reinvestire parte degli utili nella gestione dell'impresa⁴³.

⁴² Cfr. DESSY A., GERVASONI A., VENDER J., *Le piccole e medie imprese ed il capitale di rischio*, Egea, Milano, 1989.

⁴³ L'autofinanziamento fornisce al volume del capitale proprio un grado di elasticità che esso non potrebbe avere se il volume dipendesse solo da operazioni estranee all'esercizio. Il ricorso all'autofinanziamento diviene così necessario quando l'aumento dei mezzi propri è sollecitato da una variazione del ri-

Qualora il reperimento di mezzi finanziari a titolo di capitale di rischio avvenga presso terze economie rispetto all'impresa l'origine degli stessi viene definita esogena.

L'ottenimento sul mercato dei capitali dei finanziamenti necessari dipende da numerosi fattori esterni ed interni all'impresa stessa. Tra i fattori esterni vi è la congiuntura economica e del mercato, i costi per l'accesso al mercato e il comportamento degli altri operatori del mercato. Tra i fattori interni all'impresa stessa si trovano la forma giuridica, la redditività e il rischio, le condizioni di sviluppo e la struttura decisionale dell'impresa⁴⁴.

I mezzi attinti con vincolo di credito sono di origine endogena quando a trasferire potere d'acquisto all'impresa sono gli stessi azionisti; sono di natura esogena quando attengono a potere d'acquisto messo a disposizione dell'impresa da soggetti estranei alla compagine sociale.

L'utilità di questa distinzione deve essere valutata sia in termini di conoscenza dell'effettivo grado di dipendenza dell'impresa da terze economie, sia in relazione all'atteggiamento e quindi alle scelte dei portatori di capitale a titolo di rischio di fronte ad un incremento del fabbisogno finanziario dell'impresa da coprire con capitale a titolo di credito.

4.6.2 I criteri per la scelta della composizione della struttura delle fonti

L'analisi della struttura delle fonti e l'individuazione delle logiche di composizione delle stesse in relazione al mutare del fabbisogno finanziario dell'impresa rappresenta un passaggio fondamentale per la soluzione di ogni problema finanziario.

Il problema finanziario non richiede al soggetto economico solo il reperimento della quantità di mezzi di finanziamento a qualunque costo e titolo ottenuti, ma pone soprattutto una questione rilevante in termini di composizione qualitativa delle fonti e di coerenza poi della stessa con la struttura degli impieghi. La

schio e dall'esigenza di ridurre i costi finanziari., si veda CAPALDO P., *op. cit.*, 1967, pag.45 e seguenti.

⁴⁴ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1977.

conveniente proporzione tra capitali attinti con vincolo di credito e capitali attinti con vincolo di rischio è determinante nel condizionare lo sviluppo e le possibilità di sopravvivenza dell'impresa nel tempo.

Quattro sono i principali caratteri rispetto ai quali gli studi di finanza aziendale hanno affrontato le relazioni tra la scelta della struttura finanziaria e le condizioni di sviluppo e sopravvivenza dell'impresa: la flessibilità, la redditività, la solvibilità e la compatibilità.

La *flessibilità* della struttura del passivo attiene alla possibilità di poter adattare l'importo dei finanziamenti ricevuti alle esigenze di investimento e disinvestimento, di poter correlare le diverse forme di finanziamento al variare delle condizioni di mercato e di poter costantemente ricercare ed ottenere la combinazione finanziaria migliore⁴⁵. Il perseguimento della flessibilità della struttura finanziaria consente così di pervenire sia ad una elasticità economica, intesa come la capacità dell'impresa di sopportare avversi andamenti congiunturali senza compromettere la propria sopravvivenza, sia ad una elasticità finanziaria, fondata su una oculata politica di utilizzo delle capacità di credito che permette all'impresa di conservarsi l'opportunità di espandere l'indebitamento qualora sia necessario⁴⁶.

La *redditività* dell'impresa non dovrebbe essere mai ridotta dalla struttura finanziaria prescelta, bensì piuttosto potenziata e migliorata nel medio e lungo termine grazie alla disponibilità di mezzi finanziari per lo sviluppo e l'ampliamento delle attività aziendali. Tale relazione è influenzata dall'effetto della leva finanziaria e dall'incidenza della componente fiscale⁴⁷ e a sua volta influenza il mantenimento dell'equilibrio economico dell'impresa.

Con riferimento alla *solvibilità* la struttura finanziaria prescelta dal soggetto economico deve essere in grado di permettere all'impresa di far fronte ai propri impegni senza danno per la ge-

⁴⁵ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1982, pag.80.

⁴⁶ Cfr. TAGI G., *op. cit.*, 1994.

⁴⁷ Cfr. MODIGLIANI F., MILLER M.H., *op. cit.*, 1963.

stione dell'impresa stessa. Risulta determinante a tal proposito il presidio degli equilibri monetario e finanziario.

Infine, la struttura finanziaria deve risultare *compatibile* con la struttura degli investimenti prescelta dal soggetto economico. Questo ultimo aspetto presenta una rilevanza particolare nell'ambito del processo di decisione finanziaria, in quanto al soggetto economico viene richiesto di verificare le proprie scelte in merito alla composizione della struttura finanziaria alla luce delle interdipendenze, cagione di reciproco condizionamento, esistenti tra i processi di finanziamento ed i processi di impiego del capitale⁴⁸, nell'intento di pervenire ad una armonia dinamica tra le due strutture⁴⁹.

L'armonia deve essere intesa come coerenza, e non come corrispondenza tra frequenza del rigiro e durata del vincolo e tra redditività dell'investimento e costo del finanziamento.

Infatti con riferimento alla prima relazione la correlazione tra investimento a breve - finanziamento a breve e investimento a lungo-finanziamento a lungo, risulta essere nella realtà priva di ogni fondamento⁵⁰. Deve essere ricercata piuttosto una coerenza tra il fabbisogno durevole e l'entità del capitale a titolo di rischio e di credito a lungo termine a disposizione dell'impresa e tra il fabbisogno temporaneo e il capitale di credito a breve termine⁵¹.

La relazione tra redditività dell'investimento e costo del finanziamento ha anch'essa scarso valore in quanto i due termini dipendono non tanto dal singolo investimento o finanziamento bensì dalla composizione delle rispettive strutture nelle quali trovano collocazione.

⁴⁸ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1982, pag. 56.

⁴⁹ Cfr. TAGI G., *op. cit.*, 1994.

⁵⁰ Cfr. CAPALDO P., *op. cit.*, 1967; TAGI G., *op. cit.*, 1994; AMADUZZI A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1963; ONIDA P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1968.

⁵¹ Secondo Capaldo l'equivoco di fondo di questa relazione sta nel ritenere che il capitale fisso generi fabbisogno durevole e il capitale circolante generi fabbisogno temporaneo. L'Autore procede così ad un'analisi accurata dei principali casi in cui tale relazione non è verificata, in CAPALDO P., *op. cit.*, 1967, pag. 5 e 6.

L'armonia deve inoltre essere dinamica, in quanto l'interesse più che per un equilibrio tra la struttura delle fonti e quella degli impieghi in un dato momento, frutto della gestione e delle scelte finanziarie passate, dove la dinamica si è già esaurita, è per l'evoluzione in atto delle strutture dei finanziamenti e degli investimenti e per il mantenimento di un equilibrio finanziario prospettico.

4.6.3 La conveniente proporzione tra capitale proprio e capitale di credito

La scelta del soggetto economico di ricorrere a fonti endogene od esogene, a titolo di credito o di rischio⁵², è il risultato di un processo complesso di valutazione fondato essenzialmente su cinque elementi: l'osservazione dell'andamento del fabbisogno di capitale, il costo dei finanziamenti e i vincoli ad essi conseguenti, la redditività e il rischio connesso all'impresa, il mercato e infine la struttura decisionale e le dimensioni aziendali.

4.6.4 L'andamento del fabbisogno finanziario

Il fabbisogno finanziario per le aziende di produzione è determinato di norma dal fatto che il sostenimento dei costi per i fattori produttivi precede il conseguimento dei ricavi⁵³. Peraltro anche in una situazione in cui i costi risultino successivi temporalmente ai ricavi e superiori a questi ultimi, le possibili perdite di esercizio farebbero sorgere un fabbisogno finanziario.

Il susseguirsi nella vita dell'impresa di cicli di gestione spesso anche concomitanti in relazione alle esigenze di sviluppo comporta che il fabbisogno finanziario non si mantenga costante nel corso del tempo ma tenda ad aumentare anche in relazione

⁵² Per un approfondimento della tematica si veda MASSARI M., *Le politiche finanziarie aziendali*, in Trattato di Economia delle Aziende Industriali, (a cura di Guatri), Tomo III, Egea, Milano, 1988, pag.622 e seg.

⁵³ Cfr. CAPALDO P., *op. cit.*, 1967, pag.11.

all'incremento del livello dei prezzi⁵⁴. Così la scelta della composizione tra capitale a titolo di credito e capitale a titolo di rischio risulta essere connessa alle previsioni sull'andamento futuro del complessivo fabbisogno, sia in termini dimensionali che qualitativi.

La previsione di un fabbisogno finanziario durevole porterà il soggetto economico ad avvalersi di strumenti di finanziamento rispondenti alle caratteristiche del capitale di rischio; previsioni di fabbisogno finanziario temporaneo permettono al soggetto economico di limitarsi ad un controllo della dinamica del capitale circolante⁵⁵.

4.6.5 *Il costo dei finanziamenti ed i vincoli*

La scelta della composizione dei finanziamenti dipende certamente anche dal costo che il soggetto economico è disposto a sostenere per lo sviluppo e l'operatività dell'impresa. Il costo di un nuovo finanziamento non può peraltro essere valutato separatamente dalla composizione del passivo nella quale si inserisce e deve essere analizzato in relazione all'evoluzione del complessivo fabbisogno finanziario nel tempo.

Una struttura finanziaria fortemente sbilanciata a favore del capitale attinto a titolo di credito presenta un costo complessivo elevato per l'impresa, determinato dagli oneri finanziari stabiliti quali remunerazione per i finanziamenti ottenuti.

Una struttura finanziaria con costo modesto è riconducibile ad una prevalenza di capitale a titolo di rischio.

Peraltro la scelta del soggetto economico della struttura conveniente non può essere effettuata solo riferendosi al costo, cioè ad un calcolo di convenienza puramente economica. Infatti la struttura finanziaria a costo complessivo contenuto, data la preminenza di capitale a titolo di rischio sul capitale di credito, presenta elementi di rigidità connessi al fatto che non sarà agevole in

⁵⁴ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1982, pag. 21.

⁵⁵ Cfr. CATTANEO M., *Finanza aziendale. Il capitale circolante netto*, Utet, Torino, 1998.

futuro un ampliamento delle fonti (elasticità) e sarà inoltre condizionato dall'esigenza di conservare il controllo da parte del soggetto economico.

D'altra parte una struttura ad alto costo può presentare vantaggi rilevanti in termini di elasticità, intesa come possibilità di ampliare l'indebitamento all'aumentare del fabbisogno finanziario e di stabilità della struttura decisionale dell'impresa.

4.6.6 *La redditività e il rischio d'impresa*

La scelta tra differenti composizioni della struttura finanziaria richiede di accostare all'analisi dei costi delle stesse le previsioni sulla redditività operativa dell'impresa.

In tal modo è possibile verificare la capacità dell'impresa di sopportare negli esercizi futuri i costi derivanti dalle scelte finanziarie assunte.

Come ogni previsione essa presenta un rischio connesso alla probabilità che la stessa si verifichi, cioè un margine di incertezza sulla realizzabilità della redditività operativa in futuro.

In linea generale al crescere del rischio il soggetto economico dovrebbe cercare di diminuire l'indebitamento complessivo e aumentare corrispondentemente il capitale proprio.

Qualora questo non fosse possibile, il soggetto economico si vedrebbe costretto a ricorrere ad un aumento dell'indebitamento la cui conseguenza sarebbe *in primis* un aumento degli oneri finanziari.

In ambiente concorrenziale una riduzione del risultato economico a seguito di un aumento dei costi di natura finanziaria può portare ad una drastica riduzione dell'autofinanziamento e ad una incapacità di attrarre nuovo capitale a titolo di rischio, innescando un circolo vizioso che può condurre alla crisi dell'impresa⁵⁶.

⁵⁶ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997, pag. 27.

4.6.7 *Il mercato di riferimento*

L'ambiente, quale contesto in cui l'impresa si trova ad operare, condiziona l'assunzione delle scelte finanziarie da parte del soggetto economico d'impresa.

Quanto più i mercati finanziari sono efficienti e limitato è il ruolo del sistema bancario tanto più è probabile che il soggetto economico d'impresa orienti le proprie scelte verso strumenti finanziari che garantiscono l'accesso al capitale di rischio e presso terze economie rispetto all'impresa.

Diversamente il ricorso all'indebitamento è favorito in ambienti finanziari dove prevale il sistema bancario.

Qualora l'ambiente in cui l'impresa opera si trovi in una fase congiunturale negativa il soggetto economico si vedrà costretto anche in presenza di mercati finanziari efficienti, a ricorrere a fonti endogene per il finanziamento delle attività aziendali. Infatti una congiuntura del settore o del mercato di sbocco dei prodotti dell'impresa ne riduce la redditività operativa e aumenta l'incertezza del conseguimento di risultati economici futuri adeguati a remunerare sotto forma di dividendi i portatori di capitale di rischio.

4.6.8 *La struttura decisionale e la dimensione aziendale*

Nella scelta della composizione qualitativa delle fonti un ruolo particolare è svolto dalla struttura decisionale presente all'interno di ciascuna impresa.

La struttura decisionale viene definita come un "insieme di uomini che esercita un potere autonomo, anche se condizionato dai fattori esterni dell'ambiente nel quale l'impresa opera, e interni connessi ai rapporti di forza che nell'impresa si vengono a costituire per fatti economici, psicologici o giuridici"⁵⁷.

All'interno di una visione prettamente finanziaria, l'esercizio del potere decisionale e quindi del controllo all'interno dell'impresa si ritiene possibile, in prima approssimazione, in virtù di un conferimento di capitale proprio. Ogni scelta sulla composizione ottimale delle fonti all'interno di ciascuna impresa

⁵⁷ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1982, pag. 80.

viene così studiata anche come effetto/conseguenza di un insieme di esigenze di controllo riconducibili al soggetto economico.

E' possibile distinguere due tipologie di soggetto di controllo in relazione alla struttura del controllo aziendale: il soggetto economico patrimoniale e il soggetto economico manageriale⁵⁸.

Si è in presenza di un *soggetto economico patrimoniale* quando il rapporto di controllo con l'impresa si fonda sul patrimonio detenuto dal soggetto economico⁵⁹. Un soggetto economico patrimoniale che intenda mantenere il controllo dell'impresa per fronteggiare un aumento del fabbisogno finanziario si potrà orientare:

- verso una struttura finanziaria fortemente indebitata, fino al punto da compromettere l'equilibrio economico e finanziario dell'impresa, ritenendo che la componente dei vantaggi indiretti provenienti dall'esercizio del controllo superi di gran lunga quella ottenibile dalla distribuzione dei risultati della gestione;
- oppure verso una struttura finanziaria fortemente sbilanciata a favore del capitale a titolo di rischio qualora il soggetto economico possieda nuovo potere d'acquisto sufficiente a coprire il fabbisogno finanziario emergente e non intenda investire le proprie disponibilità in altre attività diversificando il rischio.

Si osservi come il limite principale alla scelta di una composizione ottimale di capitale proprio e di capitale di credito nel caso di soggetto economico patrimoniale sia rappresentato dalla correlazione tra dimensione del patrimonio del soggetto stesso e fab-

⁵⁸ Cfr. TAGI G., op. cit., 1994, pag. 22 e seguenti.

⁵⁹ "La proprietà rappresenta il mezzo principale, anche se non l'unico né indispensabile, per esercitare il controllo: la disponibilità della totalità o della maggioranza assoluta dei diritti di voto può assicurare il controllo; la disponibilità di una quota di minoranza ne può consentire l'esercizio se coniugata con altri strumenti; l'assenza di proprietà rende il ricorso ad altri strumenti indispensabili e indebolisce l'esercizio del controllo", in BARCA F. E ALTRI, *Aspetti proprietari e mercato delle imprese*, Vol.I. - *Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane*, Il Mulino, Bologna, 1994, pag.17.

bisogno finanziario dell'impresa. Il soggetto economico patrimoniale è infatti tipicamente correlato a dimensioni aziendali limitate e a strutture di controllo a carattere familiare.

Quando il potere di controllo del soggetto economico si fonda su un rapporto di mandato attraverso il quale gli azionisti incaricano i manager della gestione dell'impresa si è in presenza di un *soggetto economico manageriale*. Tale soggetto economico è presente dove il mercato finanziario prevale sul sistema bancario e vi sono investitori istituzionali disposti ad investire nelle imprese.

E' tipicamente correlato a strutture organizzative di grandi dimensioni, burocratiche o divisionali, dove la separazione della proprietà dal management e la diffusione della stessa tra gli azionisti rappresentano passaggi obbligati per lo sviluppo dell'attività. Il fatto che l'esercizio del controllo non sia correlato al possesso del patrimonio porta il soggetto economico a disinteressarsi alla composizione della struttura finanziaria se non per quanto la stessa influisca sulla redditività dell'impresa, parametro al quale viene ancorato il giudizio sulle loro capacità professionali e gestionali.

Le dimensioni dell'impresa possono essere studiate in relazione al controllo: in tale caso le imprese di dimensioni ridotte sono il contesto nel quale è presente più frequentemente un soggetto economico patrimoniale che esercita il proprio controllo attraverso una struttura organizzativa semplice basata sulla supervisione diretta e la coincidenza tra proprietà e gestione⁶⁰, mentre le imprese di grandi dimensioni rappresenterebbero l'ambito più naturale di operatività di un soggetto economico manageriale.

Le dimensioni dell'impresa possono essere studiate anche in relazione alle politiche finanziarie adottate, in questo caso le imprese di piccole dimensioni mostrano di ricorrere prevalentemente a strumenti finanziari semplici, quali, primo fra tutti, l'autofinanziamento e i prodotti bancari, mentre le imprese di

⁶⁰ Cfr. COMPAGNO C., *Le PMI familiari: sviluppo organizzazione e governance*, in *Piccole e Medie imprese in transizione – Una comparazione internazionale*, (a cura di C. Compagno), Utet, Torino, 2003.

medie e grandi dimensioni possono attingere oltre che ai tradizionali strumenti di finanziamento anche al mercato di borsa⁶¹.

4.6.9 Implicazioni

La ricerca della combinazione ottimale tra fonti all'interno dell'impresa rappresenta per gli studi di finanza l'essenza del problema finanziario.

Da tempo peraltro la dottrina ha osservato come sia impossibile individuare un rapporto di composizione ottimo e valido in linea generale per tutte le imprese⁶². Tale impossibilità deriva dal fatto che i fattori esterni ed interni determinanti i rapporti tra capitale proprio e capitale di credito variano da impresa ad impresa e per la stessa impresa allo scorrere del tempo⁶³.

⁶¹ Perrini osserva come gli stessi canali di approvvigionamento di capitali per lo sviluppo possono essere segmentati in relazione alle esigenze collegate alle diverse fasi del ciclo di vita di un'impresa:

1. avvio di nuove iniziative imprenditoriali (*start up financing*)
2. crescita aziendale e sviluppo di progetti imprenditoriali (*expansion financing*)
3. quotazione per consolidare posizione e mercati d'impresa (*brinding financing*)
4. operazioni di rinnovamento, rilancio o ristrutturazione, cogliendo nuove opportunità in situazioni di declino o di crisi, anche in fasi precedenti (*turnaround financing*)
5. trasformazioni aziendali, ristrutturazioni azionarie, sostituzione di familiari (*replacement capital*)

Cfr. PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (a), pag. 53.

⁶² Cfr. ONIDA P., *op. cit.*, 1968, pag.451; DELL'AMORE V., *Economia delle aziende di credito*, Vol.I, Giuffrè, Milano, 1965, pag.154 e segg.; FERRERO G., *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1963, pag.156 e segg.

⁶³ De Angeli osserva come "la scelta della più conveniente relazione tra mezzi propri e mezzi di credito sfugge a qualsiasi tipo di schematismo perché si può dire che ogni impresa si presenta in condizioni diverse sia sotto il profilo dell'entità sia sotto quello della qualità dei finanziamenti esterni necessari a coprire, nei modi più opportuni, il fabbisogno di mezzi finanziari" DE ANGELI S., *Il finanziamento esterno delle imprese attraverso il credito bancario e parabancario*, Utet, 1986, pag.6.

Qualora, come osserva Capaldo⁶⁴, la relazione tra capitale di credito e capitale di rischio risulti uguale, a parità di condizioni aziendali, tale costanza il più delle volte non ha in realtà alcun significato economico, cioè non sottende strutture di indebitamento e situazioni economico-finanziarie analoghe.

4.7 La quotazione in borsa quale strumento di finanza aziendale

L'ammissione al mercato di borsa dei titoli di una società rappresenta per il soggetto economico uno strumento di implementazione di un insieme di scelte finanziarie in precedenza assunte.

L'approccio istituzionale ha consentito di approfondire le motivazioni che possono aver condotto i soggetti economici a ricorrere al mercato regolamentato, passando attraverso l'analisi delle caratteristiche delle singole fonti di finanziamento a disposizione dell'impresa per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario e della loro composizione nella struttura finanziaria aziendale.

Individuata la natura delle fonti di finanziamento che l'impresa ricerca attraverso la quotazione in borsa, cioè quella di essere a titolo di rischio ed esogene, l'interrogativo al quale gli studi di finanza si propongono di rispondere è relativo al perché ad un aumento del fabbisogno finanziario il soggetto economico ricorre al mercato di borsa e non al sistema del credito. Le motivazioni di tale scelta possono essere verificate innanzitutto in relazione agli obiettivi del soggetto economico rispetto alla struttura dei finanziamenti nel suo complesso e successivamente con riferimento alle cause determinanti la scelta stessa.

E' possibile ritenere che la decisione di quotarsi in borsa risponda ad un insieme di aspettative del soggetto economico sulla struttura finanziaria tra cui quelle:

- di superare la rigidità tipica del capitale proprio ottenendo la possibilità, attraverso l'accesso diretto al merca-

⁶⁴ Cfr. CAPALDO P., op. cit., 1967, pag. 57 e seguenti.

- to, di ampliare la disponibilità di capitale proprio ogni qualvolta il fabbisogno lo richieda;
- di non gravare il risultato economico della gestione dell'impresa con eccessivi costi finanziari ed inoltre, proprio grazie al ridotto rapporto di indebitamento, di ottenere la possibilità di accedere a forme di finanziamento a titolo di credito a tassi inferiori (condizioni più vantaggiose) permettendo l'ampliamento dell'attività e il miglioramento della redditività operativa dell'impresa;
 - di far fronte agli impieghi con più facilità in relazione al ridotto numero di garanzie e di contratti in essere con istituti di credito e simili;
 - di ottenere, infine, un buon grado di armonizzazione con la struttura degli impieghi, in continuo sviluppo e interessata da cospicui investimenti.

Di rilievo è il contributo degli studi di finanza all'analisi della relazione causale tra fabbisogno finanziario e scelta di quotazione in borsa. La quotazione in borsa rappresenta lo strumento per eccellenza attraverso il quale attuare una politica finanziaria di espansione del capitale a titolo di rischio attinto da terze economie.

La conoscenza dei fattori che hanno portato a tale scelta passa pertanto attraverso la conoscenza dell'evoluzione del fabbisogno finanziario, il costo finanziario e i vincoli delle fonti di finanziamento che si rendono disponibili, la redditività e il rischio d'impresa ed infine la posizione di controllo del soggetto economico.

4.7.1 L'andamento del fabbisogno finanziario

La scelta di ricorrere al capitale a titolo di rischio attinto presso terze economie è tipicamente prodotta dalla previsione di un incremento del fabbisogno finanziario di rilevante importo e crescente negli anni.

La struttura finanziaria già nel momento immediatamente successivo all'ammissione alla quotazione in borsa dei titoli ri-

sulta modificata. Infatti vi può essere un incremento del capitale proprio di origine esogena dovuto al rispetto del requisito del flottante minimo per l'accesso al mercato prescelto.

L'impresa ottiene così un finanziamento immediato, a costi più o meno contenuti in relazione ai costi per la quotazione previsti da ciascun mercato, ma soprattutto l'opportunità di accedere in futuro in modo diretto ad ulteriore capitale a titolo di rischio senza costi aggiuntivi.

4.7.2 Il costo del finanziamento e i vincoli

Il ricorso a capitale a titolo di rischio attraverso il mercato di borsa, come già detto, non richiede in prima approssimazione all'impresa il sostenimento di un costo determinato, l'onere finanziario, come accade invece qualora si intenda ricorrere a fonti endogene a titolo di credito. In realtà con la quotazione in borsa l'impresa contrae un vincolo di gran lunga più oneroso del corrispondente costo del capitale: l'assegnazione del dividendo.

L'impostazione di una politica dei dividendi infatti costituisce un obbligo per le società quotate e la sua adeguatezza viene misurata in relazione alla capacità di mantenere il capitale investito e di attrarne di nuovo all'impresa.

L'investitore – azionista infatti giudica la convenienza ad investire ulteriormente a titolo di rischio nell'impresa in relazione alla remunerazione, sotto forma di dividendo, che potrà percepire.

Tale vincolo al reinvestimento della ricchezza nuova prodotta dall'impresa viene spesso inserito tra i costi fissi che l'impresa quotata deve sostenere. Di fatto la politica dei dividendi rimane più correttamente un vincolo che opera nella fase dei rimborsi e delle remunerazioni:

- in presenza di risultati economici positivi, riducendo il potere d'acquisto disponibile all'impresa in qualità di autofinanziamento;
- in presenza di risultati economici negativi portando gli azionisti a chiedere il rimborso del capitale investito senza reinvestirlo in nuovi cicli di gestione.

4.7.3 *La redditività e il rischio*

Gli studi di finanza osservano che il ricorso a capitale proprio da parte dell'impresa potrebbe essere dettato da una crescita rilevante del rischio che incombe sulla realizzabilità delle previsioni di redditività future. Infatti in presenza di incerte prospettive di reddito, la finanza aziendale suggerisce di evitare il ricorso a forme di finanziamento facilmente revocabili, quali tipicamente quelle assunte a titolo di credito. Peraltro tale relazione causale tra redditività incerta e ricorso al capitale di rischio, in particolare di origine esogena, non sembra offrire una spiegazione adeguata alla scelta del soggetto economico di quotazione in borsa.

Le incerte prospettive di reddito influenzano negativamente le previsioni sui flussi di dividendi futuri, rendendo scarsamente attraente l'investimento per l'azionista; diversamente accade per le società per azioni a ristretta base azionaria (non quotate) dove i giudizi sulla convenienza ad investire si fondano su parametri differenti da quello dei dividendi.

4.7.4 *Il mercato*

In presenza di un mercato finanziario di limitata organizzazione le imprese, per reperire fonti di finanziamento allo sviluppo della propria attività, tenderanno a rivolgersi al sistema bancario.

Il soggetto economico d'impresa assumerà le proprie scelte finanziarie tenendo conto di tali vincoli e si rivolgerà per i capitali a titolo di rischio a fonti endogene e per capitali a titolo di credito a fonti esogene.

La scelta di quotarsi in borsa risulta essere quindi anche subordinata all'esistenza di un mercato finanziario efficiente in grado di rivolgersi, attraverso un'organizzazione per segmenti, alla grandi come alle piccole e medie imprese. L'efficienza dei mercati dipende sia dalle regole a tutela del risparmio, sia dal comportamento degli operatori, siano essi imprese, privati o investitori istituzionali.

Inoltre in presenza di una congiuntura negativa l'impresa si trova a fronteggiare, oltre ad una riduzione della domanda, un in-

cremento della concorrenza e un aumento dell'onerosità dei finanziamenti, anche un impoverimento delle fonti di finanziamento a disposizione.

In particolare le imprese di piccole e medie dimensioni non risultano appetibili sui mercati finanziari in quanto rappresentano un investimento il cui rendimento è soggetto ad elevato rischio; diversamente le grandi imprese, in quanto storicamente hanno superato numerosi momenti di crisi, potranno contare sulla quotazione in borsa per attingere capitale a titolo di rischio.

E' doveroso peraltro osservare come tali correlazioni tra ambiente e scelta di quotazione in borsa risultino di interesse limitato in quanto si fondano:

- sulla presunzione che un'impresa di grandi dimensioni sia in grado di superare meglio le crisi congiunturali rispetto ad un'impresa di piccole dimensioni (grande è bello);
- sull'analisi di trend storici di risultati economici positivi (tipico delle grandi e consolidate imprese) quando l'attenzione dovrebbe essere incentrata sulle prospettive future di redditività che possono caratterizzare anche le piccole e medie imprese in espansione.

4.7.5 *La struttura decisionale e le dimensioni aziendali*

Con la scelta di quotazione in borsa dei titoli della società il soggetto economico apre potenzialmente ad altri investitori la struttura decisionale che caratterizza l'impresa, ingenerando una serie di complesse questioni di *corporate governance*.

La volontà di procedere ad un'operazione di quotazione in borsa dei titoli della società può rispondere ad un'esigenza del soggetto economico:

- di ridurre, o di non incrementare, il proprio impegno finanziario diretto nell'impresa senza però ricorrere a forme di indebitamento che aggraverebbero il conto economico della società;

- di creare le condizioni per rendere agevole nell'immediato o in futuro la cessione del proprio pacchetto di controllo (problematiche di successione);
- di rendere altamente liquidabile nel breve termine un investimento effettuato a titolo di rischio, attraverso la vendita ad altri investitori;
- di aumentare la trasparenza della gestione e la controllabilità della stessa, migliorando il clima spesso conflittuale esistente con le banche creditrici e riducendo il costo del capitale preso a prestito (costi di agenzia).

Pur differenti tra loro tali cause che giustificano una scelta di quotazione in borsa sono accomunate dal fatto che richiedono al soggetto economico di affrontare complesse problematiche di *corporate governance*.

Con riferimento alle dimensioni aziendali gli studi di finanza aziendale hanno osservato come il modello storico di sviluppo delle piccole e medie imprese, diversamente dalle imprese di grandi dimensioni, sia caratterizzato da una crescita "autofinanziata"⁶⁵.

Il ricorso al capitale di rischio presso terzi è prerogativa delle imprese di dimensioni rilevanti il cui fabbisogno derivante dallo sviluppo impone un'apertura della compagine azionaria e la separazione tra proprietà e management. Nelle imprese di piccole e medie dimensioni, invece, esistendo un forte condizionamento da parte dell'imprenditore proprietario⁶⁶, lo sviluppo viene finanziato, oltre che con l'autofinanziamento, con capitale a titolo di rischio nei limiti delle disponibilità patrimoniali dello stesso o con capitale a titolo di credito nei limiti della disponibilità accor-

⁶⁵ Cfr. LORENZONI G., *L'architettura di sviluppo delle imprese minori*, Il Mulino, Bologna, 1990, pag.38; si veda anche BRUNETTI G., *Banche e imprese del Nord Est: un rapporto in evoluzione*, in Banco Ambrosiano Veneto (a cura di), Nord est. Fattori di competitività, Il Mulino, Bologna, 1996; MOMENTÈ F., *Finanza d'affari e sviluppo d'impresa*, Egea, Milano, 2000.

⁶⁶ Per un'analisi dinamica dei condizionamenti tra il sistema impresa, famiglia e proprietà, si veda il contributo di COMPAGNO C., *op. cit.*, 2003, pag. 26 e seguenti.

data dagli istituti di credito e della sopportabilità economica delle condizioni imposte per il credito concesso.

CAPITOLO QUINTO

GLI STUDI DI STRATEGIC MANAGEMENT E L'OPERAZIONE DI QUOTAZIONE IN BORSA

SOMMARIO: 5.1. Premessa. – 5.2. Finanza e sviluppo d'impresa. – 5.3. Il problema strategico. – 5.4. La nozione di strategia. – 5.5. L'evoluzione dei paradigmi strategici. – 5.6. L'analisi strategica. – 5.6.1. L'analisi dell'ambiente competitivo e dei suoi attori. – 5.6.2. L'analisi delle risorse umane. – 5.6.3. Implicazioni. – 5.7. La strategia e la crescita. – 5.8. La strategia di creazione del valore e l'operazione di quotazione in borsa. – 5.8.1. L'origine. – 5.8.2. Le implicazioni. – 5.8.3. La quotazione in borsa all'interno di una strategia di creazione del valore. – 5.9. Considerazioni conclusive.

5.1 Premessa

L'aumento della complessità dell'ambiente in cui opera l'impresa ha favorito gli studi, sulle problematiche strategiche a livello aziendale, finalizzati all'individuazione dei percorsi strategici che permettono alle imprese di conseguire i migliori risultati.

Nella formulazione delle strategie un'attenzione fondamentale è rivolta all'ambiente di riferimento e ai suoi attori ma anche la disponibilità delle risorse e delle competenze interne ossono condizionare fortemente la strategia perseguita. In quest'ottica riconoscere all'operazione di quotazione in borsa la valenza di scelta strategica significa affermare l'importanza di concentrare l'attenzione sul rapporto tra l'impresa e l'ambiente di riferimento.

Il focus dell'analisi dei fattori causali di una operazione di quotazione in borsa viene ad ampliarsi e a comprendere oltre alle esigenze finanziarie generate dalla gestione aziendale anche le

dinamiche che presiedono alle relazioni tra impresa e ambiente competitivo.

In tal modo la stessa scelta richiede un'attenzione particolare all'attività di gestione dell'operazione di quotazione nei suoi rapporti con il mercato finanziario e con gli altri attori che operano nell'ambiente ed è finalizzata allo sviluppo strategico delle attività d'impresa.

In altre parole è possibile affermare che la valenza strategica di una tale scelta permette di guardare alla Borsa Valori quale motore di sviluppo delle imprese e più in generale di essere strumento utile per il perseguimento dei fini dell'impresa¹.

Gli studi di *strategic management*, in quanto incentrati sul problema dell'individuazione del sistema di obiettivi capace di orientare le decisioni del soggetto economico all'interno dell'impresa in rapporto con l'ambiente esterno², consentono di approfondire la dinamica delle scelte strategiche che determinano nel soggetto economico la volontà di quotazione in borsa dei titoli della società.

Il punto di partenza di questo capitolo è l'individuazione dei termini del problema strategico e la conseguente definizione del concetto di strategia, che seppure con differenti accezioni hanno caratterizzato gli studi di strategic management dagli anni 50 fino ai giorni nostri.

Successivamente verrà affrontata l'analisi strategica nelle sue componenti principali riferite all'ambiente competitivo, alla tec-

¹ Pivato nel commentare i risultati dell'analisi empirica riportata da Perrini conclude che "in estrema sintesi, le società neoquotate concepiscono il finanziamento della crescita come una questione da risolvere attraverso la quotazione in Borsa anche se la riduzione dell'indebitamento negli esercizi precedenti l'ingresso sul mercato non esclude che abbiano accettato già la cultura del capitale di rischio da tempo prima con l'apertura agli investitori istituzionali", PIVATO S., *Introduzione*, in Perrini F., *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana – evidenze empiriche delle pmi*, Egea, Milano, 1999, pag.12.

² Cfr. VOLPATO G., *L'elaborazione della strategia*, in Volpato G. (a cura di), *La gestione dell'impresa*, Cedam, Padova, 1996; ANSOFF I.H., *Corporate Strategies*, Mc Graw Hill, New York, 1965 (trad.it. *Strategia aziendale*, Etas Kompass, Milano, 1968).

nologia e alle risorse interne, al fine di delineare il percorso tipico per pervenire alla formulazione delle strategie aziendali.

Lo studio delle cause di una scelta di quotazione in borsa viene così contestualizzato e letto in chiave strategica. In prima battuta, quanto emerge è che l'operazione di quotazione costituisce uno strumento di attuazione privilegiato di una strategia di sviluppo e crescita per l'impresa, proprio in relazione alle opportunità finanziarie e gestionali che la stessa offre. In particolare, date le specificità del mercato di riferimento (mercato finanziario) verrà approfondito il rapporto tra strategia di sviluppo intesa come strategia di creazione del valore e operazione di quotazione.

Il capitolo in conclusione presenterà i limiti conoscitivi ed interpretativi di un approccio strategico fondato sul criterio del valore alla descrizione della dinamica decisionale che caratterizza la scelta di quotazione; tali limiti sono rappresentati essenzialmente da una scarsa attenzione al ruolo delle risorse interne e da un'eccessiva enfasi sulla dimensione economico finanziaria del problema, tralasciando le dimensioni sociali e organizzative.

5.2 Finanza e sviluppo di impresa

L'esistenza di una correlazione forte tra finanza e sviluppo non rappresenta un concetto nuovo nell'ambito degli studi economico aziendali bensì la conseguenza logica dell'applicazione dei concetti di unitarietà e continuità della gestione aziendale³.

³ Brunetti ha osservato come uno sviluppo interdisciplinare meritevole di attenzione è rappresentato dall'interazione tra ricerche di direzione strategica (strategica management) e quelle di finanza aziendale. "La pianificazione strategica ha ignorato finora l'esistenza dei mercati finanziari o al massimo ha considerato la risorsa finanziaria come una risorsa data; d'altro lato, la dottrina finanziaria ha, di fatto, privilegiato l'approfondimento del comportamento dei mercati dei capitali, accontentandosi di formulare ipotesi non sufficientemente approfondite per il mercato dei beni reali. Il risultato è stato che queste due discipline hanno avuto sviluppi autonomi con scarsi collegamenti, non favorendo una visione integrata dei problemi e privando gli operatori di adeguati schemi contrattuali strategico- finanziari. L'azienda di oggi non può dimenticare il

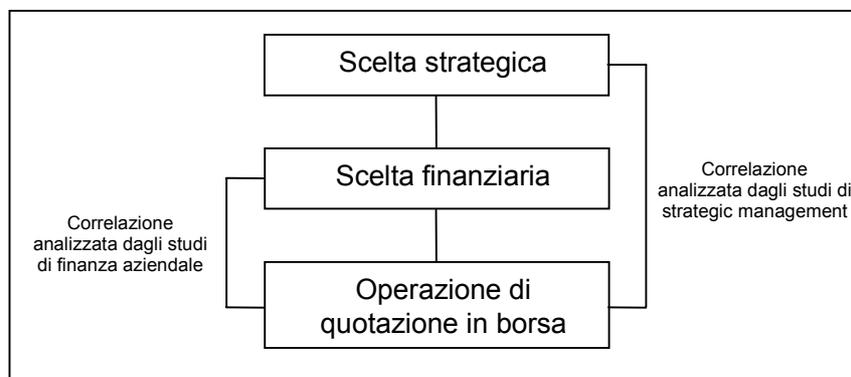


Figura 5. 1- *Analisi strategica e analisi finanziaria di una scelta di quotazione*

Come evidenziato in Figura 5. 1 mentre gli studi di finanza si sono concentrati prevalentemente sull'analisi della relazione tra scelte finanziarie e operazione di quotazione, gli studi di strategia guardano alle scelte di investimento che hanno generato l'assunzione di una tale scelta di ordine finanziario.

In altri termini lo studio dell'operazione di quotazione in ottica strategica richiede di ampliare la visuale d'analisi per ricomprendere quelle scelte di investimento che hanno generato all'interno della struttura e della gestione finanziaria una tensione particolare; particolare in quanto l'accezione di strategica alla scelta di investimento spetta in relazione al suo carattere di progettualità e di innovazione, non essendo sufficiente che essa sia di rilevante importo⁴. Così si osservi come non tutte le scelte di in-

collegamento tra queste due dimensioni e questo sollecita, da un lato, lo studio dei flussi finanziari nel tempo, tenendo conto degli apporti della dottrina strategica e, dall'altro, l'interpretazione degli schemi quantitativo-strategici con gli strumenti forniti dalla finanza aziendale", BRUNETTI G., *Evoluzione e recenti tendenze di sviluppo della finanza aziendale*, in Atti del Seminario Nazionale svoltosi a Cagliari su L'evoluzione della Finanza Aziendale, Clueb, Bologna, 1984, pag.19.

⁴ Come sottolinea Martelli le definizioni più ricorrenti di strategia rischiano di essere fuorvianti facendo credere che sia strategica ogni decisione importante. "Una decisione è strategica se importante solo se i suoi effetti sono tali da modificare in misura sostanziale la posizione relativa dell'impresa, vale a dire la sua posizione nell'ambiente di riferimento", MARTELLI A., *La strate-*

vestimento possono trovare correlazione con una scelta di quotazione in borsa, ma anche come non ogni scelta di investimento con natura strategica trovi necessariamente nella quotazione in borsa la scelta finanziaria più efficiente⁵. In altre parole la correlazione è possibile ma non certo l'unica.

Gli studi strategici in materia di quotazione in borsa non si pongono così in antitesi agli studi di finanza ma, dando per scontata la miglior correlazione fabbisogni-fonti di finanziamento, si concentrano sulla dimensione progettuale nella quale si inserisce tale scelta. Dalla quotazione come strumento ottimale per il riequilibrio della struttura finanziaria dell'impresa si passa quindi alla quotazione come strumento di attuazione di un progetto strategico.

Tali approcci di analisi ad una stessa operazione non sono alternativi bensì complementari nell'ambito di un quadro di riferimento economico aziendale. Infatti ogni tentativo di attribuire due finalità distinte ad una scelta di quotazione in borsa, l'una di riequilibrio della struttura finanziaria l'altra di sviluppo dell'attività, si scontra con l'esistenza di una correlazione spazio temporale tra le decisioni di investimento e le decisioni di finanziamento che caratterizza congiuntamente le scelte di quotazione in borsa⁶.

gia, in Costa G., Nacamulli R.C.D. (a cura di), *Manuale di Organizzazione Aziendale*, Vol.2, Utet, Torino, 1997, pag.33.

⁵ Jovenitti afferma che l'operazione di quotazione in borsa rappresenta solo una delle possibili operazioni di finanza straordinaria, dove per finanza straordinaria si intende "l'insieme di operazioni, soluzioni e atteggiamenti che l'alta direzione pone in essere per entrare, svilupparsi ma anche difendersi nell'ambito della fase finanziaria", in quanto tale l'operazione presenta le caratteristiche della non ripetitività, rilevante dimensione, esternalità e ambito aziendale, JOVENITTI P., *L'operazione di finanza straordinaria*, in *Trattato di Economia delle Aziende Industriali*, Tomo II, Egea, Milano, 1988, pag.303.

⁶ Una conseguenza importante di una visione unitaria della gestione sia nello spazio che nel tempo è rappresentata dalla vanificazione della distinzione tra finalità finanziaria e finalità strategica dell'operazione di quotazione in Borsa. Le due finalità infatti trovano composizione nell'unico processo evolutivo dell'impresa dove è possibile ricorrere alla quotazione per riequilibrare la struttura finanziaria in funzione di uno sviluppo futuro; ma è possibile anche ricorrere alla quotazione per sviluppare l'attività d'impresa grazie

Diversamente l'analisi della decisione di quotazione in borsa all'interno degli studi di strategia presenta il limite, proprio di una disciplina specialistica, di soffermarsi sulla decisione strategica di sviluppo quale fattore determinante una decisione di quotazione in borsa.

Così mentre gli studi di finanza si sono concentrati sull'analisi della relazione causale tra problema finanziario e operazione di quotazione, gli studi di *strategic management* hanno approfondito il nesso causale tra problema strategico e operazione di quotazione.

5.3 Il problema strategico

Il problema strategico di un'impresa attiene all'individuazione di un modello di interazione tra l'impresa e l'ambiente capace di assicurare alla stessa la sopravvivenza e lo sviluppo nel tempo. Il problema presenta una natura essenzialmente prospettica e si caratterizza per un'analisi concentrata sulle caratteristiche di fondo del rapporto tra impresa ed ambiente.

Drucker ha esplicitato il problema strategico attraverso due domande principali: quale è l'attività dell'impresa e quale dovrebbe essere⁷. Tali interrogativi sintetizzano efficacemente il rapporto tra l'impresa e l'ambiente: il primo pone l'attenzione sulla necessità di conoscere le decisioni produttive, gestionali, organizzative e di mercato assunte nell'impresa; il secondo evidenzia l'esigenza di adeguarle tempestivamente e modificarle al fine del mantenimento della vitalità economica dell'impresa.

In altre parole il problema affrontato dagli studi strategici attiene all'individuazione e all'analisi dei percorsi evolutivi delle singole imprese, dati l'ambiente esterno e la complessità interna.

all'opportunità di accedere ad un canale di finanziamento permanente e flessibile per sanare le tensioni finanziarie che si presenteranno in seguito alla crescita aziendale. Per approfondimento si veda PERRINI F., *op.cit.*, 1999 (a).

⁷ Cfr. DRUCKER P.F., *The Practice of Management*, Harper & Row, New York, 1956.

Analizzare pertanto il problema strategico significa affrontare lo studio del processo evolutivo delle imprese rispetto a due elementi: i fattori interni e i fattori esterni all'impresa stessa⁸.

E' interessante studiare l'interazione tra impresa ed ambiente esterno sotto due profili: un primo a carattere sistemico, un secondo con riferimento ai soggetti.

	<i>Impresa</i>	<i>Ambiente</i>
<i>Soggetti</i>	Imprenditore Vertice direzionale (Decisori strategici)	Attori dell'ambiente competitivo e di riferimento
<i>Sistemi</i>	Struttura organizzativa	Strutture dell'ambiente competitivo e di riferimento

Figura 5. 2 *Rapporti rilevanti: soggetti/ sistemi; impresa/ ambiente* (Fonte: Rispoli M., *op. cit.*, 1998, pag. 19)

Nella matrice (Figura 5. 2) il concetto di impresa impiegato fa riferimento ad una concezione sistemica della stessa⁹, mentre il

⁸ RISPOLI M., *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*, Il Mulino, Bologna, 1998, pag. 18 e seguenti.

⁹ La visione sistemica riveste grande importanza negli studi economico aziendali. A tal proposito si veda BERTINI U., *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, 1990; AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *Lezioni di economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1989; FERRERO G., *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, 1980; ZAPPA G., *op. cit.*, Tomo I, 1957; SCIARELLI S., *Il sistema d'impresa*, Cedam, Padova, 1985; MASINI C., *Lavoro e risparmio. Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1979; SARACENO P., *La produzione industriale*, Libreria Universitaria Editrice, Venezia, 1978; CODA V., *L'analisi delle relazioni causa-effetto nel governo delle imprese*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n.2, 1983; FORRESTER J.W., *Principles of System*, Wright Allen Press, 1968 (trad. it. *I principi dei sistemi*, Etas Kompass, Milano, 1974); AMADUZZI A., *Economia aziendale. Principi e procedure*, Cacucci, Bari, 1982; PAGANELLI O., *Il sistema aziendale*, Clueb, Bologna, 1977.

concetto di ambiente attiene alla definizione di ambiente di riferimento, cioè quello col quale l'impresa interagisce¹⁰.

La matrice permette di evidenziare come il problema strategico debba essere affrontato tenendo in considerazione che la sintetica relazione impresa - ambiente pone in gioco più soggetti, quali l'imprenditore e gli attori dell'ambiente di riferimento, e differenti sistemi, quali la struttura organizzativa e la struttura dell'ambiente.

Viene ribadita così l'importanza per il soggetto economico che affronta il problema strategico di analizzare contemporaneamente sia la struttura organizzativa esistente¹¹, sia l'ambiente nelle sue caratteristiche e nei suoi attori al fine di assumere decisioni strategiche in grado di esercitare un impatto sulla posizione competitiva dell'impresa rispetto all'ambiente stesso¹².

¹⁰ L'ambiente di riferimento viene spesso considerato coincidente con il solo mercato di sbocco e la strategia a sua volta viene definita solo in relazione ad esso. In realtà l'estensione da attribuire al concetto di ambiente di riferimento è più ampia ed abbraccia tutti i mercati con i quali l'impresa si trova ad interagire (ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997). Il problema strategico attiene quindi al posizionamento strutturale ricercato simultaneamente nei diversi mercati e con gli interlocutori, cfr. MAZZOLA P., *La diagnosi strategica nella gestione dell'impresa*, Egea, Milano, 1996. Grant distingue un mercato dei produttori dal mercato degli intermediari commerciali quale ad esempio quello finanziario, cfr. GRANT R.M., *Contemporary Strategy Analysis. Concepts, Techniques, Applications*, Blackwell, Oxford, 1991 (trad.it. *L'analisi strategica nella gestione aziendale*, Il Mulino, 1994).

¹¹ Lo studio del rapporto tra strategia e struttura organizzativa è una costante nei modelli di strategica management. E' necessario a tal proposito ricordare che tale relazione così come impostata da Chandler (1962) ha subito una notevole evoluzione. L'assioma di Chandler secondo il quale la strategia determinava la struttura in modo unidirezionale si è rivelato solo temporaneamente valido a descrivere la realtà dei fatti aziendali. Tale risultato derivante da una serie di studi strategici applicati è stato superato da una visione strategica che sostiene l'importanza di progettare contemporaneamente la strategia e la struttura. Cfr. MARTELLI A., *op.cit.*, 1997.

¹² Si veda DONNA G., *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1992, pag.6. Altri autori si soffermano maggiormente sul carattere di immodificabilità delle scelte strategiche o su quello di non ripetitività, cfr. PANATI G., GOLINELLI G.M., *Tecnica economica industriale e commerciale. Imprese strategie e management*, Nis, Roma, 1990; SCIARELLI S., *op. cit.*, 1985.

Infine si osservi come seppure il problema strategico si ponga come unico per l'impresa in un dato periodo di tempo, le decisioni strategiche possono essere molte, formulate a differenti livelli e interessare funzioni aziendali differenti¹³.

5.4 La nozione di strategia

Le eterogenee definizioni e i diversi contenuti della strategia nell'evoluzione degli studi di *strategic management* si caratterizzano per la costante assenza di ricerca di un corpus unitario di principi generali validi indipendentemente dal contesto temporale, sociale ed economico in cui le decisioni strategiche vengono assunte¹⁴.

Le differenze tra scuole di strategia aumentano al crescere poi della complessità di governo dell'impresa, connessa sia all'ambiente che all'organizzazione interna all'impresa stessa¹⁵.

In generale la strategia potrebbe essere definita come l'insieme delle soluzioni individuate dal soggetto economico in riferimento ad un problema di relazione tra l'impresa e l'ambiente¹⁶ (Figura 5. 3).

¹³Cfr. GRANT R.M., *op.cit.*,1991; HAX A. C., MAJLUF N.S., *The Strategy Concept and Process: a pragmatic Approach*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1991 (trad. it., *La gestione strategica dell'impresa*, Edizioni scientifiche Italiane, Napoli,1991); HOFER C.W., SCHENDEL D., *Strategy formulation: Analytical Concepts*, West Publishing Company, 1978, (trad. it., *La formulazione della strategia aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1984), CANZIANI A., *La strategia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1984; INVERNIZZI G., *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, Mc Graw Hill, 1999.

¹⁴ Per un'argomentazione approfondita di tale osservazione si veda VOLPATO O., *op. cit.*, 1989.

¹⁵ Invernizzi afferma che la complessità di governo delle imprese dipende dal variare di tre fattori: 1) il grado di dinamismo e di discontinuità ambientale; 2) la numerosità e il grado di correlazione tra le combinazioni prodotto-mercato-tecnologia; 3) il ritmo di crescita dell'impresa; Invernizzi, G., *Modelli e approcci per la gestione strategica*, in INVERNIZZI G., CORTESI A., RUSSO P., *Gestione strategica d'impresa*, Egea, Milano, 1994.

¹⁶ Cfr. GRANT R.M., *op. cit.*, 1994.

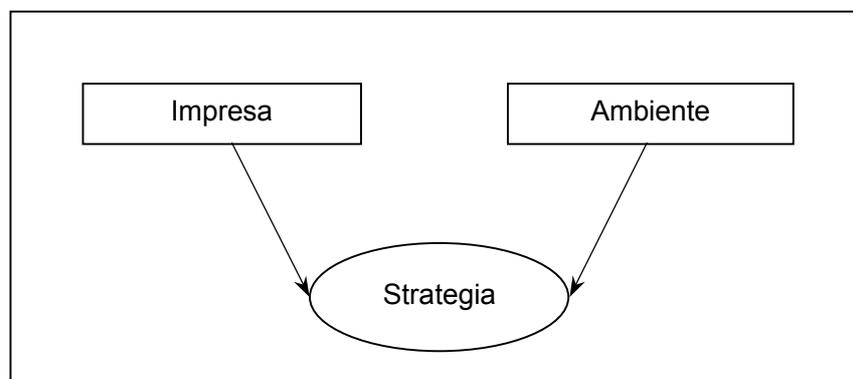


Figura 5.3- *Impresa, ambiente e strategia*

L'analisi delle soluzioni adottate consente agli studiosi di spingersi alla comprensione di quali sono e come si strutturano i vantaggi competitivi delle imprese che permettono alle stesse di differenziarsi e di superare gli avversari con riferimento al loro obiettivo primario.

Emerge così fin dai primi studi anglosassoni un approccio di analisi profondamente differente rispetto a quello proprio degli studi economico aziendali italiani: il primo teso ad individuare le cause dei differenti vantaggi competitivi delle imprese, il secondo è invece orientato a teorizzare dei principi generali comuni ad ogni processo strategico.

Gli studiosi anglosassoni impostano il problema strategico e la soluzione allo stesso mediante un approccio di tipo normativo funzionale, pervenendo all'individuazione di modelli di razionalità relativa utilizzabili dal management d'impresa. Tali modelli, peraltro, composti da principi, tecniche e metodi circoscrivibili nell'ambito degli specifici contesti analizzati, risentono di un rischio di generalizzazione troppo elevato al di fuori dello specifico ambito di formulazione.

Diversamente la dottrina economico aziendale italiana, Zappa *in primis*, ha affrontato le problematiche strategiche all'interno dell'istituto economico impresa secondo un approccio di tipo og-

gettivo-operazionale¹⁷. L'interesse per la problematica strategica quindi non si esaurisce nell'individuazione di modelli di analisi delle relazioni più frequenti tra impresa e ambiente ma si sposta ad affrontare le questioni attinenti le decisioni fondamentali per la sopravvivenza e lo sviluppo dell'impresa.

La ricerca della vitalità economica durevole rappresenta il punto di partenza per la formulazione di principi generali ai quali deve ispirarsi anche la definizione delle strategie aziendali.

In questo capitolo il riferimento è essenzialmente agli studi strategici specialistici, cioè non riconducibili ad una visione unitaria dell'impresa, che hanno rappresentato la base di studio delle problematiche strategiche connesse ad un'operazione di quotazione in borsa.

5.5 L'evoluzione dei paradigmi strategici

L'impiego del concetto di evoluzione negli studi di *strategic management* è logica conseguenza dell'assenza di un *corpus* di principi generali condivisi.

L'evoluzione risponde così alla necessità di adeguare, al variare della complessità di governo dell'impresa, i modelli individuati per l'interazione tra impresa ed ambiente. Così i modelli che si susseguono negli anni differiscono tra loro in relazione al maggior grado di attenzione che prestano ad alcuni fattori interni o ai fattori esterni¹⁸, in relazione al grado di analiticità del mo-

¹⁷ Per un approfondimento della tematica si veda: VOLPATO O., *I fondamenti delle strategie d'impresa nell'opera di Gino Zappa visti alla luce delle evoluzioni in corso*, in AA.VV., *Strategie e politiche aziendali*, Clueb, Bologna, 1989; CANZIANI A., *op. cit.*, 1984.

¹⁸ Il riferimento è al momento dell'analisi strategica dove alcuni Autori hanno privilegiato la conoscenza dell'ambiente esterno e del comportamento dei suoi attori (PORTER M., 1980; 1985) mentre altri studiosi hanno affermato l'importanza di guardare più alle risorse per comprendere il vantaggio competitivo delle imprese e conseguentemente formulare la strategia aziendale. Mentre i modelli di tipo competitivo hanno caratterizzato i primi studi di strategia, solo di recente si sono affermati modelli che pongono a fondamento della gestione strategica dell'impresa i processi che presiedono lo sviluppo delle risorse dell'impresa. Invernizzi (1994) raggruppa tali approcci nel mo-

dello¹⁹ e per le diverse modalità con cui si perviene alla soluzione strategica.

L'analisi di tali paradigmi nel loro succedersi nel tempo ha portato a delineare un percorso²⁰ che vede il passaggio progressivo da studi incentrati sulla decisione strategica a studi orientati

dello delle imprese eccellenti affermando che il pregio principale degli stessi attiene all'aver esplicitato l'importanza di approfondire con ulteriori studi le problematiche connesse alle risorse soft che intervengono nella formulazione della strategia, quali leadership, imprenditorialità, intuizione, motivazione, competenze chiave e capacità di base (pag. 20). Cfr. HAMEL G. PRAHALAD C.K., *Strategica Intent*, in Harvard Business Review, May-June 1989; ITAMI H., *Mobilizing Invisible Assets*, 1987 (trad. it. *Le risorse invisibili*, Isedi, Torino, 1988); PASCALE R.T., ATHOS A.G., *The art of Japanese Management: Applications for American Executives*, Simon & Schuster, New York, 1981; PETER T.J., WATERMAN R.H., *In search of Excellence. Lessons from America's Best-Run Companies*, Harper & Row, New York, 1982, ma anche BARNEY J.B., *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, in Journal of Management, vol.17, n.1, 1991; GRANT R.M., *op. cit.*, 1991; HAMEL G. PRAHALAD C.K., *Core Competencies*, in Harvard Business Review, vol.68, n.3, 1990, REED R., DE FILIPPI R.J., *Causal Ambiguity, Barriers to Imitation, and Sustainable Competitive Advantage*, in Academic of Management Review, Vol.15, n.1, 1990.

¹⁹ Un elevato grado di analiticità caratterizza quei paradigmi strategici che centrano la propria attenzione soprattutto sull'individuazione e lo sviluppo di strumenti di analisi strategica (cfr. HOFER CH. W., SCHENDEL D., *op. cit.*, 1978). In particolare Invernizzi (1994) riconduce a modello analitico il cd. "metodo del valore" in quanto definibile come insieme di strumenti funzionali alla valutazione della convenienza economica degli investimenti (capital budgeting). Il progetto strategico viene quindi considerato come un insieme sequenziale di scelte di investimento e di disinvestimento con un riferimento temporale di medio lungo termine. Cfr. RAPPAPORT A., *Creating Shareholder Value: the new Standard for business performance*, The Free Press, new York, 1986 (trad. it. *La strategia del valore*, Franco Angeli, Milano, 1989); BUTTIGNON F., *La strategia aziendale e il valore economico del capitale*, Cedam, Padova, 1990; DONNA G., *op. cit.*, 1992; GUATRI L., MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992.

²⁰ "Ove si intendesse tratteggiare sinteticamente l'evoluzione della concettualizzazione in tema di strategia d'impresa, basterebbe fare rifarsi alle seguenti parole chiave utilizzate dagli autori nel trascorrere degli anni, che identificano altrettante tappe del pensiero strategico: 1)decisione strategica, 2)gestione strategica e 3)cultura e strategia"; INVERNIZZI G., *op.cit.*, 1994, pag.7.

alla conoscenza delle dinamiche di gestione strategica fino a pervenire all'approfondimento della relazione tra cultura e strategia²¹.

E' possibile pertanto individuare una prima grande distinzione all'interno degli studi di *strategic management*: da una parte quegli studi che guardano alla strategia come insieme di azioni ed obiettivi; dall'altra quegli studi che si soffermano sulla strategia come sistema di decisioni processuali²².

Un'ulteriore distinzione riscontrabile all'interno degli studi di *strategic management* opera sulle differenti modalità di individuazione dei contenuti della strategia stessa. Si suole distinguere una metodologia di definizione degli obiettivi e azioni della strategia che opera *ex ante* e vede la strategia come un progetto, un disegno progettuale, da una che opera *ex post* e che affronta il tema strategico privilegiando il piano dell'azione a quello della decisione²³.

La metodologia progettuale riporta all'importanza di un sistema di programmazione e controllo dove la strategia attiene alla definizione di obiettivi e azioni a priori in modo razionale. La

²¹ Lo studio che ha segnato l'inizio di questa visione della strategia è individuato da INVERNIZZI (1994) in quello di PETER T.J., WATERMAN R.H., *op. cit.*, 1982.

²² "In questi studi la strategia viene vista come visione, dipendente dal livello di conoscenza dell'impresa, che si modifica continuamente attraverso l'apprendimento. La strategia diviene così la risultante delle scelte compiute e non solo la loro determinante e quindi va continuamente ridisegnata", SCIARELLI M., *Processo decisionale e valutazione strategica*, Cedam, Padova, 1996; cfr. MURDOCK R.G., *Nature of Planning and Plans*, in *Advanced Management Journal*, vol.30,n.4., 1965; KOONTZ H., O'DONNELL C., *Principles of Management*, McGraw Hill, New York, 1968.

²³ Tali studi sottolineano come i modelli progettuati in realtà siano basati sulla teorizzazione delle scelte strategiche rivelatesi a posteriori come comportamenti di successo. La critica verso i modelli progettuati attiene pertanto alla rigida e formale sequenza tra momento della formulazione e momento dell'implementazione della strategia. Cfr. TEECE D.J., *Economic analysis and strategic management*, in *California Management Review*, XXVI, n.3, 1984; WEICK K.E., *I sostituti della strategia d'impresa*, in Teece D.J. (a cura di), *La sfida competitiva*, Mc Graw Hill, Milano, 1989. Per un approfondimento bibliografico si veda SCIARELLI M., *op. cit.*, 1996.

formalizzazione delle scelte, il controllo dell'esecuzione e i meccanismi di correzione seguono una sequenza prevalentemente *top-down*.

La seconda metodologia, di tipo adattivo, è incentrata sull'individuazione dei comportamenti effettivi delle imprese per condurre un'analisi delle variabili critiche e comprendere le fonti del vantaggio competitivo.

Nell'ambito pertanto di una formulazione della strategia in termini di obiettivi e finalità dell'impresa nel lungo periodo *i modelli normativo-progettuali* tendono ad individuare ex ante quale dovrebbe essere il percorso strategico che un'impresa dovrebbe seguire²⁴. A tali modelli sono riconducibili il cd. paradigma della scuola di Harvard che si fonda sulla distinzione tra formulazione ed implementazione della strategia²⁵, ma anche quelli formulati all'interno del filone di studi sulla pianificazione strategica²⁶ e di quello sulle strategie competitive²⁷.

In questi modelli la strategia è vista come un insieme di obiettivi che delinea le politiche di posizionamento e sviluppo dell'impresa sia a livello di corporate che con riferimento al singolo business²⁸. L'attività di formulazione a priori di tale schema

²⁴ I primi lavori che affrontano in modo sufficientemente sistematico la formulazione della strategia come disegno progettuale sono rappresentati dagli scritti di DRUCKER P., *op. cit.*, 1954 e CHANDLER A.D. *Strategy and Structure*, Mit Press, Cambridge, 1962.

²⁵ Cfr. ANDREWS K., *The concept of Corporate Strategy*, Irwin, Homewood, 1971.

²⁶ Cfr. HOFER CH. D., SCHENDEL D., *op. cit.*, 1978); ANSOFF H.I., *Implanting strategic management*, Prentice Hall, 1984.

²⁷ Gli studi di Porter sul comportamento competitivo delle imprese rientrano a pieno titolo in un'impostazione progettuale del problema strategico; cfr. PORTER M. E., *Competitive Strategy: Techniques for analyzing Industries and Competitors*, The Free Press, New York, 1980 (trad. it. *La strategia competitiva*, Clueb, Bologna, 1982); PORTER M. E., *Competitive Advantage. Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, New York, 1985, (trad. it. *Il vantaggio competitivo*, Ed. Comunità, 1987); PORTER M. E., *Competition in Global Industries*, Harvard Business School Press, Boston, 1986 (trad. it. *Competizione globale*, Isedi, Torino, 1987).

²⁸ Lacchini riporta la definizione di strategia fatta propria dagli studi presso la Harvard Business School a partire dalla seconda metà degli anni 60: la

di decisioni viene articolata in quattro momenti fondamentali di l'analisi: ambiente esterno (rischi/opportunità), situazione interna all'impresa (punti di forza e debolezza), sistemi di valore degli attori chiave dell'impresa e obblighi sociali dell'impresa.

Le principali critiche a tale impostazione attengono sia alla dinamica del processo di formulazione della strategia sia alla natura dello stesso.

Innanzitutto con riferimento alla dinamica del processo, l'ipotesi di una relazione forte tra formulazione della strategia e pianificazione strategica tende a venir meno quanto più aumentano le condizioni di turbolenza ambientale; inoltre il ruolo della struttura organizzativa e delle risorse interne assume sempre più importanza nella definizione di una posizione strategica sostenibile nel tempo.

Con riferimento alla natura del processo decisionale si assiste all'emergere di modelli di analisi strategica incentrati sulla sperimentazione di nuove direzioni di marcia e sull'importanza del processo rispetto al contenuto, cioè del fattore tempo e della intuizione nell'ambito della definizione della strategia²⁹.

Mentre questi ultimi sono riconducibili ad un approccio alla strategia intesa come risultante delle scelte assunte, rimanendo invece nell'ambito di una visione contenutistica della strategia è possibile osservare come le critiche alla dinamica del processo

strategia è "lo schema di decisioni in un'impresa che determina e rivela i suoi obiettivi, intenti e scopi, produce le principali politiche e piani per raggiungere detti scopi e definisce il campo d'affari servito, il tipo di organizzazione umana che essa è o intende essere e la natura del contributo economico e non economico che intende apportare agli azionisti, ai dipendenti, ai consumatori e alla comunità", in LACCHINI M., *Strategia aziendale – Elementi di teoria*, 1988.

²⁹ Normann sostiene che i processi strategici "possono essere meglio compresi e controllati se trattati come processi di apprendimento" e non come processi decisionali come sostiene invece ANSOFF H.I. (*op. cit.*, 1965); si veda per un approfondimento critico del modello della business idea di Normann (NORMANN R., *Management for Growth*, John Wiley & Sons, 1977; trad. it. *Le condizioni di sviluppo dell'impresa*, Etas, Milano, 1979); INVERNIZZI G., *op. cit.*, 1994; SCIARELLI M., *op. cit.*, 1996.

siano sfociate nella formulazione di un approccio alla definizione di obiettivi strategici dell'impresa di tipo fattuale.

Si tratta dei paradigmi strategici che hanno come scopo quello di analizzare il percorso intrapreso da ciascuna impresa alla luce degli obiettivi strategici che erano stati prefissati dal soggetto economico.

La dimensione progettuale di fatto non viene abbandonata bensì integrata dinamicamente con la dimensione di quanto viene realizzato effettivamente sulla base di una continua analisi dell'ambiente esterno e delle risorse interne³⁰.

La formulazione e l'implementazione sono così due momenti di un unico processo di apprendimento che sfocia nella strategia realizzata, che sussume in sé sia la strategia deliberata sia la strategia emergente³¹. In tal modo è riconosciuto alle strategie decise un ruolo di guida nella gestione delle imprese supportato però da meccanismi di improvvisazione e fiducia³² che possono determinare uno scostamento più o meno ampio tra le azioni pianificate e quelle realizzate³³.

³⁰ Si tratta rispettivamente del paradigma dell'incrementalismo logico così definito da Quinn (QUINN J.B., *Formulating strategy one step at a time*, Journal of Business Strategy, 1981) e della resource based Theory (GRANT R.M., *op. cit.*, 1991). E' possibile osservare come entrambi i modelli non discutono il principio della sequenzialità all'interno del processo di definizione delle strategie ma riconoscono nei fatti l'importanza all'interno della dinamica del processo strategico di partire rispettivamente dall'analisi dell'ambiente e dall'analisi delle risorse interne.

³¹ Cfr. MINTZBERG H., WATERS, J.A., *Of Strategies, Deliberate and Emergent*, in Strategic Management Journal, Vol.6, 1985 (trad. it. *La formazione della strategia*, in Problemi di gestione, n.10, 1987).

³² "La strategia è un caso fortunato razionalizzato con intelligenza" Cfr. DE BONO E., *Tactics: the art and science of success*, 1984.

³³ Il riferimento è agli studi sulle strategie emergenti di Mintzberg i quali costituiscono un importante contributo alle analisi sui processi strategici. Mintzberg sostiene che il concetto di pianificazione strategica nella sua dimensione progettuale non consenta di studiare il processo di formazione delle decisioni strategiche. Si distingue invece tra strategia intenzionale (che accoglie l'intenzione del soggetto economico di assumere un progetto di sviluppo), strategia decisa (che coincide con quella parte dell'intenzione strategica risultata conveniente alla luce dell'analisi dei fattori interni ed esterni all'impresa), strategia emergente (cioè quella strategia che non aveva trovato esplicitazione)

A conclusione di questa analisi critica sull'evoluzione dei paradigmi strategici che hanno caratterizzato gli studi di *strategic management* a partire dagli anni Sessanta è importante soffermarsi su alcune questioni.

La prima attiene all'importanza di ribadire come ciascuno di essi presentasse una validità contingente al periodo storico e alle condizioni nelle quali aveva trovato formulazione; la pretesa di attribuire agli stessi una valenza universale nella trattazione dei temi di strategia si è rivelata eccessiva³⁴. Diviene importante così seguire entrambe le metodologie di analisi del problema strategico individuando da una parte gli obiettivi e le azioni da intraprendere ex ante ma tenendo in considerazione i risultati derivanti dall'implementazione delle strategie passate³⁵.

Una seconda osservazione prende le mosse dal fatto che l'eccessiva generalità che ha caratterizzato e caratterizza tuttora la nozione di strategia ha spinto gli studiosi all'individuazione di rimedi operativi per agevolarne la formulazione.

Un primo rimedio consiste nell'elaborazione di una casistica di possibili alternative strategiche, quali strategia di crescita, di differenziazione, di diversificazione e di integrazione, che a date condizioni di settore (ambiente) e di impresa (fattori interni) sono preferibili l'una all'altra.

e strategia realizzata, data dalla strategia deliberata e dalla strategia emergente. Cfr. MINTZBERG H., WATERS J.A., *op. cit.*, 1985; ma anche MINTZBERG H., *The Rise and Fall of Strategic Planning*, Prentice Hall International, Hertfordshire, 1994., (trad.it. Ascesa e declino della pianificazione strategica, Isedi, Torino, 1996)

³⁴ A tal proposito Volpato afferma inoltre che "una stessa strategia non può essere adatta per due imprese anche se operanti nello stesso settore e nello stesso momento", VOLPATO O., *op.cit.*, 1996.

³⁵ Una definizione di strategia che tenga conto della duplice dimensione progettuale e fattuale al tempo stesso potrebbe essere ritrovata in Rispoli il quale, nell'ambito di un approccio contenutistico alla strategia, non presta peraltro particolare attenzione alla distinzione ex ante - ex post nell'analisi del problema strategico. La strategia infatti è vista come l'insieme dei contenuti delle azioni che un'impresa intende intraprendere o ha attuato con riferimento ad una specifica situazione dinamica dei soggetti e dell'ambiente, cfr. RISPOLI M., *op.cit.*, 1998, pag. 24.

L'individuazione di specifiche relazioni *if...then*, tipiche del paradigma harvardiano, rende peraltro questo tipo di rimedio imperfetto in quanto vi sono sempre delle ipotesi non previste, talvolta anche in grado di invalidare le relazioni già codificate³⁶.

Un secondo rimedio passa attraverso la contrazione delle variabili che governano il processo strategico. Tale riduzione è operata attraverso la semplificazione della realtà aziendale e l'individuazione di una o due variabili-chiave che condizionano gli stadi dell'evoluzione dell'impresa.

Un tipico esempio è il modello di sviluppo della strategia d'impresa sulla base del ciclo di vita del prodotto³⁷, sulla base della crescita dimensionale dell'impresa o ancora sulla base della curva di apprendimento.

³⁶ L'impostazione della scuola di Harvard ha subito di recente un notevole impulso grazie all'elaborazione di Porter (1980;1985) che ha concorso ad assegnare un maggior peso all'analisi della struttura settoriale in cui opera l'impresa. A questo proposito si veda VOLPATO O., *op.cit.*, 1996; ABELL D.F., *Defining the Business: The starting point of strategica planning*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1980 (trad. it. *Business e scelte aziendali*, Ipsosa, Milano, 1986); EMINENTE G., *Pianificazione e gestione strategica dell'impresa*, Il Mulino, Bologna, 1981; RISPOLI M., *Le strategie*, in "L'impresa industriale. Economia e Management", (a cura di Rispoli), Il Mulino, Bologna, 1984; FACCIPIERI S., *Concorrenza dinamica e strategie d'impresa*, Cedam, Padova, 1988.

³⁷ Il modello del ciclo di vita del prodotto è proprio degli studi di marketing; in particolare si veda ROGERS E.M., *The diffusione of Innovation*, Free Press, New York, 1962; LEVITT T., *Exploit the product life cycle*, in *Harvard Business Review*, nov.-dic., 1965; KOTLER P., *Marketing Management: Analysis, Planning and Control*, Prentice – Hall, New York, 1984.

Diversi sono gli studi strategici che partendo da tale ciclo cercano di semplificare la previsione dello sviluppo futuro dell'impresa e conseguentemente la formulazione della stessa strategia.

Grant propone il modello di ciclo di vita del settore dove l'evoluzione del settore è determinata da due fattori: l'incremento della domanda e la creazione e la diffusione della conoscenza, GRANT, R.M., *op.cit.*, 1991, pag.244.

Per un'analisi critica sull'impiego previsionale e strategico del ciclo di vita del prodotto si veda VOLPATO O., *Per una ridefinizione dell'approccio strategico. Il ciclo di trasformazione del settore*, in *Economia e politica industriale*, n.26, 1980.

Queste semplificazioni sono spesso efficaci per una prima comprensione della realtà da parte di un osservatore esterno all'impresa³⁸ ma difficilmente si rivelano in grado di prevedere le reali condizioni di sviluppo futuro proprie di ogni singola impresa sulle quali si fonda la formulazione della strategia aziendale.

Una terza ed ultima questione attiene al grado di analiticità intrinseco alla stessa elaborazione dei paradigmi strategici³⁹.

Un elevato grado di analiticità caratterizza quei modelli di analisi dove la strategia è data da una sequenza di singole decisioni di investimento e disinvestimento da assumere all'interno dell'impresa⁴⁰; all'opposto un grado di analiticità contenuto guarda alla strategia come ad un progetto unitario dal quale poi discendono le singole decisioni di investimento e di disinvestimento.

I primi sono tesi all'individuazione degli strumenti di analisi strategica mentre i secondi privilegiano l'analisi del rapporto di interazione prescelto dall'impresa con l'ambiente di riferimento.

L'adozione di modelli strategici di tipo analitico, quale quello della strategia del valore, richiede la presenza di un elevato grado di stabilità dello scenario competitivo e di un elevato grado di condivisione nella struttura delle scelte strategiche assunte dal management.

Diversamente in presenza di un ambiente fortemente dinamico il soggetto economico può trovare più utile riferirsi ad un progetto strategico non analitico che, consentendo di formulare le strategie più adatte al momento, permette di pervenire al conseguimento degli obiettivi prefissati. Il fatto che la strategia nelle sue linee generali sia condivisa dalla struttura organizzativa favorisce poi un'implementazione delle singole strategie prescelte di

³⁸ Si veda come Volpato identifica tale impostazione come propria delle società di consulenza che in quanto tali si accostano alla formulazione della strategia aziendale in qualità di soggetti esterni, VOLPATO O., *op.cit.*, 1996, pag.994.

³⁹ Le considerazioni che seguono riferite al grado di analiticità di una strategia possono essere applicate sia a livello *corporate* che a livello di *business*.

⁴⁰ Cfr. RAPPAPORT A., *op.cit.*, 1986.

volta in volta nei tempi richiesti dalla dinamicità dell'ambiente stesso.

5.6 L'analisi strategica

Dopo aver delineato i concetti di problema strategico e di strategia è necessario soffermarci sul processo che partendo dall'analisi del problema perviene alla formulazione della strategia adatta a risolverlo.

La strategia viene così a definirsi come l'insieme degli obiettivi e delle azioni necessarie per passare da uno stato attuale di relazione impresa-ambiente ad uno futuro desiderato. Questo processo, che termina con la formulazione della strategia, viene definito analisi strategica⁴¹.

L'oggetto dell'analisi strategica si articola generalmente con riferimento alle due componenti del modello di interazione che caratterizzano il problema strategico, l'ambiente competitivo con i suoi attori e l'impresa nelle sue risorse e nelle sue competenze, ed è finalizzato ad avere coscienza delle relazioni causa effetto che collegano le dinamiche esterne ad elementi interni.

Lo spazio dedicato negli studi di *strategic management* alla ricerca di un metodo di analisi strategica rigoroso fondato su un sistema informativo attendibile trova la sua ragione d'essere nelle ipotesi sulla razionalità del soggetto che conduce l'analisi e assume le decisioni.

⁴¹ Rispoli afferma che "l'analisi strategica è un processo più o meno formalizzato che produce le informazioni e le conoscenze necessarie, da un lato per comprendere la situazione strategica dell'impresa e dall'altro per analizzare i problemi che ne derivano", RISPOLI M., *op.cit.*, 1998, pag. 33. Mazzola vede la diagnosi strategica come un'attività sequenziale in cui le fasi iniziali guidano il successivo lavoro di approfondimento, determinandone direzione, ampiezza e intensità. Egli prospetta inoltre una possibile articolazione del processo di analisi in: a) monitoraggio dell'esistenza di un disegno strategico e sviluppo delle prime ipotesi diagnostiche; b) approfondimento dell'analisi e adeguamento della base informativa disponibile; c) valutazione dello stato di salute dell'impresa con individuazione del problema strategico, MAZZOLA P., *op.cit.*, 1996, pag.10 e seguenti.

Il decisore aziendale presenta una razionalità limitata, inferiore a quella ideale⁴² nelle attività di analisi e assunzione delle decisioni strategiche. Questo sembra avere due importanti conseguenze.

La prima che è necessario approfondire lo studio degli schemi e delle tecniche d'analisi strategica in relazione all'oggetto.

La seconda che accanto alla razionalità un ruolo importante deve essere riconosciuto alla creatività e all'"esperto intuito" proprio del soggetto economico al momento della formulazione della strategia⁴³.

Così il soggetto economico perviene alla formulazione di una strategia partendo dai risultati dell'analisi strategica (dimensione razionale) ma applicando una propria dimensione creativa che può apportare delle modifiche o un cambiamento di rotta inaspettato ma spesso vincente⁴⁴. La strategia realizzata diviene così il frutto di una sintesi tra un percorso deliberato ed uno emergente, non pianificabile⁴⁵.

Di seguito verranno approfondite le modalità di analisi individuate negli studi di strategia con riferimento all'oggetto, in quanto uniche prevedibili.

⁴² SIMON H. A., *Administrative Behaviour*, MacMillan, New York, 1947 (trad. it., *Il comportamento amministrativo*, Il Mulino, Bologna, 1958).

⁴³ E' importante guardare al metodo col quale si reperiscono le informazioni e ancor più alla sequenza con la quale i dati vengono raccolti e trasmessi, in quanto spesso le imprese sono portate ad osservare sempre le stesse cose e gli stessi dati, escludendo così ogni possibilità di vero miglioramento, cfr. MAZZOLA P., *op.cit.*, 1996.

⁴⁴ Nelson afferma a tal proposito come " gli impegni contenuti in una strategia spesso non sono altro che una questione di fede; inoltre le strategie individuano solo i contorni delle azioni da intraprendere; ed infine non è detto che gli impegni strategici siano ottimali e non siano piuttosto mezzi di annientamento dell'impresa" NELSON R.R., *Why do Firms differ and How Does it matter?*, in "Fundamental Issues in Strategy", Harvard Business School Press, Cambridge, 1994, pag. 259.

⁴⁵ Per un approfondimento si veda MINTZBERG H., *op. cit.*, 1994.

5.6.1 *L'analisi dell'ambiente competitivo e dei suoi attori*

Gli studi di strategica management si avvicinano allo studio dell'ambiente secondo un'ottica particolare e non generale. L'analisi viene così condotta facendo riferimento solo a quella parte dell'ambiente che interagisce con l'impresa: l'ambiente competitivo.

L'analisi dell'ambiente competitivo, composto da tutti gli attori che interagiscono a vario titolo con l'attività dell'impresa, si sostanzia nello studio dei concorrenti diretti e degli altri attori che compongono la cosiddetta concorrenza allargata⁴⁶, degli elementi strutturali dei settori e dei mercati nei quali opera l'impresa e dei fattori dinamici che condizionano l'evoluzione del sistema competitivo di riferimento per l'impresa⁴⁷.

Come viene evidenziato in Figura 5. 4 l'analisi del comportamento degli attori presenti nell'ambiente competitivo⁴⁸ deve essere condotta alla luce degli elementi strutturali del settore e delle dinamiche evolutive che caratterizzano le condizioni competitive.

Questo permette di riconoscere all'analisi:

- sia una dimensione che sottolinea l'importanza della configurazione strutturale dell'ambiente competitivo nel rapporto con le strategie d'impresa⁴⁹, delineando una relazione biunivoca in grado di superare sia il paradigma struttura - condotta - performance che il suo opposto dove la performance viene considerata come fattore causale dei comportamenti strategici⁵⁰;

⁴⁶ PORTER M., *op. cit.*, 1980.

⁴⁷ Rispoli precisa come i fattori strutturali e i fattori dinamici dell'ambiente competitivo costituiscano di fatto le caratteristiche economico industriali del settore o dei settori, RISPOLI M., *op. cit.*, 1998, pag.71-73 e pag.113

⁴⁸ Per l'analisi del comportamento degli attori si rinvia a PORTER M., *op.cit.*, 1985.

⁴⁹ Per un analisi delle principali caratteristiche strutturali si veda RISPOLI M., *op. cit.*, 1998, pag.114 e seguenti.

⁵⁰A tal proposito Volpato osserva come "La strategia vincente di un'impresa e i profitti che essa accumula divengono a loro volta elementi dell'assetto concorrenziale del settore e svuota di senso ogni pretesa di stabilire rapporti rigidi e precodificati fra impresa e ambiente economico", VOLPATO

□ sia una dimensione che tiene in considerazione l'evoluzione del contesto competitivo nel tempo, la quale conduce ad una storicità dei rapporti impresa ambiente in cui quest'ultimo si definisce per fasi temporali e per territori, per problemi emergenti riconducibili sia all'ambiente economico che ad altri elementi di carattere psicologico, antropologico, politico, culturale⁵¹.

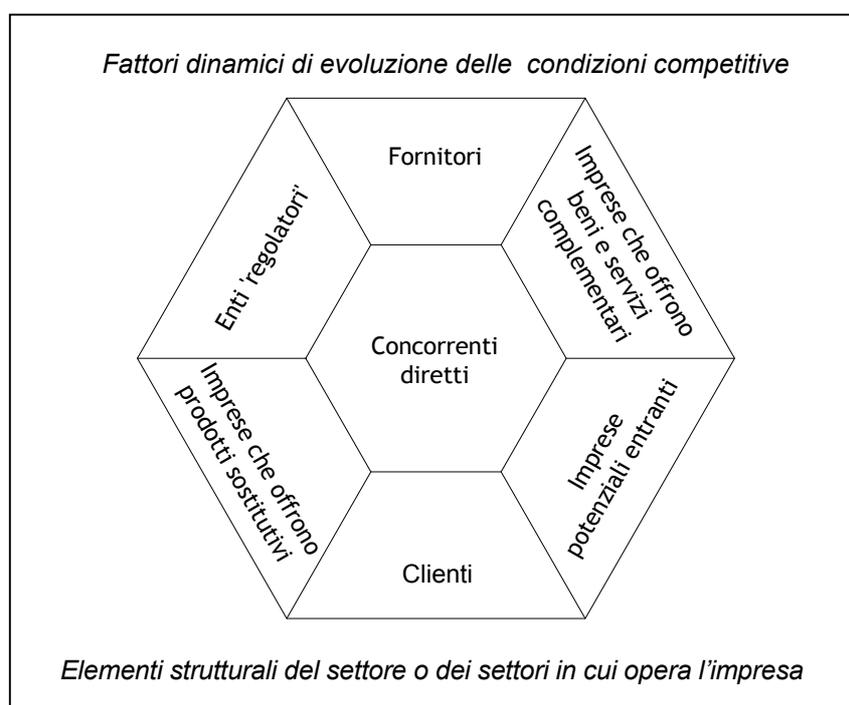


Figura 5. 4 *Le categorie di attori dell'ambiente* (Fonte: Rispoli M., *op. cit.*, 1996, pag.73)

O., *Per una corretta lettura delle problematiche strategiche*, introduzione all'edizione italiana di HAX A.C., *Alla guida del futuro*, Ipsoa, Milano, 1989, pag.114; cfr. RISPOLI M., *op. cit.*, 1998, pag.73.

⁵¹ Si veda RISPOLI M., *Per un approccio storico allo studio dell'impresa*, in *Economia e Politica Industriale*, n.46, 1985.

L'analisi dell'ambiente competitivo nelle sue componenti è di fondamentale rilevanza ai fini dell'assunzione di una scelta strategica quale quella di quotazione in borsa.

La scelta di quotazione in borsa è innanzitutto il frutto di una volontà del soggetto economico di posizionare l'impresa rispetto al mercato finanziario. Peraltro tale scelta deve tener conto di un ambiente competitivo più complesso ed articolato.

I fattori causali di una scelta di quotazione in borsa devono così essere ricercati nella volontà di ottenere un vantaggio competitivo integrato con riferimento all'insieme dei mercati e attori che compongono il suo ambiente competitivo⁵².

Soffermandosi sulla sola relazione particolare tra impresa e mercato finanziario è possibile riportare alcune osservazioni di rilievo.

1) Innanzitutto è stata proposta una distinzione all'interno dell'ambiente competitivo in mercati degli intermediari commerciali e mercati dei produttori⁵³.

I mercati degli intermediari commerciali sono quei mercati nei quali le imprese acquistano e vendono ma non svolgono attività produttive significative; i mercati dei produttori comprendono le imprese che presiedono principalmente alle attività di trasformazione delle materie prime in beni e servizi. Ai mercati degli intermediari commerciali vengono ricondotti i mercati finanziari nella loro struttura, che presenta numerosi acquirenti e ven-

⁵² La stessa scelta del mercato sul quale quotare i propri titoli, domestico e/o estero, deve rispondere ad un interesse strategico dell'azienda nel Paese "altrimenti il collocamento difficilmente potrà risultare di successo. La valenza strategica del mercato si misura solitamente attraverso parametri che potremmo definire commerciali, come la quota di mercato nazionale o la percentuale di fatturato sul totale fatta nel Paese di quotazione oppure la presenza nel Paese di attività operative significative dell'impresa e/o di notorietà dell'immagine e dei prodotti", PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (a), pag.79. Per un approfondimento della questione in relazione ai principi della teoria della creazione e diffusione del valore si veda GUATRI L., MASSARI M., *op. cit.*, 1992; PERRINI F., *Capitale di rischio e mercati per le piccole e medie imprese. Metodologie e canali di accesso al capitale per lo sviluppo*, Egea, Milano, 1998.

⁵³ Cfr. GRANT R.M., *op.cit.*,1991.

ditori, limitate barriere all'entrata o all'uscita e la predominanza della risorsa denaro.

In mercati finanziari perfettamente efficienti ha scarso significato studiare le fonti del vantaggio competitivo tra imprese e conseguentemente le stesse problematiche di ordine strategico; diversamente in presenza di imperfezioni del mercato assume significato l'analisi delle fonti e delle azioni per mantenere il vantaggio competitivo sulle altre imprese. Le principali imperfezioni di mercato sono state individuate nell'imperfetta disponibilità di informazioni e nell'esistenza di costi di transazione⁵⁴.

L'impresa può godere un vantaggio competitivo rispetto alle altre sul mercato finanziario quando può disporre di informazioni riservate sull'andamento del mercato o quando è in grado di minimizzare le transazioni necessarie al raggiungimento dei propri obiettivi di portafoglio. Entrambe le strategie assicurano in ogni caso un vantaggio competitivo di breve periodo condizionato dal fatto che la risorsa principale sui mercati finanziari è il denaro, quale risorsa fungibile per eccellenza⁵⁵.

L'attività di formulazione strategica all'interno di una società quotata deve tener presente entrambe le dimensioni dell'ambiente in cui opera al fine di ricercare fonti di vantaggio competitivo compatibili e sinergiche.

Una strategia aziendale formulata con riferimento al mercato di sbocco richiede una verifica della sua sostenibilità con riferimento al mercato finanziario. A sua volta una strategia orientata al conseguimento di un vantaggio competitivo sul mercato finanziario richiede una coerenza con le fonti di vantaggio competitivo sul mercato di sbocco.

In altre parole il vantaggio strategico ricercato deve essere unico rispetto ad un ambiente competitivo complesso ed articolato: la sostenibilità di breve termine del vantaggio competitivo con riferimento al mercato finanziario richiede poi al soggetto economico l'individuazione di un progetto strategico non analitico e agevolmente adattabile.

⁵⁴ Cfr. GRANT R.M., *op. cit.*, 1991, pag.157.

⁵⁵ Cfr. GRANT R.M., *op. cit.*, 1991.

2) Lo sviluppo strategico sia con riferimento al mercato finanziario che a quello di sbocco è fortemente condizionato dal fattore strutturale rappresentato dal grado di concentrazione del potere di controllo nelle imprese. Un'elevata concentrazione del controllo può infatti condurre ad un vantaggio competitivo limitato sui mercati finanziari con ripercussioni rilevanti anche sulle opportunità di realizzare strategie di crescita.

La presenza di un elevato numero di imprese la cui produzione è, ad esempio, caratterizzata da un elevato contenuto di innovazione tecnologica presenta un ambiente fortemente connesso alle sorti del mercato finanziario. Questo perché fin dall'inizio tali imprese necessitano di rilevanti ammontari di risorse finanziarie al fine di ottenere e mantenere un vantaggio competitivo sul mercato di sbocco (investimenti in R&S, ..).

Il vantaggio competitivo sul mercato finanziario detenuto da tali imprese si fonda principalmente sull'esistenza di una asimmetria informativa rilevante tra imprese e investitori dovuta anche al carattere di forte aleatorietà insito nei dati di stima delle prospettive economiche future dell'impresa.

3) I fattori dinamici infine possono influenzare in modo differente l'ambiente competitivo e le relazioni dello stesso con l'impresa⁵⁶.

In particolare con riferimento ai mercati finanziari i fattori dinamici possono essere rappresentati da interventi delle autorità competenti che modificano le regole di funzionamento del mercato, piuttosto che da particolari congiunture, che condizionano il mantenimento di un vantaggio competitivo sul mercato finanziario e con riflessi importanti anche sulla sostenibilità di un vantaggio competitivo nel mercato dei produttori; viceversa l'attuazione di politiche economico sociali, di interventi pubblici sulle attività

⁵⁶ E' necessario osservare come i fattori dinamici che caratterizzano l'ambiente competitivo possano essere per le imprese più o meno prevedibili.

Tali fattori incidono sulla domanda o sull'offerta o su entrambe e possono essere determinati dalla volontà di Autorità Pubbliche, da eventi naturali, calamità, e da conseguenti atteggiamenti psicologici.

produttive, possono condizionare il posizionamento strategico sul mercato di sbocco e conseguentemente danneggiare anche quello sul mercato finanziario.

5.6.2 *L'analisi delle risorse interne*

Il successo delle imprese, con particolare riferimento ai risultati economico finanziari, trova manifestazione temporanea sui mercati di sbocco dei suoi prodotti ma è espressione ultima di un complesso gioco competitivo che si svolge a più livelli: un livello esterno ed un livello interno⁵⁷.

L'analisi strategica pertanto, quale ricerca degli elementi che determinano un vantaggio competitivo e la sua sostenibilità futura, richiede di guardare anche alle risorse e competenze interne disponibili quali fonti del successo rispetto ad altre imprese operanti nello stesso ambiente competitivo.

Gli studi di *strategic management* hanno storicamente attribuito all'analisi delle risorse interne una scarsa attenzione a favore di uno sviluppo di concetti e strumenti di analisi dell'ambiente esterno e della concorrenza.

Solo di recente nell'ambito della ricerca di strumenti di analisi strategica più efficaci si sono sviluppati una serie di studi che sono sfociati nella formulazione di modelli di tipo analitico⁵⁸: tali modelli pongono alla base del vantaggio competitivo la "dotazione e lo sviluppo di risorse e competenze uniche, non facili da imitare e difficilmente trasferibili"⁵⁹.

L'unità di analisi di tali risorse è rappresentata dall'attività, quale elemento di scomposizione dei processi aziendali. In tal

⁵⁷ Cfr. DE LEO F., *Ripensare l'impresa come piattaforma di conoscenze*, in *Economia & Management*, n.4, 1995; HAMEL G., *Competition for competence and Inter-partner learning within International Strategica Alliances*, in *Strategica Management Journal*, vol.12, 1991.

⁵⁸ Tra i modelli analitici di maggior interesse vi sono quelli riconducibili alla resource-based view, cfr. BARNEY J.B., *op. cit.*, 1, 1991; Grant R.M., *op. cit.*, 1991; HAMEL G. PRAHALAD C.K., *op. cit.*, 1990, REED R., DE FILIPPI R.J., *op. cit.*, 1990.

⁵⁹ Cfr. RISPOLI M., *op. cit.*, 1998, pag.152.

modo la relazione analizzata non è tra singola risorsa e vantaggio competitivo ottenibile bensì tra singola attività, allo sviluppo della quale concorrono più risorse, e vantaggio competitivo stesso⁶⁰.

L'importanza di un'analisi delle risorse e competenze disponibili per l'impresa al fine della formulazione di una strategia è fondata su due assunti principali:

- gli obiettivi e le azioni da intraprendere per conseguire un vantaggio competitivo rispetto alle altre imprese sul mercato di sbocco dipendono dal grado di controllo e dalla qualità della combinazione delle risorse⁶¹. Così un vantaggio competitivo rilevante a parità delle condizioni ambientali si ottiene quando si detiene un elevato grado di controllo e la combinazione assume un connotato innovativo (dimensione statica).
- gli obiettivi e le azioni da intraprendere per conseguire un vantaggio competitivo rispetto alle altre imprese sul mercato di sbocco dipendono dalla capacità dell'impresa di individuare il divario tra le risorse e le competenze necessarie e quelle esistenti per il mantenimento o lo sviluppo di un vantaggio competitivo nel futuro.

Nella formulazione della strategia aziendale il soggetto economico cercherà di assicurare all'impresa un posizionamento strategico sul mercato delle risorse al fine di accedervi in modo privilegiato⁶².

La strategia pertanto quale scelta del soggetto economico in termini di relazione impresa – ambiente deve essere il frutto di

⁶⁰ Cfr. PORTER M., *op. cit.*, 1985; Grant R.M., *op. cit.*, 1994

⁶¹ Cfr. BOSCHETTI C., LIPPARINI A., *Il vantaggio competitivo nella prospettiva resource-based tra controllo e combinazione di risorse*, in LIPPARINI A. (a cura di), *Le competenze organizzative*, Carocci, Roma, 1998.

⁶² Come evidenziato da Tracogna se la competizione sul mercato di sbocco dell'impresa si svolge attraverso l'impiego dei tradizionali strumenti di marketing sul prodotto, la competizione per le risorse "chiama in causa ben più complessi processi di accumulazione interna e di trasferimento delle risorse", TRACOGNA, A., *Risorse strategiche e vantaggio competitivo*, Libreria Goliardica, Trieste, 1996, pag.43.

una duplice analisi interna ed esterna i cui risultati debbono trovare integrazione in sede di formulazione del progetto strategico.

Questo nella consapevolezza che i vantaggi competitivi generati dallo sviluppo di risorse e competenze, così come quelli derivanti da una posizione competitiva sul mercato di sbocco dei prodotti, sono relativamente mantenibili nel tempo e richiedono pertanto investimenti sinergici adeguati a contrastare gli effetti della evoluzione sia delle risorse interne sia delle caratteristiche del settore e degli attori che vi operano.

In conclusione è necessario osservare come l'analisi delle risorse interne quali fonti di vantaggio competitivo assuma una valenza ridotta qualora si consideri il posizionamento dell'impresa sul solo mercato finanziario. Se l'oggetto di scambio sul mercato finanziario è il denaro, risorsa peculiare in quanto altamente fungibile, è possibile concludere come un vantaggio competitivo ritraibile dalla detenzione di tale risorsa all'interno dell'impresa si presenti effimero (di brevissima durata) e difficilmente difendibile.

Peraltro è necessario sottolineare come lo studio della sola relazione dell'impresa con il mercato finanziario costituisca una semplificazione utile per analisi specifiche ma inadeguata ad individuare modelli di percorsi strategici per le imprese.

5.6.3 *Le implicazioni*

Gli studi di *strategic management* sono pervenuti negli ultimi anni ad individuare l'importanza del ruolo svolto sia dall'analisi dell'ambiente esterno sia dell'ambiente interno nell'ambito di ogni attività di formulazione di strategie aziendali.

Nonostante le difficoltà più volte ricordate di ricondurre ad un'unità sistemica gli studi sulla strategia è possibile individuare alcuni spunti interessanti per l'analisi in ottica strategica di una scelta di quotazione in borsa da parte del soggetto economico.

Ad una scelta di quotazione in borsa è riconosciuta valenza strategica in quanto modalità in grado di determinare una condizione di vantaggio competitivo per l'impresa.

1) L'accento sull'analisi strategica sottolinea l'importanza di individuare il percorso e i motivi che hanno condotto a tale scelta strategica. Il punto di partenza è la situazione in cui l'impresa si trova ad operare, con le opportunità che offre di mantenere un vantaggio competitivo.

Una scelta strategica quale è quella di quotarsi in borsa deve essere assunta così alla luce delle opportunità, in termini di vantaggio competitivo, che la stessa offre in futuro rispetto ad altre operazioni di finanza straordinaria.

Queste opportunità devono essere studiate in relazione all'ambiente di riferimento nelle possibilità di accedere a fonti di finanziamento diversificate e flessibili in grado di finanziare lo sviluppo di nuove attività aziendali, attività di ristrutturazione e riposizionamento; ma anche con riferimento alle risorse interne, quali strumenti di arricchimento delle esperienze, attrazione di manager di qualità e sviluppo di nuove competenze.

2) Una scelta strategica di quotarsi in borsa non può prescindere dall'analisi dei fattori strutturali e dinamici che caratterizzano l'ambiente competitivo nel suo complesso. Una scelta di quotazione può essere spinta dalla necessità di superare i limiti insiti nella struttura e nella dinamica di un particolare ambiente competitivo sviluppando così un vantaggio strategico rispetto agli altri attori.

E' necessario osservare peraltro come in ogni caso la scelta di quotazione comporti per l'impresa la necessità di approfondire i vincoli di un differente ambiente finanziario che impone specifiche caratteristiche strutturali e dinamiche di evoluzione.

Tale scelta richiede consapevolezza della necessità di introdurre modifiche strutturali all'interno dell'impresa per adeguarsi a quelle dell'ambiente (funzioni organizzative, sistemi di controllo, informativa e trasparenza) ma soprattutto dell'elevata sensibilità del mercato azionario agli eventi politici ed economici.

3) La scelta di quotazione in borsa rappresenta una strategia generalmente assunta a livello corporate, cioè nell'interesse dell'impresa nel suo complesso. La scelta avviene ad opera del

soggetto economico d'impresa il quale gode di una visione complessiva delle relazioni con l'ambiente di riferimento in cui opera l'impresa e delle opportunità di sviluppo. Tale strategia può presentare differenti gradi di analiticità in relazione ai contenuti dei progetti strategici che la seguono. E' importante osservare come quanto più i progetti strategici risultano espliciti e condivisi all'interno dell'organizzazione tanto minore è il grado di reversibilità dell'impostazione strategica adottata.

Così una scelta di quotazione comporta dei cambiamenti permanenti nel modo di procedere delle attività d'impresa in quanto la presenza di un ambiente competitivo allargato richiede di valutare le successive scelte strategiche anche alla luce delle esigenze del mercato finanziario e di mantenere un dialogo con i finanziatori nonché di adeguare la struttura organizzativa e i meccanismi operativi⁶³.

4) L'analisi strategica propedeutica ad un'operazione di quotazione in borsa dovrebbe tener conto del fatto che la strategia presenta sotto il profilo temporale due livelli di formulazione⁶⁴. Da una parte la quotazione vista come strategia dell'oggi è orientata a soddisfare gli interessi degli azionisti presenti al momento della scelta attraverso una finalizzazione adeguata delle risorse a disposizione dell'impresa alla realizzazione di un vantaggio competitivo immediato. Dall'altra in quanto strategia del futuro è orientata alla ricerca di un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo in relazione all'evoluzione dell'ambiente di riferimento. La ricerca di una coerenza tra esigenze immediate dell'impresa e necessità future deve essere a fondamento di una scelta di quotazione in borsa.

⁶³ Sul problema del grado di reversibilità dell'impostazione strategica si veda CANZIANI A., *op. cit.*, 1984; MAZZOLA P., *op. cit.*, 1996.

⁶⁴ Cfr. il concetto di strategia duale di ABELL D.F., *Managing With Dual Strategies. Amstering the present, preempting the future*, The Free Press, New York, 1993 (trad. it. *Strategia duale. Dominare il presente, anticipare il futuro*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1994).

5.7 La strategia e la crescita

La strategia è stata definita come soluzione al problema della relazione tra l'impresa e l'ambiente al fine di perseguire la sopravvivenza e lo sviluppo dell'impresa.

Gli studi di *strategic management* hanno tradotto l'obiettivo di sviluppo nel conseguimento di un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo, privilegiando così una dimensione di sviluppo relativo, cioè verificabile mediante il confronto con le altre imprese che operano sul mercato di sbocco. La strategia di sviluppo viene vista così come strategia di posizionamento che l'impresa delinea per avere la meglio sui concorrenti anche nell'acquisizione di risorse⁶⁵.

L'obiettivo di sviluppo è stato a sua volta diversamente esplicitato in relazione ai suoi contenuti dando luogo alla formulazione delle cosiddette opzioni strategiche, cioè percorsi strategici alternativi attraverso i quali l'impresa può perseguire il miglior posizionamento.

Le opzioni strategiche non contengono necessariamente solo percorsi di crescita dimensionale del processo produttivo ma anche di razionalizzazione, ridimensionamento, mantenimento⁶⁶. È necessario osservare peraltro come negli studi di strategia queste ultime opzioni strategiche siano definite come strategie temporanee in quanto preludono ad obiettivi di crescita dimensionale⁶⁷.

Gli studi di *strategic management* hanno contribuito così allo studio della relazione impresa - ambiente individuando una serie di percorsi strategici possibili per l'impresa tenendo conto delle

⁶⁵ RISPOLI M., *op.cit.*, 1998, pag.169.

⁶⁶ "Ciò che rileva rispetto al passato è che il concetto stesso di sviluppo non è più legato soltanto alla dimensione del processo produttivo, sia esso in senso verticale che orizzontale. Ciò che rileva per l'impresa è l'acquisizione di un vantaggio competitivo nei singoli business nei quali è impegnata e il migliore sfruttamento possibile di tale posizione per un certo tempo", RISPOLI M., *op.cit.*, 1998, pag.174.

⁶⁷ RISPOLI M., *op.cit.*, 1998, pag.174.

condizioni dell'ambiente favorevole o meno a tale sviluppo e soprattutto delle condizioni interne all'impresa⁶⁸.

Tali opzioni strategiche sono state variamente ordinate in relazione all'effetto sulle attività produttive (diversificazione, integrazione,...) in relazione alla valenza esterna o interna di tali opzioni di crescita ed infine in relazione all'evoluzione del ciclo di vita dell'impresa nel quale trovano formulazione.

Questi modelli semplificati di analisi delle opzioni strategiche assunte dalle imprese sono finalizzati soprattutto ad analisi condotte da soggetti esterni rispetto all'impresa mentre si dimostrano di limitata utilità per i soggetti economici d'impresa.

Infatti mentre un soggetto esterno all'impresa può trovare utile e soddisfacente conoscere che al crescere delle dimensioni aziendali l'impresa passa da una fase iniziale di sviluppo ad una fase di crescita caratterizzata da particolari esigenze finanziarie e dall'assunzione di particolari opzioni strategiche, il soggetto economico d'impresa non dà per scontata tale relazione e ne verifica di volta in volta la fattibilità per la propria impresa con riferimento alle altre variabili di sviluppo.

In quest'ottica l'assunzione di una scelta di quotazione viene studiata in relazione al variare delle dimensioni aziendali e dei correlati fabbisogni finanziari⁶⁹. La fase di sviluppo o fase di

⁶⁸ Rispoli a tal proposito osserva come un ambiente favorevole alla crescita è fattore non sufficiente per realizzare una strategia di crescita; sono necessari anche dei fattori interni alla singola impresa raggruppabili in quattro categorie interdipendenti: 1)manageriali; 2) strutturali; 3) economico finanziarie; innovative; RISPOLI M., *op.cit.*, 1998, pag.173.

⁶⁹ Jovenitti distingue lo sviluppo dell'impresa in relazione ad una dimensione crescente individuando quattro fasi: fase tecnica, fase funzionale, fase finanziaria e fase politica. La scelta di quotazione in borsa da parte del soggetto economico viene collocata nell'ambito della fase finanziaria dove l'impresa "abbandona la sua missione per individuare altrove nuovi spazi di redditività", attraverso operazioni di diversificazione delle proprie attività industriali e finanziaria anche attraverso una politica di crescita esterna. JOVENITTI P., *op.cit.*, 1988, pag.293.

Perrini, invece, verifica l'esistenza di tale correlazione in un campione di piccole e medie imprese che si sono affacciate alla Borsa Italiana, soffermandosi sull'importanza di tale risultato rispetto agli studi prevalenti in Italia negli anni Novanta che attribuivano all'obiettivo di crescita e sviluppo un ruolo se-

maturità propria del ciclo di vita di ciascuna impresa viene individuata come il momento più propizio per una scelta di quotazione.

Come già osservato tali modelli fondati sul ciclo di vita dell'impresa sono semplificazioni che spiegano con poche variabili l'intera evoluzione della vita dell'impresa.

Di fatto tali semplificazioni, utili per prevedere dall'esterno in prima approssimazione le mosse strategiche del soggetto economico d'impresa, non sono in grado di esplicitare la complessità dell'ambiente competitivo da una parte e della varietà delle risorse interne all'impresa dall'altra.

Così la scelta di quotazione richiede al soggetto economico la verifica delle opportunità di conseguire un vantaggio competitivo sul mercato finanziario in grado di migliorare e potenziare il posizionamento dell'impresa sul mercato di sbocco e allo stesso tempo la verifica della capacità dell'impresa di mantenere nel tempo un vantaggio competitivo sul mercato finanziario.

La scelta di quotazione non dipende così solo da un aumento delle dimensioni e dei fabbisogni finanziari correlati alla fase di sviluppo ma dalle opportunità future che la stessa è in grado di offrire in termini di vantaggio competitivo complessivo per l'impresa.

Questa osservazione potrebbe essere alla base di considerazioni sulla scelta di non quotarsi in borsa derivanti dal fatto di ritenere che il vantaggio competitivo sul mercato di sbocco verrebbe danneggiato dalle limitate possibilità di ottenere un vantaggio competitivo sul mercato dei capitali dovute anche all'elevata turbolenza degli stessi.

Ancora gli studi di strategia riconducono la scelta di quotazione in borsa ad un'opzione strategica rispondente ad una finalità di crescita di tipo esterno. Questa convinzione tradisce una visione strategica incentrata soprattutto sul ruolo delle risorse di tipo economico finanziario e sulla tempestività del loro ottenimento. Così il ricorso al mercato finanziario viene studiato in re-

condario rispetto all'obiettivo di riequilibrio della struttura finanziaria, PERRINI F., *op.cit.*, 1999 (b), pag.27 e segg.

lazione alle potenzialità che esso offre in termini finanziari di acquisire posizioni competitive sul mercato di sbocco e risorse e capacità operative già formate precedendo le mosse dei concorrenti, lasciando in secondo piano le rilevanti opportunità che tale scelta offre in termini di crescita interna⁷⁰.

La scelta di quotazione in borsa può infatti favorire la stessa crescita interna di un'impresa attraverso lo sviluppo delle risorse interne alla stessa mediante impiego delle risorse finanziarie acquisite sul mercato. E' forse il caso tipico delle imprese della new economy che si sono affacciate al mercato di borsa non tanto per attuare una strategia di crescita esterna bensì per potenziare uno sviluppo interno delle risorse quale preludio a successive operazioni di crescita esterna.

Lo studio integrato di entrambe le dimensioni di crescita dell'impresa permette di riconoscere alla scelta di quotazione in borsa una valenza strategica particolare in quanto in grado di mettere il soggetto economico nelle condizioni di portare avanti una strategia di crescita esterna (strategia di crescita a salti) supportata da un rafforzamento delle risorse interne (strategia di crescita a piccoli passi)⁷¹.

5.8 La strategia di creazione del valore e la quotazione in borsa

Negli studi di *strategic management* il passaggio dalla strategia di crescita alla strategia del valore è determinato dall'esigenza

⁷⁰ Jovenitti afferma come la quotazione in borsa si presenti come un'efficace soluzione di integrazione aziendale e di diversificazione produttiva in quanto permette di acquisire i mezzi finanziari sul mercato e di realizzare alleanze tramite lo scambio dei propri titoli. In altre parole la quotazione rappresenta un'opzione strategica che opera mediante crescita esterna finalizzata o all'integrazione, o all'internazionalizzazione, o alla diversificazione o alla difesa della propria posizione competitiva. JOVENITTI P., *op. cit.*, 1988, pag.362 e segg.

⁷¹ Per un approfondimento dei limiti e dei vantaggi della crescita esterna e della crescita interna si veda RISPOLI M., *op.cit.*, 1998, pag. 267.

di individuare una serie di strumenti di analisi strategica in grado di valorizzare le alternative strategiche e di valutare l'operato del management da parte dei soggetti apportatori del capitale di rischio nell'impresa⁷².

L'attenzione si sposta così dall'attività di formulazione all'attività di valutazione delle strategie e dall'analisi dell'ambiente competitivo e del comportamento degli attori a quello finanziario e degli interessi in capo dei soli azionisti.

Infatti, mentre l'interesse degli studi di *strategic management* è incentrato sulla fase della formulazione e dell'implementazione delle strategie, il metodo del valore sposta l'attenzione sulla valutazione delle strategie rispetto al perseguimento della finalità principale dell'impresa: il valore⁷³.

L'obiettivo di tale approccio è applicare le tecniche messe a punto per valutare la convenienza economica dei singoli investimenti alla valutazione di un progetto strategico, inteso come insieme unitario e sequenziale di scelte di investimento e disinvestimento.

La capacità di un progetto strategico di creare valore viene valutata attraverso la grandezza chiave costituita dal valore economico attribuibile al capitale proprio di un'impresa⁷⁴ nell'ipotesi

⁷² RAPPAPORT A., *op. cit.*, 1986.

⁷³ Con riferimento ad un confronto tra lo *Shareholder Value Approach* e la Teoria di creazione del valore, Guatri sottolinea come l'obiettivo finale di entrambe è la creazione di valore. Ciò che cambia dall'impostazione anglosassone a quella italiana del Guatri è la tipologia di valore al quale viene fatto riferimento: nella prima il riferimento è al valore di mercato, espresso tipicamente dalle quotazioni in borsa (...); "nella seconda il riferimento è al valore del capitale economico, cioè ad una misura del capitale astratta dal mercato e compiuta secondo criteri di generalità, razionalità, dimostrabilità, obiettività, (...)". GUATRI L., *La teoria di creazione del valore. Una Via Europea*, Egea, Milano, 1991, pag. 21.

⁷⁴ Il valore economico del capitale risponde alla nozione di capitale economico ampiamente studiata nella dottrina economico aziendale. Il capitale economico viene definito come una delle configurazioni del capitale d'impresa fondata sulla capacità dell'impresa di generare flussi di reddito futuri (Zappa G., *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, 1950; CODA V., *Introduzione alle valutazioni dei capitali economici di impresa*, Giuffrè, Milano, 1963; OLIVOTTO L., *La valutazione economica dell'impresa*, Cedam, Padova, 1983; ALBERTI G.B.,

che l'alternativa migliore in termini di creazione del valore sia anche la più valida per l'impresa.

Con riferimento all'analisi strategica è possibile osservare come la stessa venga articolata con riferimento prevalentemente al solo ambiente esterno all'impresa ed in particolare solo a quello finanziario.

La valutazione delle alternative strategiche che pongono l'impresa in rapporto con il mercato finanziario è fondata essenzialmente su informazioni a carattere economico-finanziario ed ha come destinatari privilegiati non il management bensì gli azionisti, quali soggetti portatori di interessi nei confronti dell'impresa.

op. cit., 2002; ARDEMANI E., *op. cit.*, 1958). Come osserva Ferrero “il capitale economico viene quantitativamente inteso come astratto valore di riferimento a cui tende, in appropriata configurazione, il valore di funzionamento del capitale d'impresa: configurazione, per altro, che non implica il trasferimento del capitale proprio vincolato all'impresa medesima, ma che invece presuppone l'esigenza di trattenere durevolmente il capitale stesso come fattore produttivo la cui remunerazione – che trova la sua base nella periodica determinazione del reddito – è condizionata dalla redditività della gestione dinamicamente proiettata nel futuro” FERRERO G., *La valutazione economica del capitale d'impresa*, 1966, pag.6; Si veda inoltre CODA V., *Il capitale economico d'impresa*, in CODA V., FRATTINI G., *Valutazioni di bilancio*, Libreria Universitaria Editrice, Venezia, 1978; D'IPPOLITO T., *L'avviamento*, Abbaco, Roma, 1963; GUATRI L., *La valutazione delle aziende: teoria e pratica a confronto*, Egea, Milano, 1990; JOVENITTI P., *Osservazioni in tema di valutazione di azienda ai fini della quotazione di borsa*, in “Scritti in onore di Ugo Caprara”, Vallardi, Milano, 1975; PAGANELLI O., *Valutazione delle aziende: principi e procedimenti*, Utet, Torino, 1990. Infine Viganò presenta un'ampia analisi delle origini della teoria del valore in VIGANÒ E., *La natura del valore economico del capitale d'impresa e le sue applicazioni*, Giannini, Napoli, 1967. Con riferimento alla creazione del valore Capasso afferma che “la creazione di valore economico costituisce lo stesso fenomeno che gli economisti finanziari descrivono come un investimento con valore attuale netto positivo, che in economia industriale si definisce come una posizione di rendita che genera sovraprofiti e in campo aziendale si indica con l'espressione vantaggio competitivo sostenibile”, CAPASSO A., *Economia e finanza delle Acquisizioni aziendali*, Cedam, Padova, 1990, pag.6.

5.8.1 *L'origine*

L'esigenza di valutare sotto l'aspetto essenzialmente economico la bontà dei percorsi strategici affonda le radici nel bisogno di creare un collegamento tra la strategia formulata a livello aziendale e il giudizio del mercato azionario.

La strategia a livello aziendale risponde ad obiettivi ed azioni prefissati dal soggetto economico e tesi ad ottenere e mantenere un vantaggio competitivo sostenibile, che a sua volta trova espressione nelle prospettive dell'impresa di sopravvivere e svilupparsi nel tempo.

Il giudizio del mercato azionario risente dell'esigenza di quantificare in termini economici tale vantaggio strategico perseguito dall'impresa con riferimento agli azionisti.

Il valore è la misura del capitale economico dell'impresa che consente il collegamento tra gli interessi degli azionisti e l'attività strategica dell'impresa.

Ne consegue che tali studi trovano applicazione privilegiata nella valutazione delle strategie assunte all'interno di società quotate sui mercati finanziari⁷⁵.

L'approccio di studio alla relazione tra strategia aziendale e giudizio del mercato si rivela essere essenzialmente di tipo economico-finanziario incentrato sull'individuazione di strumenti operativi di analisi strategica capaci di quantificare l'impatto delle scelte strategiche sul valore economico dell'impresa.

Il problema strategico di posizionamento dell'impresa rispetto all'ambiente viene riletto così alla luce dei principi di finanza analitica individuando nella soddisfazione degli interessi economici degli azionisti – investitori il vincolo predominante alla scelta ed implementazione di una strategia.

5.8.2 *Le implicazioni*

E' stato osservato come il concetto di competitività aziendale si amplia rispetto agli studi di strategia in quanto il confronto con

⁷⁵ RAPPAPORT A., *op. cit.*, 1986.

le imprese concorrenti avviene anche al di fuori dell'area produttiva e commerciale, sul mercato finanziario.

Se l'impresa vuole conseguire e mantenere un vantaggio competitivo rispetto alle altre imprese quotate sul mercato azionario deve perseguire l'obiettivo di massimizzare il valore creato per gli azionisti. In tal modo infatti i portatori di capitale di rischio nella gestione dell'impresa saranno stimolati a mantenere l'investimento permettendo così che l'impresa sopravviva e si sviluppi⁷⁶.

La creazione di valore diviene quindi un nuovo indicatore di competitività rispetto alle altre imprese.

Peraltro non è detto che tale indicatore sia in grado di assicurare all'impresa un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo. Infatti l'incremento di valore dell'impresa finalizzato alla massimizzazione del valore per gli azionisti, viene determinato con riferimento alla redditività futura degli investimenti effettuati, e successivamente alla distribuibilità degli utili realizzati.

L'interesse non è più semplicemente incentrato sul reddito di esercizio conseguito e sui flussi di reddito previsti futuri bensì su quelli dei quali viene deliberata la distribuzione⁷⁷. La ricerca di un vantaggio competitivo con riferimento al mercato dei capitali porta così il soggetto economico ad assumere scelte in grado di massimizzare l'utile distribuibile lasciando in secondo piano la ricerca delle fonti e del mantenimento del vantaggio strategico sul mercato di sbocco.

Una seconda osservazione attiene alla relazione valore e crescita aziendale. All'interno di una prospettiva di analisi che vede la problematica strategica dal punto di vista dell'azionista, e non

⁷⁶ L'analisi della scelta di quotazione all'interno del modello del valore trova la sua ragione d'essere proprio maggior sensibilità che caratterizza i mercati finanziari per la redditività quale elemento primario in grado di assicurare la sopravvivenza dell'impresa. La redditività prevista futura del capitale investito consente infatti la possibilità di raccolta dei capitali sul mercato e garantisce agli azionisti una remunerazione adeguata del capitale investito.

⁷⁷ Jovenitti osserva come alla presa di coscienza di tale nuovo indicatore di competitività, il reddito distribuibile, segue all'interno dell'impresa una revisione della politica degli investimenti, dei finanziamenti, della comunicazione e della politica dei dividendi. JOVENITTI P., *op.cit.*, 1988.

di colui che assume le scelte, lo sviluppo e la sopravvivenza dell'impresa non rappresentano più la finalità ultima della formulazione delle strategie bensì mezzi attraverso i quali è possibile creare valore per gli azionisti.

Così la crescita delle dimensioni aziendali non sempre comporta creazione di valore in quanto il soggetto economico può ritenere di accettare piani di investimento con redditività inferiore a quella del costo del capitale pur di non rinunciare al tasso di crescita voluto. Una strategia di crescita può rivelarsi distruttrice di valore economico, cioè di redditività, per l'azionista.

Partendo dagli interessi degli azionisti, sintetizzati nella massimizzazione del valore economico dell'impresa quale vincolo ultimo che l'impresa deve soddisfare, si procede a ritroso nella selezione delle alternative strategiche coerenti con la massimizzazione della redditività dell'impresa⁷⁸. Così facendo peraltro si riconosce la redditività del capitale investito quale parametro principale di valutazione delle strategie sottintendendo una concezione del finalismo d'impresa di tipo gerarchico piramidale⁷⁹ dove il valore economico è in grado di sintetizzare ogni altro obiettivo che l'impresa vuole perseguire⁸⁰.

Tale sbilanciamento a favore del rendimento azionario tradisce una visione esterna all'impresa stessa dove il soggetto economico assume le decisioni fondamentali guardando agli interessi

⁷⁸ A tal proposito Bruni osserva come “enfaticizzare la strategia del valore sul contenimento del capitale investito ovvero svuotare di contenuto industriale l'azienda, potrebbe tuttavia rivelarsi dannoso per il suo stesso equilibrio nel medio-lungo termine. L'exasperazione della dottrina manageriale implicita nella nota formula denominata Economic Value Added – EVA, può indurre politiche aziendali ad alto rischio quale ad esempio il postergare il rinnovo o l'ammodernamento tecnologico degli impianti o il disincentivare gli investimenti in ricerca e sviluppo”, BRUNI G., *Capitalizzazione economica e finanziaria delle società quotate: convergenze e discrasie*, Società Cattolica di Assicurazione, Verona, settembre 2002, pag.14.

⁷⁹ CODA V., *op.cit.*, 1988, pag.162-167

⁸⁰ Invernizzi sottolinea invece come alla redditività andrebbero accostati dei giudizi sul grado di flessibilità finanziaria e sul contenimento del rischio finanziario oltre che sulla competitività che tali strategie sono in grado di assicurare al futuro dell'impresa, INVERNIZZI G., *op. cit.*, 1999, pag.73.

analitici che la caratterizzano e non necessariamente all'interesse della sopravvivenza e sviluppo dell'impresa nel tempo⁸¹.

Una terza implicazione dell'applicazione del metodo del valore agli studi di strategia attiene alla riduzione della rilevanza riconosciuta in sede di analisi strategica alle risorse interne all'impresa. Tale effetto è riconducibile alle difficoltà di misurazione in termini economico finanziari di tali risorse, in particolare di quelle immateriali.

Così sia l'analisi dell'ambiente competitivo sia l'analisi delle risorse interne sono fortemente limitate nelle loro potenzialità conoscitive e comportamentali per il soggetto economico dall'impiego di strumenti economico finanziari analitici degli azionisti.

5.8.3 *La quotazione in borsa all'interno di una strategia di creazione del valore*

La quotazione in borsa quale momento con il quale il soggetto economico decide di porre l'impresa in relazione con il mercato finanziario viene studiata come una scelta strategica in grado creare valore per gli azionisti.

La quotazione in borsa è così una scelta dai connotati economico finanziari che permette di finalizzare l'uso delle risorse alla determinazione di una posizione di vantaggio competitivo quale risultato di una capacità di creare maggiore valore economico per gli azionisti.

⁸¹ Con riferimento alla crisi FIAT Bertelè osserva come le proposte di risanamento sembrano orientate a salvaguardare soprattutto gli interessi degli azionisti. "...la sensazione è che Fiat, interpretando l'accordo concluso con GM come una vendita a termine, abbia quasi ritenuto un danno per gli azionisti investire soldi in un qualcosa che comunque andava alienato.....Che Fiat dominata da una cultura più finanziaria che industriale, abbia fatto però la scommessa finanziariamente perdente di poter mantenere il valore della componente Auto (ancora sua all'80%) senza spingere sul pedale degli investimenti ...", in BERTELE U., *Il contribuente non deve pagare*, Il Sole 24 Ore, Milano, 15 ottobre 2002 n. 282.

La dimensione strategica di una scelta di quotazione dev'essere studiata in due momenti⁸²:

- una strategia dell'oggi in quanto l'operazione può creare valore immediato per gli azionisti attraverso un aumento del valore delle azioni combinato con la loro liquidabilità nel breve termine;
- una strategia del futuro in quanto permette al soggetto economico di cogliere opportunità di sviluppo in grado di creare valore per gli azionisti.

L'accesso infatti a fonti di finanziamento alternative e diversificate rispetto al passato può permettere di massimizzare il valore per gli azionisti attraverso la crescita soprattutto esterna⁸³. La strategia di quotazione in borsa è stata così spesso studiata in questa seconda dimensione valutando le opportunità che essa offre per incrementare il valore economico iniziale per gli azionisti⁸⁴. La valutazione si fonda sui progetti strategici presentati dal soggetto economico d'impresa e sul loro impatto sul valore economico inteso in termini di distribuibilità dell'incremento dello stesso negli esercizi futuri.

Una scelta di quotazione sulla base di questi presupposti presenta i limiti propri di una decisione assunta facendo riferimento al valore per gli azionisti quale obiettivo ultimo dell'operare dell'impresa.

Un primo limite attiene al fatto che la valutazione fondata sulla redditività futura distribuibile derivante dai progetti che si intendono realizzare con l'operazione di quotazione è pericolosa e spesso fuorviante. La capacità di generare *cash flow* di un progetto strategico deve essere analizzata alla luce della situazione aziendale complessiva sia degli investimenti, finanziamenti e disinvestimenti sia della struttura organizzativa.

Un secondo limite attiene ad una mancata analisi delle risorse e delle competenze interne. Tale situazione può condurre il soggetto economico a scelte di quotazione in borsa fondate più sull'emotività derivante da una congiuntura favorevole dei mer-

⁸² Cfr. ABELL D.F., *op. cit.*, 1993.

⁸³ Cfr. JOVENITTI P., *op. cit.*, 1988; PERRINI F., *op. cit.*, 1999.

⁸⁴ RAPPAPORT A., *op. cit.*, 1986.

cati finanziari piuttosto che sulla consapevolezza dei fattori interni in grado di supportare i programmi di crescita connessi alla scelta di quotazione.

Infine la scelta di quotazione sembrerebbe portare il soggetto economico ad assumere una condizione antitetica rispetto a quella degli azionisti. L'individuazione e spesso l'exasperazione di tale dicotomia di interessi rischia di far perdere di vista l'obiettivo proprio dell'impresa nel lungo termine, lo sviluppo e la sopravvivenza, a favore di obiettivi di breve termine, misurabili dal punto di vista economico finanziario e facenti capo a particolari gruppi di interessi.

E' possibile osservare, in conclusione, come tale relazione quotazione-crescita-valore ha caratterizzato gli studi recenti in tema di operazioni di quotazioni in borsa mettendo in evidenza il ruolo importante svolto dalla dimensione aziendale⁸⁵ e dalla fase di vita in cui si trova l'impresa⁸⁶.

La quotazione quindi non appare più solo come strategia di riequilibrio della struttura finanziaria (problema finanziario) ma anche nelle opportunità che la stessa offre in termini di creazione di valore per gli azionisti (problema strategico), attraverso la finalizzazione dell'uso delle risorse alla crescita dimensionale ed organizzativa dell'impresa stessa e della sua redditività⁸⁷.

⁸⁵ Perrini individua l'importanza di tale relazione nello studio delle operazioni di quotazione in borsa delle piccole e medie imprese italiane. Nel campione osservato gli obiettivi di finanziare lo sviluppo del business, facilitare la crescita esterna e diversificare le fonti di finanziamento sono quelli più frequenti (pag.28). Egli conclude la sua analisi empirica osservando come in nessun caso si registra un palese obiettivo a breve termine di successione ma solo in alcuni è evidenziata quale strategia latente di m-l termine. (...) Si conferma così la prevalenza della relazione tra Borsa e strategia di crescita, PERRINI F., *op. cit.*, 2000, pag.36.

⁸⁶ Jovenitti sottolinea come tale relazione tenda ad esistere soprattutto nella fase finanziaria della vita dell'impresa.

⁸⁷ Perrini osserva come i fattori caratteristici delle pmi neoquotate sono riconducibili essenzialmente alla cd. "cultura dello sviluppo": creatività e innovazione, gestione risorse umane, adattamento sul mercato e flessibilità, vocazione internazionale, PERRINI F., *op. cit.*, 1999(b).

5.9 Considerazioni conclusive

Gli studi di *strategic management* hanno il merito di aver posto l'attenzione sulla valenza strategica delle scelte aziendali e sui fattori determinanti i differenti percorsi strategici delle imprese.

Ne discende l'importanza di condurre un'analisi sia sull'ambiente competitivo sia sulle risorse interne delle imprese al fine di conoscere le fonti del vantaggio competitivo proprie di ciascuna impresa.

Peraltro, nell'analisi della scelta di quotazione quale percorso strategico possibile per la soluzione ad un problema di posizionamento dell'impresa rispetto all'ambiente competitivo (problema strategico) gli studi di *strategic management* mostrano una forte influenza da parte degli studi di finanza analitica.

Il focus dell'analisi è incentrato così sulle determinanti economico-finanziarie alla base di una scelta di quotazione in borsa e il riferimento è al criterio del valore. Così facendo peraltro vengono innanzitutto lasciati in secondo piano elementi importanti presenti negli studi di *strategic management* per l'analisi dei fattori determinanti una scelta di quotazione.

Innanzitutto si può osservare come l'analisi si concentri prevalentemente sulla dimensione competitiva, facendo specifico riferimento alle variabili di tipo economico finanziario nello studio dei concorrenti. Si trascurano i contributi più recenti in materia di *strategic management* sull'importanza dell'analisi delle risorse interne e delle competenze nella determinazione delle fonti del vantaggio competitivo; questo accade perché il criterio del valore presenta oggettive difficoltà nel quantificare l'impatto generato dalle risorse immateriali⁸⁸.

⁸⁸Cfr. SCIARELLI M., *op.cit.*, 1996, pagg.80-81.

I risultati dell'indagine condotta dalla società di consulenza Summit su un campione di 600 top manager, dirigenti e quadri di aziende con più di 250 dipendenti, mostrano come le difficoltà nella valutazione della capacità competitiva di un'impresa si fondano sulle difficoltà di valorizzare i beni intangibili quali determinanti fondamentali della creazione di valore economico. Viene evidenziata così l'importanza di individuare un processo di misurazione del capitale intellettuale al fine di garantire la sostenibilità del vantaggio competitivo nel futuro (fonte Il sole 24 ore, 24 settembre 2002).

In secondo luogo lo studio della quotazione come strategia di creazione del valore economico si presenta riduttivo in quanto sottende che l'obiettivo gerarchicamente sovraordinato ad ogni altro sia la massimizzazione del valore economico dell'impresa per l'azionista. Tale valore viene inteso come sintesi degli obiettivi aziendali mentre sarebbe più corretto considerarlo quale sintesi degli interessi degli azionisti. Gli studi economico aziendali individuano nello sviluppo e nella sopravvivenza dell'impresa l'obiettivo ultimo dell'agire strategico del soggetto economico. Il perseguimento di un'adeguata remunerazione del capitale investito quale obiettivo di equilibrio economico viene considerato assieme agli obiettivi di equilibrio finanziario (stabilità e flessibilità) e monetario (liquidità) quale condizione per lo sviluppo e la sopravvivenza dell'impresa stessa. La sola attenzione alla redditività per l'azionista rischia di sbilanciare in modo pericoloso le scelte strategiche dell'impresa, portando a trascurare gli elementi di flessibilità, stabilità e di competitività propri di una strategia economico finanziaria⁸⁹.

In terzo luogo lo studio delle strategie aziendali come strategie essenzialmente di carattere economico finanziario ha favorito lo sviluppo di un approccio di analisi alle scelte di quotazione incentrato sulle esigenze di carattere finanziario che le stesse sono in grado di soddisfare lasciando in secondo piano le problematiche di ordine competitivo, organizzativo e sociale. Il criterio del valore infatti porta il soggetto economico ad orientare le proprie scelte su quei percorsi strategici che pongono l'impresa, in relazione con l'ambiente, nelle condizioni di massimizzare il valore economico; tali scelte non prevedono necessariamente la correla-

⁸⁹ Invernizzi si riferisce a questo proposito ad una nozione ristretta di strategia economico finanziaria che considera solo il rapporto con l'ambiente finanziario. In tale ottica la strategia economico finanziaria prende atto dei fabbisogni originati dalla strategia competitiva e ricerca la copertura di tale fabbisogni, sia per durata che per onerosità offrendo contemporaneamente agli azionisti e ai finanziatori con vincolo di credito, diritti sui futuri flussi di cassa prodotti dalla strategica competitiva. Essa peraltro non considera in modo integrato tutte le scelte di investimento, dividendo e finanziamento che caratterizzano nel complesso l'attività d'impresa, INVERNIZZI G., *op.cit.*, 1999, pag.42.

zione con le strategie organizzative, sociali e competitive in essere nell'impresa⁹⁰.

Infine quale conseguenza diretta della parzialità di tale approccio di analisi alle determinanti di una scelta di quotazione vi è la mancata coincidenza degli interessi economici degli azionisti con la totalità degli interessi coinvolti dall'agire dell'impresa.

A questo segue che lo studio dell'operazione di quotazione quale strumento di creazione del valore per gli azionisti presuppone che il soggetto strategico debba agire salvaguardando l'interesse economico degli azionisti. Tale sbilanciamento sulla redditività per l'azionista rischia di condizionare in modo rilevante l'attività di formulazione della strategia da parte del soggetto economico d'impresa impostando il problema strategico in termini di svantaggi e vantaggi per gli azionisti.

Con riferimento al fatto che l'analisi strategica risponde ad interessi esterni all'impresa stessa è possibile osservare così quanto segue:

- 1) la valutazione di una strategia di quotazione viene a fondarsi sulla capacità della stessa di aumentare in futuro la redditività dell'impresa per gli azionisti. La valutazione risente peraltro del rischio di mancato realizzo delle previsioni effettuate in termini di redditività. Tale grado di rischio diviene elevato se si considerano solo le opportunità di aumentare la redditività del capitale investito senza guardare al rispetto delle condizioni di equilibrio generale. Così un giudizio sulla bontà di una scelta di quotazione deve essere affrontato non solo in relazione alla adeguatezza dei flussi di reddito previsti futuri per gli azionisti ma anche in relazione alle condizioni gestionali per la loro verificabilità.
- 2) Non è detto che le strategie in grado di creare valore per gli azionisti siano le scelte migliori per il perseguimento dello sviluppo e della sopravvivenza dell'impresa. Il soggetto economico in una prospettiva di analisi interna deve prestare attenzione anche alle opportunità/limiti che tale scelta offre in

⁹⁰ Cfr. INVERNIZZI G., *op. cit.*, 1999.

termini di competitività sul mercato di sbocco, oltre che sul mercato dei capitali e di sviluppo organizzativo e sociale delle attività di impresa⁹¹.

- 3) La pretesa normativa che scaturisce in questi studi sulla relazione tra quotazione e creazione di valore è frutto di una visione parziale e soprattutto esterna del problema. Le imprese che scelgono la quotazione in borsa sono in grado di produrre valore per gli azionisti solo se tale scelta ha fondamenti non solo economico finanziari ma anche competitivi, organizzativi e sociali stabili nel tempo. Così una scelta di quotazione deve essere valutata all'interno dell'impresa e non solo in relazione alle aspettative essenzialmente economiche del mercato e degli azionisti. La verifica con le aspettative del mercato e degli azionisti è importante per il soggetto economico che deve assumere tale decisione, ma non è l'unica.

La quotazione in borsa può essere vista dal soggetto economico come una scelta strategica che apre a numerosi altri percorsi strategici non realizzando così nel breve termine un aumento della redditività per l'azionista ma piuttosto pone le condizioni per lo sviluppo futuro dell'impresa. L'azionista di converso è interessato soprattutto alla quantificazione economica del vantaggio ritraibile dalla quotazione in borsa dell'impresa.

Un eccessivo interesse per l'esterno sposta l'attenzione del soggetto economico su dinamiche decisionali che considerano l'impresa come un investimento e non come un istituto economico atto a perdurare nel tempo. La missione dell'impresa viene a coincidere così con la massimizzazione del valore per gli azionisti, perseguibile attraverso la massimizzazione del valore delle azioni sul mercato.

- 4) Infine è necessario osservare come il punto di vista dell'azionista si fonda sull'esigenza di limitare le previsioni

⁹¹ Invernizzi osserva a questo proposito come la realizzazione delle scelte a carattere economico finanziario è collegata alla strategia organizzativa poiché tende a modificare le strutture, i meccanismi operativi e lo stile di direzione; allo stesso tempo è influenzata dalla strategia sociale cioè dall'immagine che l'impresa ha presso gli interlocutori sociali, INVERNIZZI G., *op.cit.*, 1999.

sul rendimento azionario ad un certo arco temporale. Più è lungo il periodo di tempo maggiori saranno gli elementi di incertezza gravanti sulla realizzabilità della redditività aziendale. In altre parole l'investitore azionista, essendo orientato all'analisi di quei fattori che influenzano il prezzo corrente di mercato del titolo azionario, si basa su un orizzonte temporale limitato che contrasta con la visione di lungo termine propria di chi deve formulare le strategie aziendali⁹².

Si può così forse concludere che l'equivoco più rilevante alla base dello studio della relazione tra quotazione e creazione del valore in un'ottica strategica si fonda su due elementi:

- un primo attiene al fatto che mentre la formulazione della strategia si dovrebbe caratterizzare per un orizzonte temporale di lungo termine la valutazione della strategia da parte degli azionisti si fonda su un orizzonte temporale di più limitato respiro⁹³;
- un secondo attiene al fatto che si ritiene che il perseguimento della massimizzazione del valore per gli azionisti consenta di salvaguardare gli interessi di tutte le altre categorie di soggetti interessati all'impresa.

⁹² Rappaport specifica come l'obiettivo di redditività sia diversamente considerato per l'investitore e per il manager. Da una parte l'azionista – investitore guarda all'impresa come ad un investimento in diritti finanziari, cioè a diritti ai dividendi e ad un aumento del titolo azionario e quindi presta attenzione al prezzo corrente di mercato del titolo azionario cioè al valore attuale dei flussi di cassa attesi a fronte degli investimenti della società, passati e futuri. Dall'altra il soggetto economico è interessato all'investimento in beni reali, cioè in attività fisse e circolanti con riferimento al medio e lungo termine; si interessano così solo ai cash flow aggiuntivi derivanti dai nuovi investimenti. RAPPAPORT A., *op. cit.*, 1986 (trad. it. *La strategia del valore*, Franco Angeli, Milano, 1997, ultima edizione), pag.166.

⁹³ Rappaport osserva a questo proposito come una delle false credenze più nocive negli affari è rappresentata dal fatto che il mercato azionario guardi al breve termine. E' a questa credenza che fanno riferimento le società che si concentrano sui risultati di breve termine, RAPPAPORT A., *op.cit.*, 1986, trad. it.(ultima ed.), 1997, pag. 179.

CAPITOLO SESTO

L'INFORMAZIONE E L'OPERAZIONE DI QUOTAZIONE IN BORSA

SOMMARIO: 6.1. Premessa. – 6.2. Il problema informativo. – 6.3. La separazione tra proprietà e controllo nelle imprese. – 6.3.1. Il grado di decentramento del potere decisionale. – 6.3.2. Il grado di polverizzazione dell'azionariato. – 6.4. Il problema informativo e la scelta di quotazione in borsa. – 6.5. Contributi e limiti. – 6.6. Considerazioni conclusive.

6.1 Premessa

L'aumento della complessità dell'ambiente in cui opera l'impresa ha favorito accanto agli studi strategici l'analisi dei comportamenti degli attori in relazione alle informazioni sulle attività aziendali in loro possesso. In particolare gli studiosi di teoria d'impresa si sono concentrati sulla maggior trasparenza informativa che caratterizza lo status di una società quotata rispetto ad una non quotata.

La trasparenza informativa viene posta alla base del rapporto tra azionisti-proprietari e manager-gestori dell'attività aziendale. Una scelta di quotazione in borsa pertanto viene ricondotta alla volontà del soggetto economico d'impresa di ridurre le asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto tra azionisti e manager. L'informazione societaria assume così un ruolo rilevante e richiede un'attività continua di elaborazione e comunicazione. In altre parole fattore causale di una scelta di quotazione in borsa è in quest'ottica rappresentato dalla ricerca di una soluzione ad un problema informativo.

Si perviene così ad affermare che lo status di società quotata è in grado di aumentare la trasparenza e la tutela degli azionisti attraverso un maggior monitoraggio da parte del mercato sulla ge-

stione dell'impresa e in una minor possibilità di operare scelte discrezionali sfavorevoli agli azionisti di minoranza¹.

Il capitolo prende le mosse dalla definizione del problema informativo alla luce della teoria dell'agenzia individuando termini della questione e soggetti interessati. Viene poi affrontato lo studio del rapporto tra proprietà e gestione alla luce della teoria dell'agenzia individuando i tratti principali del problema informativo.

Si osserva come in relazione al grado di separazione tra proprietà e gestione e al numero di azionisti proprietari, il problema informativo assuma connotati e dimensioni differenti.

Successivamente si è andati alla ricerca della possibile relazione causale tra problema informativo e scelta di quotazione in borsa.

Nell'ambito degli studi di teoria d'impresa si riscontra come maggiori esigenze informative nel rapporto proprietari-gestori possano rappresentare un fattore causale una scelta di quotazione in borsa quanto più elevato è il numero di azionisti interessati all'impresa e quanto meno le società non quotate sono già obbligate a fornire informazioni sulla gestione.

Infine vengono evidenziati i principali limiti di un approccio di analisi delle cause di una scelta di quotazione in borsa, fondato sulla centralità di una relazione di agenzia e delle asimmetrie informative tra gli attori.

6.2 Il problema informativo

L'analisi economica sulle organizzazioni si concentra sul

¹ Cfr. FAMA E.F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in "Journal of Law, Economics & Organization", n.26, 1980.

comportamento razionale degli attori all'interno delle organizzazioni².

Diversamente quindi dagli approcci finora esaminati il focus si incentra sugli attori, sul loro comportamento e sulle relazioni tra attori. Le realtà di impresa sono quindi studiate in relazione alle peculiari modalità di coordinamento dei comportamenti degli attori che vi operano³.

Le relazioni tra soggetti si configurano come relazioni di scambio, aventi ad oggetto diritti ed impegni, tra soggetti titolari degli stessi⁴.

L'ottenimento di comportamenti coordinati degli attori si fonda sulla percezione degli attori di ottenere dei benefici – gli incentivi- a fronte degli sforzi richiesti – i contributi⁵.

In presenza di un aumento della complessità ambientale ed organizzativa tale approccio si sofferma sulle dinamiche soggettive che interessano l'impresa e il suo rapporto con l'ambiente.

² L'attore viene definito quale insieme di individui caratterizzati da percezioni e preferenze omogenee in relazione ad un problema. E' l'unità di riferimento dell'analisi organizzativa diversamente da quanto accade nell'analisi economica dove il riferimento è l'individuo quale titolare di interessi e diritti e capace di ordinare secondo preferenza le alternative in ragione delle loro conseguenze per i propri interessi. Cfr. GRANDORI A., *L'organizzazione delle attività economiche*, Il Mulino, Bologna, 1995, pag. 74; ARROW K.J., *Scelte sociali e valori individuali*, Etas, Milano, 1977; SCHUMPETER J.A., *Capitalismo, socialismo, democrazia*, Edizioni Comunità, Milano, 1955.

³ "L'impresa è un sostituto del mercato che diviene conveniente allorché i costi dell'informazione, ossia di misurazione del valore della prestazione, sono abnormi", NACAMULLI R.C.D., RUGIADINI A. (a cura di), *Organizzazione e Mercato*, Il Mulino, Bologna, 1985, pag. 131

⁴ Con riferimento ai diritti organizzativi, Grandori osserva come "la configurazione e l'allocatione dei diritti di azione non è certamente l'unica rilevante per descrivere una forma di organizzazione. Ci si può e ci si deve porre anche le seguenti altre domande: chi ha diritto di decidere su come svolgere le attività (diritti di decisione)?; Chi svolge un'attività ha diritto di essere informato sullo svolgimento di altre attività (diritto di informazione e comunicazione)?; A chi è allocato il diritto di rilevare le azioni o i loro risultati e di valutarli (diritti di controllo)?; Chi agisce è anche proprietario dell'attività (diritti di proprietà)? Quali sono i diritti di ricompensa che gli attori che svolgono le varie attività hanno?", GRANDORI A., *op. cit.*, 1995, pag. 73.

⁵ Cfr. GRANDORI A., *op. cit.*, 1995, pagg. 127 e seguenti.

La complessità porta a ridurre la controllabilità diretta dei comportamenti degli attori che operano nell'impresa a causa della difficoltà di conoscere e dominare perfettamente tutte le relazioni mezzi-fini che caratterizzano l'agire umano, attraverso una semplice relazione di autorità⁶.

Assume così importanza la soluzione organizzativa della delega. Delega ed informazione sono caratteri essenziali dell'approccio fondato sulla teoria dell'agenzia⁷. I rapporti tra attori sono studiati come relazioni di agenzia⁸ dove si fa riferi-

⁶ La relazione di autorità viene definita generalmente come una relazione di potere asimmetrica ma legittima (WEBER M., *Economia e società*, Ed. Comunità, Milano, 1968). Gli elementi caratterizzanti tale relazione sono la rinuncia e la cessione da parte di un attore dei propri diritti di decisione e l'accettazione delle decisioni che vengono assunte da un altro attore (GRANDORI A., *op. cit.*, 1995).

Così caratterizzata la relazione trova definizione tra due attori quando uno accetta di conformare i propri comportamenti alle decisioni dell'altro relativamente ad un'area più o meno estesa di comportamenti. Per un approfondimento si veda GRANDORI A., *op. cit.*, 1995; BARNARD C.I., *Le funzioni del dirigente. Organizzazione e direzione*, Utet, Torino, 1986; SIMON H. A., *Una teoria formale della relazione di impiego*, in Causalità, razionalità, organizzazione, Il Mulino, Bologna, 1985; PILOTTI L., *Teoria dell'Agenzia e teoria dell'impresa*, in Sviluppo e Organizzazione, n. 136, marzo – aprile, 1993.

⁷ Grandori osserva come le relazioni di agenzia siano una modalità di coordinamento contiguo a quello dell'autorità anche se più decentrato. In tali relazioni una parte dei diritti decisionali sulle azioni da coordinare vengono trasferiti a che agisce (agente), mentre i diritti di controllo sulle azioni rimangono in capo al principale il quale dovrà sostenere degli investimenti in attività di controllo dell'operato dei manager, cfr. GRANDORI A., *op.cit.*, 1995, pag.205-206.

⁸ La relazione di agenzia è stata impiegata nello studio di modelli organizzativi e in particolare dell'impresa. La matrice di tali studi sviluppatasi soprattutto nell'ultimo ventennio è statunitense. Due sono i filoni dottrinali che sono stati individuati con riferimento alla teoria dell'agenzia, uno di natura normativa che tende a ricercare la relazione contrattuale ottimale tra principale ed agente, date certe ipotesi, attraverso un elevato impiego di strumenti matematico statistici; l'altro è di tipo positivo ed empirico. Questo secondo filone si concentra soprattutto sugli effetti dei fattori esterni alla relazione principale-agente vista all'interno di un'organizzazione (mercato dei capitali, mercato del lavoro,..). Cfr. JENSEN M.C., *Organization Theory and Metodology*, in Accounting Review, 1983.

mento allo scambio tra un attore - il principale- che delega ad un altro attore - agente- il potere discrezionale di agire nell'interesse del principale, dietro ricompensa⁹.

L'impresa è caratterizzata così dalla presenza di due ruoli tipici, il principale e l'agente.

Il principale non ha controllo diretto sull'attività di gestione dell'impresa. Egli è interessato direttamente ai risultati economici netti conseguiti dall'impresa ed ha la funzione di controllare l'operato dell'agente¹⁰.

L'agente ha il controllo diretto sull'attività di gestione dell'impresa. Egli riceve una remunerazione fissa e tende così ad identificarsi in modo limitato con gli interessi del principale¹¹.

Dal momento che né il principale né l'agente possono detenere una perfetta conoscenza della relazione mezzi-fini, le informa-

⁹ Cfr. GRANDORI A., *op. cit.*, 1995, pag. 203; JENSEN M. C., MECKLING W. H., *Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, III, 1976, pag.308. Barney e Ouchi nel commentare la definizione di relazione di agenzia formulata da Jensen e Meckling affermano che "one obvious example is the relationship between a firm's outside investors and managers. Here, outside investors may turn over the day-to-day managing of their investment to managers in the firm who may not hold a debt or equity position in the firm", BARNEY J.B., OUCHI W.G., *Organizational Economics*, Jossey- Bass, 1986, Part Four, pag.208-209.

¹⁰ Jensen e Meckling si soffermano sulla figura del Principale evidenziando come egli "can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent", JENSEN M.C., MECKLING W.H., *Theory of the Firm: managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in Barney J.B., OUCHI W.G., *op. cit.*, 1986, pag. 217.

¹¹ Questo accade perché l'agente valuta positivamente le ricompense in termini di utilità o beneficio mentre tende a valutare negativamente lo sforzo in termini di disutilità (cfr. GRANDORI A., *op. cit.*, 1995, pag.205 e seguenti). Tale valutazione deve essere considerata alla luce del fatto che l'obiettivo del principale è rappresentato dalla massimizzazione del risultato economico una volta detratta la remunerazione dell'agente e che il conseguimento dello stesso dipende dall'impegno - sforzo profuso dall'agente a scapito della propria utilità. Così poiché l'utilità dell'agente risulta dal suo livello di remunerazione detratto il livello di impegno profuso nell'azione, ne risulta che il principale sarà vincolato a quel livello di remunerazione che offre all'agente un livello di utilità almeno pari a quella di riserva.

zioni esercitano un ruolo insostituibile nella attività di controllo delle prestazioni dell'agente da parte del principale.

Lo stesso agente può, peraltro, non conoscere perfettamente tutte le informazioni inerenti la propria attività nella misura in cui i risultati osservati dipendono da fattori esogeni che influenzano le proprie azioni.

Quanto maggiore è il grado di conoscenza della relazione mezzi-fini da parte dell'agente, tanto maggiore è la presenza di una relazione contrattuale di agenzia dove il rischio viene trasferito all'agente. Diversamente l'agente non accetta il contratto¹².

Il problema informativo trova la sua origine proprio nella presenza di diversi attori con differente grado di conoscenza delle relazioni mezzi fini¹³ che caratterizzano l'agire degli attori e ne

¹² L'ambiente (i fattori esogeni) gioca un ruolo fondamentale nella definizione delle relazioni di agenzia in quanto il grado di complessità e di caoticità entrano a far parte della valutazione del rischio che l'agente è disposto ad assorbire nella sua posizione di subordinazione. All'aumentare della complessità e del caos e al diminuire della capacità dell'agente di influenzare con le proprie azioni i risultati dell'attività, aumenterà l'avversione dell'agente stesso ad accettare il rischio richiedendo al principale di sostenere dei costi sempre più rilevanti connessi al sistema incentivi.

¹³ L'approccio simoniano allo studio delle organizzazioni è fondato sul postulato della razionalità limitata, che richiede una semplificazione dei problemi da affrontare. Le organizzazioni, in quanto formate da gruppi di individui, ciascuno dei quali può occuparsi di un numero limitato di cose alla volta, affrontano i problemi scomponendoli in parti in modo che ciascuna unità organizzativa possa occuparsi di una delle parti senza considerare le altre. Simon individua nell'analisi mezzi-fini il metodo per scomporre i problemi. Pertanto l'organizzazione si configura permeata di una serie di relazioni tra sotto obiettivi e attività da svolgere per conseguirli, relazioni che non tengono conto delle interferenze con gli altri sotto obiettivi, risultando, così, uno strumento efficace per perseguire i fini nel modo più razionale possibile (SIMON H.A., *Administrative Behavior*, Macmillan, New York, 1947; MARCH J.G., SIMON H.A., *Organizations*, Wiley, New York, 1958). La conoscenza del rapporto mezzi fini può essere imperfetta sia nelle organizzazioni e nelle unità organizzative, come del resto anche negli stessi individui. Tale conoscenza può essere limitata con riferimento ai mezzi quando è difficile l'osservazione e il controllo dei moduli di attività e di produzione e con riferimento ai fini quando non è possibile osservare e controllare con facilità la quantità e la qualità della produzione. Il diverso bilanciamento delle conoscenze sul rapporto mezzi-fini porta March e Simon (1958) ad individuare differenti tipologie di "programmi di

condizionano la controllabilità dei comportamenti o dei risultati¹⁴. Infatti il rapporto tra principale ed agente presenta una rilevante asimmetria informativa a favore dell'agente che ha un controllo diretto nella gestione d'impresa. Tale asimmetria può tradursi in opportunismo precontrattuale ad opera dell'agente quando lo stesso non permette al principale di valutare le proprie effettive capacità (problema di adverse selection)¹⁵; o in opportunismo post contrattuale quando il principale non è in grado di verificare l'efficacia dell'operato svolto dall'agente¹⁶.

Se quindi sull'agente ricade il dovere fiduciario di agire nell'interesse del principale in presenza di asimmetria informativa tra i due attori, è necessario evidenziare come di fatto la mas-

esecuzione" e due modalità di esercizio del controllo su un'organizzazione non perfettamente razionale. Gli Autori non tralasciano, peraltro, di considerare in relazione ai programmi operativi anche la previsione di una razionalità *ex post* delle azioni compiute in relazione agli obiettivi, razionalità che potrebbe definirsi assoluta se considerata limitatamente all'unità organizzativa in cui si svolgono le attività. In una visione generale, l'unità organizzativa opera nell'organizzazione secondo razionalità limitata. Da quanto detto viene fatta derivare la necessità di intervenire sui meccanismi cognitivi che portano i membri di un'unità organizzativa a valutare l'azione solo in termini di sotto obiettivi, cioè sulla percezione selettiva e la razionalizzazione, sul contenuto della comunicazione nell'ambito del gruppo e infine sulla divisione del lavoro.

¹⁴ Nell'approccio informativo alle problematiche di controllo la scelta tra il controllo sul comportamento e il controllo del risultato viene fatto dipendere dalla oggettiva disponibilità di informazioni. Cfr. GALLINARO S., *Teorie del controllo*, Franco Angeli, Milano, 1990; OUCHI W.G., *Markets, Bureaucracies and Clans*, in *Administrative Science Quarterly*, n.25.

¹⁵ Tale situazione viene definita come problema di adverse selection ed esiste quando "l'agente non dichiara le sue reali abilità al principale in modo tale da essere selezionato dal principale per svolgere un determinato compito di cui non avrebbe le capacità. Vi è un problema di informazione nascosta in quanto il principale non è in grado di valutare con precisione le effettive capacità dell'agente", MELIS A., *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, 1999, pag. 16.

¹⁶ Cfr. MILGROM P., J. ROBERTS J., *op. cit.*, 1992, pag. 602 e ss.; ROSS S.A., *The Economic theory of agency: the principal's problem*, in *American Economic Review*, vol.62, n.2, 1973, pag. 134 e segg.; GUISSO L., TERLIZZESE D., *Economia dell'incertezza e dell'informazione*, Milano, 1994, pagg. 309 e ss.; KREPS D.M., *Corso di microeconomia*, Bologna, 1993, pag.677 e seguenti.

simizzazione dell'utilità del principale incontra alcuni ostacoli rilevanti, denominati anche problemi di agenzia.

Accanto all'asimmetria informativa infatti emergono una diversa propensione al rischio in capo all'agente, fortemente avverso al rischio, e al principale, neutrale al rischio¹⁷, e una divergenza di interessi tra principale e agente la cui convergenza risulta spesso difficoltosa e costosa¹⁸.

Tali problemi di agenzia impongono di individuare un accordo contrattuale tra le parti quale strumento privilegiato di coordinamento, controllo e soluzione dei conflitti di interessi. Esso opera attraverso la proposizione di uno scambio tra *uomini razionali* dove l'agente viene motivato prevalentemente da stimoli monetari e di provenienza esterna¹⁹.

La soluzione ai problemi di agenzia passa attraverso l'individuazione di meccanismi che agiscono sul comportamento del soggetto o sui risultati dello stesso al fine di far rispettare l'accordo contrattuale.

I sistemi di controllo sono sistemi di rilevazione dello sforzo compiuto dagli agenti, di segnali delle azioni intraprese, diversi da quelli ottenibili osservando i risultati²⁰.

¹⁷ Per avversione al rischio si intende la preferenza per un reddito certo rispetto ad uno incerto con un valore atteso superiore. L'ammontare monetario che un soggetto è disposto a pagare per ottenere un reddito certo al posto di un reddito incerto è definito *premio* per il rischio associato al reddito incerto. L'ammontare di tale premio dipende sia dalla rischiosità del reddito sia dal grado di avversione al rischio dell'individuo.

¹⁸ "Il grado di divergenza esistente tra gli obiettivi dei principali e quelli degli agenti si riflette nella misura in cui questi ultimi tendono ad eludere i comportamenti richiesti, ossia ha un peso in termini di costi di elusione (costi di agenzia)", NACAMULLI R. C.D., RUGIADINI A., *op.cit.*, 1985, pag. 131. Si osservi inoltre come nel caso limite di non conflittualità tra obiettivi del principale e dell'agente, l'incertezza derivante dall'asimmetria informativa risulterebbe essere un fattore neutro non dando luogo ad alcun tipo di perdita, cfr. LEVINTHAL D., *A survey of agency models of organizations*, in *Journal of Economic Behavior and Organization*, n.9, 1988.

¹⁹ "Most agency theorists adopt the assumption that managers are boundedly rational and that they may act opportunistically", in BARNEY J.B., OUCHI W.C., *op. cit.*, 1986, 205.

²⁰ GRANDORI A., *op. cit.*, pag.205 e seguenti.

Il sistema degli incentivi è incentrato non tanto sui comportamenti quanto sui risultati ottenuti dagli agenti per impostare una correlazione tra remunerazione e risultato economico d'impresa²¹. In tal modo però parte del rischio della gestione viene riversato sull'agente, tipicamente un attore avverso al rischio e alla ricerca di una remunerazione fissa. Tale trasferimento del rischio comporta peraltro il sostenimento di costi maggiori in capo al principale per indurre l'agente ad accettare.

L'adozione spesso di entrambi i meccanismi al fine di far rispettare gli accordi contrattuali all'agente, richiedono al principale di valutare il trade – off esistente tra i costi di controllo da una parte e i costi di incentivazione dall'altra (premi).

E' possibile così concludere che:

- il problema informativo attiene alle asimmetrie informative proprie del rapporto tra principale ed agente;
- il problema informativo viene studiato in condizioni di incertezza ambientale e complessità organizzativa che implicano una contrapposizione di interessi e ad una diversità di atteggiamento nei confronti del rischio per l'agente e per il proprietario;
- il problema informativo viene posto come parte importante di un problema più complesso costituito dal problema di agenzia;
- infine è importante osservare come la ricerca di una soluzione al problema informativo e più in generale al problema di agenzia venga condotta sempre nell'ottica del principale.

6.3 La separazione tra proprietà e controllo nelle imprese

Lo studio delle relazioni di agenzia ha contribuito a chiarire natura e condizioni di formazione di strutture proprietarie di re-

²¹ Il problema degli incentivi da offrire al manager al fine di ottenere una gestione efficiente dell'impresa era già al centro degli studi di BERLE A., MEANS G., *The Modern Corporation and private property*, New York, 1932.

golazione delle attività economiche diverse e più decentrate rispetto all'impresa classica, basata su relazioni di autorità²². Una lettura in tal senso dei rapporti tra proprietà e controllo che caratterizzano le imprese porta innanzitutto ad individuare l'esistenza di un problema informativo.

Il problema informativo, definito come insieme di asimmetrie informative tra un attore, il principale, e un altro attore, l'agente, viene così studiato guardando nello specifico al rapporto tra proprietà e gestione dell'impresa.

L'attore principale è rappresentato da coloro che detengono la proprietà dell'impresa mentre l'attore agente è l'insieme degli individui che comandano, decidono le strategie ed hanno la responsabilità della misura e della distribuzione dei risultati che l'impresa consegue²³.

Il problema informativo che nasce in un contesto di elevata complessità ambientale ed organizzativa presenta due determinanti principali nella sua definizione: il grado di decentramento del potere decisionale e il grado di polverizzazione dell'azionariato (Figura 6. 1).

²² Cfr. GRANDORI A., *op. cit.*, 1995, pag. 206. Jensen e Meckling (1976) si propongono di "define the concept of agency costs, show its relationship to the separation and control issue, investigate the nature of the agency costs generated by the existence of debt and outside equity, demonstrate who bears these costs and why, and investigate the Pareto optimality of their existence" in BARNEY J.B., OUCHI W.G., *op. cit.*, 1986, pag. 214. Questo obiettivo viene raggiunto distinguendo all'interno della struttura finanziaria (struttura proprietaria) la parte posseduta dai manager (cd. equity interno), da quella posseduta dal mercato (equity esterno) e quella derivante dall'indebitamento. Il rapporto principale-agente viene applicato sia al rapporto manager azionista sia al rapporto azionisti-creditori. Dato che l'insorgere di costi di agenzia è connesso sia all'aumento di equity esterno sia all'aumento dell'indebitamento, la struttura finanziaria ottimale sarà quella combinazione di fonti di finanziamento che minimizza i costi di agenzia.

²³ Nel rapporto proprietà – controllo gli agenti sono coloro che detengono il controllo sulla gestione aziendale attraverso l'esercizio del potere decisionale. Cfr. GUATRI L., VICARI S., *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto. Creazione di valore in diversi contesti*, Egea, Milano, 1994.

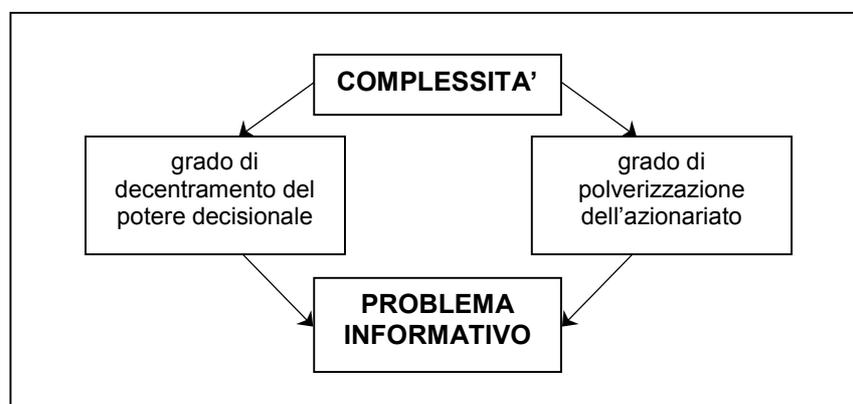


Figura 6.1 - *Le determinanti del problema informativo*

6.3.1 *Il grado di decentramento del potere decisionale*

La difficoltà sempre maggiore di controllare i comportamenti degli attori all'interno dell'organizzazione connessa all'aumento delle dimensioni aziendali e della complessità dell'attività produttiva²⁴ associata a condizioni ambientali che richiedono l'assunzione di decisioni in modo tempestivo, ha spinto molte imprese alla ricerca di un decentramento del potere decisionale.

L'esercizio per il proprietario di un potere diretto di controllo su tutte le attività svolte dagli attori all'interno di un'organizzazione complessa diviene estremamente difficoltoso.

Il meccanismo di coordinamento della supervisione diretta tra i proprietari e coloro che amministrano le attività d'impresa viene sostituito dal meccanismo della delega intesa come un decentramento verticale del processo decisionale. Proprietà e controllo

²⁴ Fama e Jensen (1983) definiscono la non complessità organizzativa come una situazione dove "specific information relevant to decisions is concentrated in one or a few agents. Specific information is detailed information that is costly to transfer among agents. Most small organizations tend to be non complex, and most large organizations tend to be complex, but the correspondence is non perfect", in BARNEY J.B., OUCHI W.G., *op. cit.*, 1986, pag.279-280.

della gestione non sono più riunite nello stesso attore ma si propone una vera e propria relazione di agenzia tra un principale, il proprietario e un agente, rappresentato da coloro che, delegati, amministrano l'attività d'impresa. La separazione tra proprietà e controllo assume così il connotato di meccanismo efficiente di coordinamento tra soggetti quando gli uni non hanno le capacità professionali adeguate per gestire l'attività d'impresa (i proprietari-azionisti) e gli altri non hanno le risorse e la voglia di rischiare in proprio (gli amministratori).

Alla definizione del problema informativo concorre pertanto il grado di separazione tra proprietà e controllo presente in un'impresa, inteso come grado di decentramento verticale dei poteri decisionali a soggetti differenti dai proprietari. Quanto più il grado è elevato tanto più rilevanti saranno le asimmetrie informative ed ingenti i costi connessi alla loro riduzione. Qualora il grado di decentramento si approssimi allo zero sembrerebbe non sussistere un problema informativo in quanto gli attori nelle parti di principale e agente tendono a coincidere e così i loro obiettivi.

In realtà uscendo dallo schema della teoria dell'agenzia un problema informativo esiste ed è connesso alla difficile gestione di un gran numero di informazioni da parte di un'unica persona, l'imprenditore.

La teoria di agenzia consente di approfondire il problema informativo in presenza di un elevato grado di separazione tra proprietà e controllo in quanto lo schema di analisi delle relazioni di agenzia ben si applica alla comprensione delle dinamiche tipiche tra azionisti e manager all'interno delle imprese ad azionariato diffuso. L'asimmetria informativa tra principale e agente viene così studiata associandovi la presenza di interessi differenti in capo ai due attori. Da una parte gli azionisti hanno come obiettivo la massimizzazione della propria ricchezza mediante l'aumento del valore delle azioni; dall'altra gli amministratori considerano l'obiettivo degli azionisti come un vincolo al proprio operare e perseguono la crescita dimensionale dell'impresa se ad essa viene

associato un incremento della loro remunerazione e l'ottenimento di una serie di benefici personali²⁵.

Il problema di agenzia si configura quindi più complesso: da una parte gli azionisti che non sono in grado di controllare l'operato del loro agente in modo efficace, in quanto ogni tipo di accordo contrattuale stipulato tra le parti è fondato su informazioni incomplete, non permettendo così di garantire una perfetta esecuzione dell'incarico nell'interesse del proprietario²⁶. Dall'altra l'agente – manager che detiene e di fatto esercita il potere decisionale pur non sopportando una parte importante degli effetti che le sue decisioni producono sul risultato economico d'impresa. In altre parole ai benefici del processo di managerizzazione delle imprese è necessario accostare la difficoltà di ricondurre ad unità gli interessi degli attori coinvolti in tale processo con quelli della proprietà.

L'impedimento di maggior rilievo è rappresentato proprio dal diverso potere di controllo sulla gestione che fonda la propria esistenza sulla disponibilità di informazioni.

Si osservi infine come in situazioni aziendali nelle quali di fatto il potere di controllo della gestione è esercitato dagli stessi attori che sono anche proprietari, il meccanismo della delega perde di significato sostanziale. Con esso il problema informativo non ha rilevanza e viene meno il conflitto di interessi, riducendo così anche la portata del problema di agenzia²⁷.

²⁵ Cfr. ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, II Edizione, Giappichelli, Torino, 1994; JENSEN M., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, in *American Economic Review*, Vol.76, n. 2, 1986; MELIS A., *op. cit.*, Giappichelli, Torino, 1999, pagg.17 e segg.; MILGROM P., ROBERTS J., *op.cit.*, 1992.

²⁶ Come osserva Schillaci “i contratti sono generalmente incompleti a causa dell'impossibilità delle parti di descrivere ex ante, in un contratto univocamente interpretabile da terzi, le eventualità future e quindi le azioni da compiere per ciascuna eventualità”, SCHILLACI C.E., *Management e Proprietà*, Giappichelli, Torino, 1997, pag.9, nota 15.

²⁷ Con riferimento alle aziende italiane Melis osserva come il principale problema di corporate governance sia rappresentato dal controllo che l'azionista di riferimento esercita sull'alta direzione affinché la stessa persegua gli interessi dell'azionista. Nel campione dell'analisi condotta dall'Autore emerge che in più del 50% dei casi l'azionista di riferimento nomina sia gli

L'asimmetria informativa tra principale ed agente, cioè tra proprietà e controllo, evidenzia così la necessità di stipulare accordi contrattuali per il cui rispetto il principale deve sostenere costi sia di monitoraggio che costi connessi all'incentivazione. Il sostenimento di tali costi non assicura in ogni caso l'eliminazione assoluta delle asimmetrie informative, cioè una soluzione perfetta del problema informativo. Se da una parte infatti i proprietari trovano difficoltà nel comunicare perfettamente quelli che sono i propri interessi ed obiettivi, dall'altra i manager subiscono l'influenza dei fattori esogeni nella loro attività di perseguimento degli obiettivi nell'interesse del principale.

In altre parole sia il proprietario sia il manager sono attori dotati di razionalità limitata che incide sul loro grado di conoscenza delle relazioni mezzi-fini proprie del loro operare.

6.3.2 *Il grado di polverizzazione dell'azionariato*

L'aumento delle dimensioni aziendali in presenza di incertezza ambientale può portare i proprietari a ridurre il proprio coinvolgimento nell'attività di gestione attraverso la diversificazione dei propri investimenti²⁸. L'azionista che detiene così un investimento ridotto nell'attività di un'impresa presenterà un interesse limitato ad esercitare un controllo diretto sulla gestione d'impresa e una forte motivazione alla massimizzazione del profitto in grado di aumentare il valore delle azioni possedute.

Concorre così alla formazione del problema informativo anche il grado di polverizzazione della compagine societaria

organi di governo sia quelli di controllo. In tal modo spesso all'alta direzione spetta solo il limitato compito di ratificare quanto deciso dall'azionista di riferimento e la valutazione dell'operato della stessa viene raramente condotta attraverso una procedura obiettiva e trasparente. Cfr. MELIS A., *op. cit.*, 1999, pagg. 117 e seguenti.

²⁸ Il fatto che l'azionista ricerchi un portafoglio titoli opportunamente diversificato in modo da minimizzare il rischio complessivo tende a rendere lo stesso attore neutrale rispetto al rischio di un singolo investimento (relazione unica con l'agente).

dell'impresa. Quanto maggiore è il numero di azionisti tanto maggiore è il problema informativo.

Infatti all'aumentare del grado di polverizzazione dell'azionariato di una società si assiste ad un aumento dei costi per esercitare un controllo diretto da parte di ciascun azionista sull'operato dei manager. Questo fa sì che la relazione di delega tra azionista e manager sia impiegata nella sua massima espressione e che ai costi di controllo vengano preferiti quelli connessi al sistema degli incentivi, in quanto correlati alla dimensione in termini di fatturato nell'impresa, e un'eventuale dismissione immediata dell'investimento²⁹.

La presenza di un azionariato diffuso condiziona così necessariamente l'allocazione del potere decisionale interamente presso i manager ai quali è affidata la gestione dell'impresa. Ciascun azionista possiede un interesse limitato nell'impresa ed esso è condizionato alla capacità dei manager di massimizzare il profitto.

Le principali conseguenze di una lettura della realtà delle società ad azionariato diffuso attraverso la teoria dell'agenzia sono:

- qualora l'operato in termini di risultato economico raggiunto dai manager non soddisfi le aspettative dell'azionista proprietario quest'ultimo ha la possibilità di dismettere la propria partecipazione sostenendo costi minori di quelli per il controllo e l'incentivazione previsti dalla teoria dell'agenzia;
- la moltiplicazione dei rapporti principale – agente a causa del numero elevato di azionisti ai quali lo stesso management deve rispondere del proprio operato, pone altrettanti problemi informativi la cui soluzione risiede

²⁹ Fama e Jensen (1983) osservano come “when there are many residual claimants, it is costly for all of them to be involved in decision control and it is efficient for them to delegate decision control” e concludono ribadendo come “in complex organizations, the benefits of diffuse residual claims and the benefits of separation of decision functions from residual risk bearing are generally greater than the agency costs they generate, including the costs of mechanisms to separate the management and control of decisions” FAMA E.F., JENSEN M.C., *Separation of Ownership and Control*, in Barney J.B., Ouchi W.G., *op. cit.*, 1986, pag. 283 e 284.

nello sviluppo di una attività di comunicazione strutturata e continuativa;

- la facilità di disinvestimento in capo all'azionista porta a ritenere che lo stesso possa non aver convenienza a far rispettare l'accordo contrattuale principale – agente. In tale situazione il problema informativo deve essere costantemente riesaminato e risolto nel brevissimo termine;
- infine l'approccio dell'agenzia, in presenza di un elevato grado di polverizzazione dell'azionariato, accentua l'attenzione sugli interessi degli azionisti, sulla relazione contrattuale con i manager senza considerare altri interessi che possono convergere nell'impresa.

6.4 Il problema informativo e la scelta di quotazione in borsa

Gli studi che si rifanno alla teoria dell'agenzia portano a concentrare l'attenzione sul ruolo dell'informazione quale fattore scatenante una scelta di quotazione in borsa. Una scelta di quotazione in borsa viene così ad essere fortemente correlata alle caratteristiche e alla rilevanza del problema informativo.

In condizioni di complessità ambientale ed organizzativa il peso del problema informativo diviene rilevante e la sua soluzione richiede un accordo tra le parti, azionisti e management, dove trovano definizione l'obiettivo della massimizzazione del profitto proprio degli azionisti e i meccanismi di controllo e di incentivo concordati con il management affinché operi nell'interesse degli azionisti³⁰.

³⁰ A questo proposito Schillaci osserva come nei paesi anglosassoni il potere di governo delle imprese di maggiori dimensioni sia nelle mani del management a causa del frazionamento elevato del capitale di rischio. Su tale realtà la teoria dell'Agenzia ha indagato concentrandosi sui comportamenti opportunistici dei manager e sulle asimmetrie informative di cui questo gode rispetto alla proprietà. Cfr. SCHILLACI C.E., *op. cit.*, 1997, pag.5.

Il ruolo svolto da una scelta di quotazione in borsa è duplice: facilitare e rafforzare il funzionamento dei meccanismi di contenimento dei costi di agenzia; strutturare e migliorare le attività di comunicazione tra gli attori interessati.

Innanzitutto la scelta di quotarsi in borsa opera come meccanismo fondamentale di controllo sull'operato del management affinché lo stesso persegua non i propri interessi ma quelli degli azionisti. Infatti il mercato dei capitali nel quale l'impresa si inserisce attraverso l'operazione di quotazione delle proprie azioni opera un controllo sull'operato degli amministratori attraverso la minaccia di scalate ostili³¹. Tali minacce aumentano al diminuire delle performance d'impresa che costituiscono il principale interesse degli azionisti. Attraverso quindi l'operazione di quotazione in borsa gli azionisti sono in grado di esercitare un controllo maggiore sui risultati ottenuti dal management riducendo il rischio di comportamenti opportunistici fondati sulla presenza di posizioni informative asimmetriche sulla gestione aziendale³². Qualora gli amministratori non perseguissero infatti gli interessi degli azionisti porterebbero l'impresa a subire una scalata ostile il cui risultato sarebbe quello di sostituire la struttura proprietaria esistente con un'altra e di conseguenza anche il management in

³¹ Cfr. JENSEN M., *Takeover: Folklore and Science*, in Hoffman J. Moore, *Business Ethics*, Mc Graw Hill, 1990, pag.239 e segg.; JENKINSON T., MAYER C., *Hostile Takeover. Defence, Attack and Corporate Governance*, Mc Graw Hill, 1994; MANNE H., *Mergers and the market for Corporate Control*, in *Journal of Political Economy*, n.73, 1965.

³² Fama e Jensen (1983) sul ruolo del mercato dei capitali all'interno di una relazione di agenzia osservano come "the unrestricted alienability of the residual claims of open corporations gives rise to an external monitoring device unique to these organizations-a stock market that specializes in pricing common stocks and transferring them at low cost. Stock prices are visible signals that summarize the implications of internal decisions for current and future net cash flows. This external monitoring exerts pressure to orient a corporation's decision process toward the interests of residual claimants", FAMA E.F., JENSEN M.C., *op. cit.*, in Barney J.B., Ouchi W.G., *op. cit.*, 1986, pag. 287.

quanto destinatario di un mandato fiduciario da parte degli azionisti³³.

In sintesi la maggior liquidabilità dell'investimento che deriva dalla quotazione in borsa consente al principale-azionista di esercitare nell'ambito di una relazione di agenzia una minaccia reale in caso di mancato rispetto dell'accordo contrattuale (perseguimento massimo profitto).

Operare poi sui mercati dei capitali accentua anche il ruolo svolto dal mercato del lavoro³⁴. Quando, in presenza di azionariato diffuso e di separazione pronunciata tra proprietà e controllo, le asimmetrie informative assumono un ruolo importante nella gestione del rapporto principale-agente, lo status di società quotata accentua la minaccia di sostituzione del management proveniente dal mercato del lavoro manageriale³⁵. Infatti la scelta di quotazione comporta anche una valorizzazione delle migliori capacità manageriali e l'opportunità di attrarre le risorse migliori presenti sul mercato del lavoro.

A questo si somma il fatto che qualora il manager non sia in grado di soddisfare le esigenze degli azionisti, esso verrà sostituito con poche difficoltà contando anche sull'immagine e presti-

³³«L'avvento di una scalata ostile offre l'opportunità ad un potenziale acquirente di verificare le performance del Consiglio di Amministrazione in carica e di sostituirlo nel caso sia ritenuto utile. Il mercato per il controllo aziendale o mercato delle scalate viene definito come il luogo dove squadre di alti dirigenti competono per il diritto di gestire le risorse aziendali (cfr. JENSEN M., RUBACK R., *The market for Corporate Control. The Scientific Evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 11, 1983 pag.6)», Melis A., *op. cit.*, 1999, pag. 27.

³⁴Fama (1980) sostiene che la risoluzione ai problemi di incentivo legati alla separazione tra proprietà e controllo nelle società ad azionariato diffuso, siano da ricercare nei meccanismi del mercato del lavoro manageriale e dei capitali. L'ipotesi è che il valore attribuito alle azioni da un efficiente mercato dei capitali si rifletta sul valore attribuito dal mercato del lavoro ai manager dell'impresa. In questa logica pertanto le oscillazioni dei valori azionari costituiscono degli indicatori di efficacia manageriale utilizzabili dagli azionisti per determinare la retribuzione dei managers in relazione alla loro abilità di accrescere il valore dell'impresa. Cfr. FAMA E.F., *op. cit.*, 1980.

³⁵Cfr. SCHILLACI E.C., *op. cit.*, 1997 pag. 7; COSTA G., *Economia e direzione delle risorse umane*, Utet, Torino, 1990.

gio che il governo di una società quotata è in grado di offrire al manager.

Infine la scelta di quotazione consente di impostare un sistema degli incentivi ancorato a performance in un certo senso più obiettive per entrambi gli attori coinvolti in quanto punto di incontro tra interessi differenti sul mercato dei capitali. E' necessario peraltro osservare come la quotazione in borsa non sia condizione necessaria per impostare un sistema degli incentivi ma piuttosto si ponga come facilitatore di un sistema degli incentivi e permetta allo stesso di essere ancorato a risultati riconosciuti dalla pluralità degli azionisti.

Come enunciato sopra la quotazione in borsa rappresenta una soluzione al problema informativo anche in quanto contribuisce a ridurre le asimmetrie informative nel rapporto principale-agente in quanto impone l'assolvimento di una serie di obblighi informativi. La presenza di tali regole è finalizzata ad aumentare la trasparenza nel rapporto tra azionisti e management riducendo così le asimmetrie informative ed i rischi che le stesse comportano.

La trasparenza nei rapporti tra azionisti e management passa attraverso l'istituzionalizzazione e la strutturazione di una funzione di comunicazione. L'oggetto di tale attività di comunicazione deve essere incentrato sulla gestione aziendale frutto delle scelte strategiche la cui responsabilità fa capo al management³⁶. In tal modo gli azionisti sono in grado di verificare se il management sta perseguendo i risultati-obiettivi prescelti e se ci sono le prospettive positive per il conseguimento della massimizzazione del profitto in futuro.

E' necessario ricordare come la quotazione in borsa non possa rappresentare da sola "la soluzione" ai problemi informativi tra azionisti e management che emergono in determinate condizioni ambientali ed organizzative. Si tratta invece di una soluzione che interviene a riduzione delle asimmetrie informative e della divergenza di interessi, migliorando e rafforzando l'efficacia degli

³⁶ Cfr. GUATRI L., VICARI S., *op. cit.*, 1994.

strumenti di controllo e di incentivazione ed aumentando la trasparenza informativa.

Con riferimento a quest'ultimo effetto si osserva come tale la relazione quotazione - aumento della trasparenza assume un significato limitato se non si persegue contestualmente una attività di strutturazione dei flussi di informazione all'interno dell'impresa e un'attività continuativa di comunicazione all'esterno di tutte le informazioni rilevanti. In tal modo da una parte si ridurrebbe il rischio che vengano comunicate all'esterno informazioni non veritiere dall'altra si aumenterebbero le opportunità di attrarre azionisti potenziali e manager altamente qualificati.

6.5 Contributi e limiti

Nello studio delle dinamiche decisionali che possono caratterizzare un'impresa quotanda, l'apporto della teoria d'agenzia rivela alcuni spunti importanti.

L'analisi di una scelta di quotazione secondo lo schema principale - agente porta a lasciare in secondo piano le cause economico finanziarie e quelle strategiche che possono aver indotto tale scelta e a concentrare l'attenzione sugli individui e le loro relazioni.

Così un primo contributo ad ampliare l'analisi delle cause di quotazione in borsa è rappresentato dall'accento sulla razionalità limitata dei soggetti, le conseguenze in termini di interessi confliggenti e di atteggiamento verso il rischio, e il ruolo dell'informazione. In presenza di complessità ambientale e organizzativa e di incertezza, la condizione di razionalità limitata degli individui spiega l'adozione del meccanismo della delega.

La delega pone a sua volta un problema di controllabilità dei comportamenti che si fonda sull'esistenza di un'asimmetria informativa tra soggetto delegante e soggetto delegato.

Il focus sull'individuo e sul grado di conoscenza della relazione mezzi-fini porta a studiare l'operazione di quotazione quale

possibile soluzione ad un problema di asimmetria informativa tra individui dotati di razionalità limitata³⁷.

I soggetti sono distinti nel ruolo di principale (proprietari-azionisti) e nel ruolo di agente (management). L'asimmetria informativa interessa l'attività di gestione dell'impresa e richiede l'adozione da parte del principale di meccanismi di riduzione delle divergenze tra propri obiettivi e obiettivi perseguiti dal management. E' evidente peraltro come tale soluzione non possa definirsi perfetta e definitiva ma richieda l'introduzione di meccanismi che operano nel senso di una continua riduzione delle divergenze tra azionisti e manager anche post quotazione.

In questo senso un secondo contributo agli studi sulle scelte di quotazione in borsa è correlato al rilievo che viene attribuito all'esistenza di strumenti adeguati di gestione e contenimento delle asimmetrie informative anche nell'impresa quotata. Non è sufficiente così quotarsi per risolvere il proprio problema informativo ma è necessario assicurarsi una capacità di comunicare le proprie scelte sia all'interno che all'esterno dell'impresa.

La trasparenza informativa viene così ad essere studiata come causa e non solo come effetto di una scelta di quotazione in borsa da parte del soggetto economico.

Infine lo studio del comportamento dei manager in qualità di agenti ha permesso di evidenziare come gli stessi non sempre agiscono nell'interesse dell'impresa e in ogni caso perseguono anche interessi di tipo personale³⁸. Diviene così importante la progetta-

³⁷ Si presti attenzione al fatto che se gli investitori hanno comunque accesso ad informazioni imperfette le imprese che si trovano non in buone condizioni avranno il maggior incentivo e potranno trarre il maggior vantaggio da un'operazione di quotazione in borsa. Questo fenomeno, osserva Perrini comporta il verificarsi di costi impliciti, quali in particolare quelli connessi all'underpricing al momento della quotazione. Infatti se vi fosse informazione perfetta tale costo iniziale sarebbe sostenuto solo dalle imprese con risultati mediocri mentre in condizioni di imperfezione deve essere sostenuto da tutte le imprese, Cfr. PERRINI F., *op. cit.*, 1999, pag.77 e seguenti.

³⁸ Perrini osserva come il management attraverso l'operazione di quotazione si assicuri alcuni vantaggi personali che differiscono rispetto a quelli in capo alla società emittente, quali la visibilità internazionale, l'immagine, maggiori incentivi economici, PERRINI F., *op. cit.*, 1999.

zione di strumenti di controllo e di incentivazione efficaci cioè in grado di agire sul comportamento dei manager al fine di far loro perseguire gli interessi degli azionisti. Trascurare l'importanza di adeguati strumenti di incentivazione e controllo dell'operato dei manager può portare ad un totale disallineamento degli interessi che conduce nel tempo alla distruzione dell'impresa stessa³⁹.

L'accostamento tra problema informativo e scelta di quotazione in borsa in un'ottica di teoria dell'agenzia presenta peraltro alcuni rilevanti limiti all'esplicazione del fenomeno.

Innanzitutto la teoria di agenzia ha portato ad approfondire i problemi informativi connessi al rapporto tra due sole categorie di soggetti, il principale inteso come proprietario-azionista e l'agente nella figura del management, nella ricerca di una soluzione ai problemi in capo al solo proprietario. La bontà delle soluzioni in grado di aumentare la controllabilità dei comportamenti e di diminuire le asimmetrie informative viene verificata pertanto in relazione solo agli interessi del principale-azionista.

Conseguentemente si tende a valutare la convenienza connessa ad una scelta di quotazione in borsa in relazione alle aspettative-interessi che fanno capo agli azionisti.

Alcuni autori⁴⁰ sottolineano come in realtà gli interessi che convergono sulle scelte d'impresa provengono anche da soggetti diversi dagli azionisti-proprietari. Lo schema di relazione principale-agente si amplia così sottolineando la presenza di una pluralità di soggetti –principali che non necessariamente sono proprietari.

Il riferimento è al *stakeholders model* dove la soluzione al problema informativo non passa attraverso l'allineamento degli interessi del management a quelli degli azionisti, ma richiede la ricerca di una convergenza con gli interessi di tutti gli altri stake-

³⁹ Sull'importanza di adeguati strumenti di allineamento degli interessi degli azionisti e dei managers si veda lo studio condotto in SCHILLACI C.E., *op. cit.*, 1997.

⁴⁰ Con riferimento alla specifica tematica delle operazioni di quotazione in borsa si vedano PERRINI F., *op. cit.*, 1999; GUATRI L., VICARI S., *op. cit.* 1994.

holders⁴¹. In tal modo il problema informativo richiede di essere affrontato in modo più completo ricercando il contenuto degli obiettivi degli altri portatori di interessi e implementando le attività di comunicazione⁴² soprattutto esterna al fine di creare consenso e fiducia attorno alle scelte dell'impresa.

Un ulteriore limite opera indipendentemente dalla numerosità e diversità dei soggetti-principali ed è riconducibile all'impostazione prettamente economica dell'approccio considerato.

L'attenzione all'individuo economico e alle sue relazioni porta a considerare l'impresa come un insieme di relazioni tra soggetti che in virtù di un accordo operano in modo più efficiente rispetto al mercato. L'impresa viene così vista nella sua dimensione atomistica e relazionale dove i soggetti sono visti quali portatori di interessi differenti che insistono su un'unica realtà d'impresa.

La forte esigenza di gestire le asimmetrie informative tra soggetti prevale sull'analisi delle problematiche gestionali dell'impresa. Accade in tal modo che gli interessi divengono interessi esterni che insistono singolarmente o a gruppi sull'impresa e sono concentrati soprattutto sulla dimensione economica dell'oggetto di transazione tra principale ed agente (il profitto).

⁴¹ In tal modo una scelta di quotazione in borsa dovrebbe essere verificata in relazione al contenuto degli obiettivi di tutti gli altri portatori di interessi. Non può bastare quindi la risoluzione del problema informativo tra alta direzione ed azionisti ma occorre tener conto anche dei problemi di agenzia esistenti tra creditori-azionisti oltre che degli interessi degli altri stakeholders che non offrono capitale all'impresa, cfr. MELIS A., *op.cit.*, 1999, pag. 40 e segg.; ONIDA P., *op. cit.*, Utet, Torino, 1968, pag. 90 e segg.; AIROLDI G., *Modelli di capitalismo e modelli d'impresa*, in *Economia & Management*, n. 2, 1993; CODA V., *op. cit.*, 1988; AIROLDI G., *Assetti istituzionali e assetti organizzativi*, in Costa G., Nacamulli R.C.D., *Manuale di Organizzazione Aziendale*, vol.I, Utet, Torino, 1996, pagg.356-379.

⁴² Guatri definisce a questo proposito la comunicazione come la "funzione del management che consiste nel definire, pianificare e gestire l'immagine dell'azienda, la reciproca informazione e la mutua comprensione con i diversi tipi di pubblico esterno ed interno", GUATRI L., VICARI S., *op. cit.*, 1994, pag. 289.

Un terzo limite attiene al rilievo che tale approccio riserva alla dimensione economica nel funzionamento dei sistemi di controllo ed incentivo quali mezzi di riduzione dei costi di agenzia, tralasciando una dimensione più propriamente organizzativa degli stessi.

Le asimmetrie informative, quanto maggiore è il numero di azionisti e aumenta l'estraneità degli interessi rispetto a quelli dell'impresa (disinteresse per le vicende dell'impresa) tendono ad essere risolte con il ricorso a strumenti correlati al profitto (il quanto), tralasciando le problematiche correlate alla struttura organizzativa del controllo e del sistema degli incentivi⁴³.

Così la stessa quotazione in borsa viene vista come un'opportunità di impiegare strumenti di controllo dei comportamenti dei managers correlati al profitto (azioni ai manager, andamento valore dei titoli,...) dimenticando che la delega pone prima di tutto un problema organizzativo la cui risoluzione passa attraverso la ricerca di una coerenza con i meccanismi operativi esistenti all'interno dell'impresa⁴⁴.

Infine un limite particolare all'analisi economica delle motivazioni di una scelta di quotazione in borsa è rappresentato dalla specificità proprie delle imprese nel Paese in cui tale approccio si è sviluppato. Mentre gli studi anglosassoni si concentrano sul modello d'impresa definito come public company, gli studi in Italia confermano la necessità di apportare opportuni aggiusta-

⁴³ L'obiettivo dei proprietari cioè la massimizzazione del profitto diviene così in prima approssimazione condivisibile da entrambe le parti in quanto aumenta sia la ricchezza degli azionisti che dei manager. Il valore delle azioni costituisce così il criterio oggettivo e decisivo mediante il quale le performance del top management vengono giudicate dagli azionisti. Cfr. MELIS A., *op.cit.*, 1999, pag. 48 e seguenti.

⁴⁴ Sull'introduzione di meccanismi, processi e strumenti di governo che favoriscano di fatto un corretto funzionamento del rapporto di agenzia, si veda CARLESÌ L., TERZI V., TORTORICI V., *Una Corporate Governance per crescere*, in *La Valutazione delle aziende*, Finanza e Valore, Milano, n. 23, 2001, pag.24.

menti alle conclusioni della teoria dell'agenzia connessi al fatto che prevalgono le imprese a ristretta base azionaria⁴⁵.

Le imprese italiane presentano una forte integrazione se non addirittura una coincidenza tra la funzione proprietaria e la funzione di governo. Pertanto esse non soffrono tanto di un problema derivante dalla separazione tra proprietà e controllo bensì di un problema connesso al coinvolgimento della proprietà nel governo dell'impresa⁴⁶.

Così la presenza di un azionista di riferimento che sussume in sé le funzioni di proprietà e gestione, impone di riesaminare il problema informativo tra principale ed agente. Da una parte l'azionista di riferimento quasi sempre esercita un controllo diretto sull'attività d'impresa lasciando al management una funzione esecutiva⁴⁷, dall'altra il rapporto di delega caratterizza gli altri azionisti (di minoranza) nel ruolo di principali-deleganti e l'azionista di riferimento che riassume in sé anche le funzioni manageriali, nel ruolo di agenti⁴⁸.

In tal modo l'attenzione sulle asimmetrie informative viene spostata sul rapporto tra azionista di riferimento e altri azionisti dove questi ultimi si potranno avvalere dei mezzi a loro disposizione per ridurre i comportamenti opportunistici dell'azionista di riferimento.

La questione della valutazione della convenienza di un'operazione di quotazione in borsa richiede di tener conto:

⁴⁵ Cfr. PERRINI F., *op. cit.*, 1999; MELIS A., *op. cit.*, 1999; GUATRI L. VICARI S., *op. cit.*, 1994.

⁴⁶ Cfr. SCHILLACI E.C., *op. cit.*, 1997, pag.16 e segg.

⁴⁷ "L'autonomia decisionale dell'Alta Direzione non è soggetta al potere esercitato da banche e dipendenti, ma principalmente è limitata fortemente dalla presenza di investitori che possiedono quote azionarie importanti, i quali prendono il nome di azionisti di riferimento", in MELIS A., *op. cit.*, 1999, pag. 65.

⁴⁸ Melis riporta la distinzione, fondata sul grado di coinvolgimento dei soggetti portatori di capitale all'interno del sistema di corporate, tra sistemi aziendali basati sul mercato e sistemi aziendali basati sulle relazioni. Nei sistemi di mercato, riconducibili all'esperienza americana, il coinvolgimento diretto nella gestione è ridotto. Diversamente nei sistemi aziendali basati sulle relazioni, riconducibili all'esperienza renana e latina, il grado di coinvolgimento diretto nella gestione è elevato. Cfr. MELIS A., *op.cit.*, 1999, pag.5.

- che gli azionisti di minoranza hanno interesse ad un'operazione di quotazione in quanto capace di migliorare la comunicazione e la trasparenza delle informazioni aziendali;
- che l'azionista di riferimento deve valutare i rischi e gli svantaggi connessi ad una perdita di controllo delle informazioni sull'attività aziendale⁴⁹.

6.6 Considerazioni conclusive

Il ruolo fondamentale riconosciuto all'informazione porta tale approccio di analisi a concentrarsi sulle asimmetrie informative tra azionisti e manager quali elementi causali di una scelta di quotazione in borsa.

La quotazione in borsa viene così vista in relazione al problema informativo come un canale privilegiato di comunicazione dell'attività aziendale al mercato, inteso come insieme di azionisti attuali e potenziali.

Si è affermato in generale che tale scelta risponde alle esigenze di un aumento della trasparenza delle informazioni e di un aumento della tutela degli azionisti, in particolare di quelli di minoranza, nel loro ruolo di principali⁵⁰. Infatti una scelta di quotazione può assolvere ad un'importante funzione di stabilità e trasparenza nei rapporti tra attori fondati sull'informazione in quanto

⁴⁹ Tra i risultati della ricerca empirica condotta da Melis (1999) su un campione di aziende italiane, l'azionista di riferimento risulta essere molto attivo nei riguardi della gestione d'impresa e agisce come azionista interno. Egli infatti si pone in una posizione di forza rispetto all'asimmetria di informazione esistente, con riguardo all'impresa nei confronti degli azionisti esterni (che costituiscono il mercato). Ne segue l'importanza di verificare che i problemi potenziali di conflitto di interessi sorgono tra l'azionista di riferimento ed i piccoli azionisti esterni. Cfr. MELIS A., *op. cit.*, 1999.

⁵⁰ Cfr. PERRINI F., *op. cit.*, 1999.

consente di comunicare le decisioni, strategie e risultati dell'impresa ai finanziatori anche potenziali⁵¹.

Peraltro è necessario ricordare come:

- una scelta di quotazione può non bastare alla soluzione di un problema informativo
- il problema informativo deve essere sviluppato all'interno del contesto storico e istituzionale proprio dell'Italia⁵².

Infatti se quotarsi sul mercato richiede l'adesione ad un sistema di norme, il Testo Unico della Finanza, che mirano ad assicurare la trasparenza dell'agire delle società sul mercato e la tutela degli azionisti, è necessario domandarsi se questi vincoli che operano all'esterno dell'impresa siano sufficienti per risolvere il problema informativo così come è stato individuato.

In altre parole se lo status di società quotata sia in grado di offrire ai differenti portatori di interessi informazioni più attendibili e trasparenti reprimendo di fatto i comportamenti opportunistici in capo al management (che nel caso italiano risponde alla volontà dell'azionista di riferimento).

Una risposta richiede di verificare la volontà di fatto in capo al soggetto economico di rafforzare il funzionamento dei meccanismi che consentono la riduzione delle asimmetrie informative.

La scelta di quotazione in borsa dovrebbe rappresentare infatti un segnale forte che il soggetto economico intende dare all'esterno sul come intende trattare i rapporti con gli azionisti⁵³. Spesso peraltro l'azionista di riferimento guarda all'aumento della trasparenza e comunicazione sulle attività aziendali e all'allargamento della base azionaria come ad una minaccia al mantenimento di un controllo diretto sulla gestione aziendale.

⁵¹ "La quotazione in borsa conferisce un'idea di stabilità e d'implicita garanzia di trasparenza all'impresa quotata" PERRINI F., *op. cit.*, 1999, pag. 63, nota 5.

⁵² "(...) isolare una formula dal contesto storico ed istituzionale nel quale essa si è sviluppata è un'operazione di dubbio significato" GUATRI L., MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992, pag.228; cfr. MELIS A., *op. cit.*, 1999; GUATRI L., VICARI S., *op. cit.*, 1994.

⁵³ Cfr. FAMA E.F., *op. cit.*, 1980; JOVENITTI P., *op. cit.*, 1994.

In questo senso è possibile concludere osservando che, diversamente dall'esperienza anglosassone⁵⁴, gli studi sulle dinamiche proprie degli assetti istituzionali delle imprese italiane ricorrono al problema informativo per individuare le motivazioni alla base di una rinuncia da parte del soggetto economico (azionista di riferimento) ad un'operazione di quotazione in borsa fondata sul timore che la stessa possa ridurre le asimmetrie informative e conseguentemente il potere di controllo sulla gestione⁵⁵.

L'analisi delle motivazioni che spingono il soggetto economico a temere una quotazione in borsa deve guardare anche alla cultura presente all'interno dell'impresa con particolare riferimento all'attenzione verso le modalità di formazione e gestione delle informazioni all'interno dell'impresa⁵⁶ e al rapporto con l'ambiente esterno⁵⁷.

⁵⁴ In presenza di azionariato diffuso l'azionista di controllo può trovare interesse alla quotazione in relazione alla necessità di dismettere o ridurre il proprio impegno finanziario nella società. In casi limite tali azionisti possono promuovere la quotazione per poi vendere le proprie azioni immediatamente dopo in relazione alla conoscenza delle prospettive future negative per la società.

⁵⁵ "...Il gruppo di comando pone maggiore attenzione al controllo societario rispetto alle esigenze economico finanziarie dell'azienda e necessita di maggior tempo per modificare la propria cultura poco incline verso modelli di proprietà aperti", PERRINI F., *op. cit.*, 1999, pag. 59.

⁵⁶ Schillaci osserva come la cultura aziendale accanto al grado di concentrazione e alla composizione dell'assetto proprietario rappresentano le condizioni per l'introduzione di meccanismi di partecipazione del management al capitale di rischio, SCHILLACI E.C., *op. cit.*, 1997, pag.33.

⁵⁷ Lo sviluppo di una funzione di comunicazione esterna ha come obiettivo quello di ricercare il consenso sociale presso i portatori di interessi sulle scelte operate dal soggetto economico d'impresa. Una dimensione particolare della comunicazione esterna è la cosiddetta comunicazione finanziaria definita come "ogni tipo di informazione, rivolta all'esterno suscettibile di influenzare in modo diretto il prezzo delle azioni". E' necessario stabilire quali informazioni possono essere diffuse per non incorrere nel rischio di diffondere notizie che dovrebbero essere tenute riservate. Cfr. GUATRI L., VICARI S., *op. cit.*, 1994, pag. 290 e seguenti. Rappaport si sofferma sulla relazione tra attività di comunicazione esterna e valore delle azioni, sostenendo che se il management intende perseguire una nuova strategia di creazione di valore il ruolo delle comunicazioni agli investitori assume importanza per informare sul nuovo orientamento strategico la comunità finanziaria. Così se la strategia risulta cre-

Il rischio che si corre è quello di dare eccessiva importanza, nelle problematiche di corporate governance, alle norme e alla trasparenza che il loro rispetto dovrebbe garantire (dimensione esterna) senza considerare la componente organizzativa in grado di supportare il rispetto sostanziale di tali norme imposte sul mercato dei capitali (dimensione interna).

dibile l'aumento della quotazione azionaria che ne conseguirà potrà dare al management l'occasione di realizzarla, cfr. RAPPAPORT A., *op. cit.*, 1986 (trad. it. *La strategia del valore*, 1997), pag.188.

CAPITOLO SETTIMO

IL PROBLEMA ECONOMICO AZIENDALE E L'OPERAZIONE DI QUOTAZIONE IN BORSA

SOMMARIO: 7.1. Premessa. – 7.2. Il problema economico aziendale. – 7.3. Il sistema degli obiettivi. – 7.4. Gli obiettivi e le strategie aziendali. – 7.5. Le strategie e le tensioni aziendali. – 7.6. Il soggetto strategico. – 7.7. Implicazioni.

7.1 Premessa

Un contributo di più ampio respiro allo studio dei fattori determinanti una scelta di quotazione in borsa può trovare fondamento nell'Economia Aziendale, intesa come scienza economica che ricomprende le differenti aree di approfondimento attinenti e conseguenti alla problematica economica delle entità produttive¹.

Un tale approccio di studio non si pone in alternativa ai precedenti bensì come opportunità di ordinare le differenti evidenze ottenute dagli studi specialistici in una visione sistemica facente riferimento all'impresa e al suo soggetto economico.

I concetti di azienda di produzione e di soggetto economico costituiscono i due elementi caratterizzanti l'approccio economico aziendale.

La quotazione in borsa viene studiata come soluzione ad una questione non più solo finanziaria piuttosto che strategica o informativa, ma in quanto soluzione ad un problema che tiene conto della complessità derivante dalla realtà aziendale.

¹ “L'Economia Aziendale considera gli istituti economici, o aziende, sotto il solo aspetto economico, cioè ipotizza che le persone che compongono gli istituti stessi abbiano la sola motivazione di coordinare nel modo più razionale mezzi a fini e viceversa”, ARDEMANI E., *L'impresa – L'economia delle imprese* Vol.I, 3° ed., Giuffrè, Milano, 1989, pag.7.

Gli studi specialistici sono tesi ad individuare ed isolare un fattore causale predominante che porta ad una scelta di quotazione in borsa. Nell'ambito di un approccio economico aziendale si procede invece ad individuare un insieme di fattori che possono, con peso differente, concorrere alla formulazione di una scelta di quotazione.

In altre parole il problema economico aziendale non attiene a questioni differenti da quelle esaminate nei capitoli precedenti bensì le ordina in una visione più complessa e ampia riconducibile all'istituto azienda visto nella sua unità e durabilità (Tabella 7. 1).

APPROCCIO	IPOTESI DI BASE
Finanza aziendale	Risposta del soggetto economico ad un problema finanziario (la gerarchia delle fonti) <i>correlazione quotazione e fabbisogno finanziario</i>
Strategic Management	Risposta del soggetto economico all'esigenza in un particolare momento del ciclo di vita dell'impresa di massimizzare il valore economico della stessa (per gli azionisti) <i>Correlazione tra quotazione e strategia di crescita all'interno della teoria della creazione e diffusione del valore</i>
Teoria d'impresa (teoria dell'agenzia)	Risposta ai problemi di asimmetria informativa tra attori del mercato <i>Correlazione tra quotazione e trasparenza delle informazioni sul mercato finanziario</i>
Economia aziendale	Risposta ad una serie complessa ed articolata di tensioni endogene ed esogene presenti nell'impresa in seguito alla formulazione della strategia aziendale da parte del soggetto economico <i>Correlazione tra quotazione e l'insieme delle tensioni gestionali, organizzative e di informazione/controllo.</i>

Tabella 7. 1- *Gli approcci allo studio della scelta di quotazione*

L'ipotesi di correlare operazione di quotazione e problema aziendale richiede di definire innanzitutto cosa si intende per problema aziendale e se tale approccio di matrice causale possa essere in grado di migliorare la conoscenza della genesi di una scelta così complessa. La ricerca si concentra quindi sull'individuazione di un insieme di fattori inseriti in un quadro sistemico che possano determinare l'assunzione in capo al soggetto economico di una scelta di quotazione.

L'attenzione al soggetto volitivo e al processo decisionale rappresenta un secondo contributo rilevante degli studi economico aziendali all'analisi delle scelte di quotazioni in borsa. L'esercizio di tale scelta viene così ad essere studiato in relazione agli interessi del soggetto che l'ha intrapresa considerando la complessità della situazione aziendale sulla quale la decisione va ad incidere.

L'obiettivo di questa seconda parte del lavoro consiste nell'individuazione, all'interno di una visione unitaria ed istituzionale del fenomeno azienda, di un insieme di fattori causali che possono portare ad una scelta di quotazione.

Diversamente dagli studi specialistici non si cercherà pertanto una correlazione prevalente in grado di dare spiegazione ad una scelta di quotazione indipendentemente dalle caratteristiche di ciascuna realtà aziendale e dei soggetti volitivi. Tale correlazione presenta infatti un duplice limite alla conoscenza delle dinamiche decisionali, determinato da una parte dall'ignorare il concorso di altri elementi e dall'altra dal limitare l'applicabilità di tale spiegazione ad alcune realtà aziendali.

L'interesse si concentra in particolare sulla fase di analisi della situazione aziendale nelle sue dimensioni interna ed esterna, quale momento prodromico ad una scelta di quotazione in borsa.

Il fine è quello di pervenire ad uno schema di analisi capace di cogliere i molteplici e complessi fattori che concorrono alla formulazione di tale scelta in capo al soggetto economico.

A sua volta l'elaborazione di tale modello costituisce la base di partenza per una successiva indagine empirica interessata all'individuazione delle dinamiche decisionali prevalenti che

hanno portato le imprese italiane ad affacciarsi o meno sui mercati finanziari.

Si approfondirà di seguito il concetto di problema economico aziendale mettendo così indirettamente in luce i caratteri principali del quadro teorico al quale si intende riferirsi. Ai capitoli successivi spetta più propriamente l'analisi della relazione causale tra problema economico aziendale e scelta di quotazione in borsa, mettendo in evidenza la molteplicità e la complessità dei fattori determinanti una tale scelta strategica.

7.2 Il problema economico aziendale

All'interno di un approccio economico aziendale la formulazione di un problema non può essere ricondotta unicamente al rapporto tra azienda e ambiente esterno (problema strategico) o al rapporto tra azienda e struttura finanziaria (problema finanziario) né infine al solo rapporto tra azienda e soggetti portatori di interessi nei suoi confronti.

L'unità di analisi è l'azienda, intesa come coordinazione economica in atto, e ad essa viene riferita l'individuazione del problema.

Un problema economico² formulato a livello aziendale viene così caratterizzato dai seguenti elementi principali:

- il riferimento all'azienda come insieme di operazioni economiche svolte nell'ambito di un istituto sociale per i soddisfacimento dei bisogni dell'istituto stesso³, riconosce al problema economico aziendale *un'impostazione connessa all'individuazione del più razionale collegamento*

² “Il problema economico, o problema di convenienza economica, è un problema di individuazione del più razionale collegamento tra le esigenze della collettività e degli individui e le disponibilità di beni che sono presenti nell'ambito sociale, geografico e fisico in cui queste stesse tensioni (bisogni) si verificano”, ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag.9.

³ ZAPPA G., *op. cit.*, 1927.

tra beni che sono presenti nell'ambito sociale, geografico e fisico in cui le stesse tensioni si verificano;

- il riferimento all'azienda quale istituto economico atto a perdurare nel tempo attribuisce ad ogni problema aziendale una *dimensione dinamica e prospettica*⁴;
- l'approccio sistemico allo studio dell'azienda impone che il problema economico aziendale così come la ricerca della sua soluzione abbiano un *carattere interdisciplinare* e che venga
- attribuito rilievo accanto all'analisi dei rapporti interni all'impresa anche ai rapporti impresa ambiente esterno⁵;
- *l'articolazione dell'amministrazione dell'azienda*⁶ *in gestione, organizzazione e rilevazione*⁷ condiziona la de-

⁴ Zappa attribuisce all'azienda il significato di un "istituto economico atto a perdurare", ZAPPA G., *op. cit.*, Tomo I, 1957, pag.37. Giannessi definisce l'azienda come un fenomeno di tempo e che del tempo abbisogna per manifestare le sue possibilità e i suoi limiti, GIANNESI E., *Il Kreislauf tra costi e prezzi*, Cursi, Pisa, 1958, pag.1. Caramiello esplica il concetto affermando che "In ciascun momento del suo cammino l'azienda ha alle proprie spalle un periodo di tempo, più o meno lungo e più o meno complesso: il tempo storico. Di contro ha davanti a sé un tempo indefinito nella sua durata: il tempo prospettico (...) I due tempi sono intimamente connessi, inscindibili", CARAMIELLO C., *L'equilibrio economico della gestione. Alcune riflessioni sulla proiezione nel tempo prospettico*, in Scritti in onore di Carlo Masini – Istituzioni di Economia d'azienda, Tomo I, Egea, Milano, 1993, pag.256. Sull'argomento si veda FERRERO G., *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1968; MASINI C., *Il dinamismo moderno e l'osservazione quantitativa di azienda*, Giuffrè, Milano, 1964; ONIDA P., *op. cit.*, 1968.

⁵Cfr. MASINI C., *op. cit.*, 1979; MAZZA G., *Problemi di assiologia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981; CECCHERELLI A., *Economia aziendale e amministrazione delle imprese*, Firenze, 1948; BERTINI U., *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, 1990.

⁶ Alberti afferma che l'amministrazione dell'impresa è l'insieme delle funzioni aziendali tese a "risolvere i problemi di convenienza economica che si sviluppano nell'ambito dell'attività aziendale", ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag.64.

⁷ "La gestione riguarda il sistema di operazioni economiche, rivolte direttamente al raggiungimento del fine dell'impresa. L'organizzazione concerne gli organi aziendali, nei loro problemi funzionali e nelle loro relazioni. La determinazione e la rilevazione delle quantità d'azienda e di mercato riguardano

finizione delle componenti del problema economico aziendale⁸;

□ l'azienda in quanto strumento economico al servizio dell'uomo e dei suoi bisogni riporta *l'attenzione sull'individuo che formula il problema economico aziendale* e ne ricerca le soluzioni⁹. La formulazione di un problema a livello aziendale rappresenta così l'innescio di un processo decisionale governato dal soggetto economico. In tal modo il problema aziendale svolge un ruolo di sintesi delle esigenze derivanti in un certo momento dall'impatto di una strategia formulata con una situazione aziendale esistente.

In sintesi ogni problema economico che trova definizione a livello aziendale può essere studiato come un insieme complesso

gli strumenti logici ed operativi configurati per acquisire le informazioni necessarie al controllo dell'impresa", ARDEMANI E., *op. cit.*, 1989, pag.38.

⁸ Si osservi come la tripartizione zappiana dell'amministrazione dell'azienda in gestione, organizzazione e rilevazione vada intesa come strumentale alla comprensione di un fenomeno unitario quale è l'azienda. Sull'argomento si veda ZAPPA, *op. cit.*, 1957; ARDEMANI E., *op. cit.*, 1989; DUBINI P., *L'evoluzione dell'economia aziendale di fronte al dinamismo d'impresa e d'ambiente*, in "Scritti in onore di Carlo Masini, Tomo I – Istituzioni di Economia d'azienda", Egea, Milano, pag. 65-66.

⁹ Cfr. CATTANEO M., *Economia delle aziende di produzione*, Etas, Milano, 1969, pag.65; MELLA P., *Lineamenti di economia aziendale*, Isdaf, Pavia, 1988; D'Atri osserva come dall'approccio sistemico derivi una concezione d'impresa quale sistema sociale e teleologico. Sociale in quanto individua nell'attività umana i propri inputs fondamentali; teleologico in quanto l'impresa può solo rappresentare una funzione strumentale orientata dall'uomo per esplicare un'attività economica di produzione, D'ATRI A., *La rilevanza dei fini delle persone in azienda e il concetto di soggetto economico*, in Scritti in onore di C. Masini, *op. cit.*, 1993, pag. 461; "L'elemento umano domina tutta la vita dell'impresa e sono proprio le variabili comportamentali legate alle caratteristiche della persona ad accentrare l'interesse rispetto ad una gestione che privilegi l'innovazione e la capacità di adeguarsi dinamicamente alle sfide del mercato", ancora l'Autrice afferma che l'impresa intesa come sistema aperto si trova "in continua interazione con l'ambiente e alla continua ricerca di un equilibrio che, nella sua dinamicità, ha bisogno dell'intervento attivo dell'uomo", GABROVEC MEI O., *Economia, etica e valori d'impresa*, in Scritti in onore di C. Masini, *op. cit.*, 1993, pag.667-668.

ed inscindibile di esigenze più o meno rilevanti a carattere gestionale, organizzativo, di controllo¹⁰.

Tale studio deve essere effettuato tenendo conto della presenza all'interno dell'impresa del fattore umano. Importante è quindi nell'analisi del problema guardare al sistema degli obiettivi proprio dell'azienda in esame e alle conseguenti strategie adottate dal soggetto economico. Il problema viene, così, ad essere contestualizzato nell'amministrazione dell'azienda e nell'ambito delle decisioni già assunte dal soggetto economico.

L'approfondimento di una relazione causale tra problema aziendale e scelta di quotazione in borsa richiede pertanto di conoscere da una parte il sistema degli obiettivi dell'azienda, le dinamiche del processo decisionale, il soggetto economico e dall'altra le differenti esigenze gestionali, organizzative e di controllo che hanno spinto il soggetto economico ad una tale scelta.

L'operazione di quotazione in borsa viene quindi ad essere studiata come frutto di una decisione essenziale assunta dal vertice strategico nell'interesse della sopravvivenza e dello sviluppo dell'impresa nel tempo e nel contesto ambientale in cui la stessa opera.

L'equilibrio finanziario, i piani di investimento, la creazione di valore economico e la sua diffusione, rappresentano così solamente dimensioni di un problema più complesso che il soggetto economico deve prendere compiutamente in considerazione al fine di valutare, in coerenza con un'ottica di lungo termine, l'opportunità di intraprendere il percorso di quotazione in borsa della propria impresa.

¹⁰ Le problematiche di ordine produttivo esulano dal campo di indagine proprio dell'Economia Aziendale in quanto caratterizzate da una tensione a risolvere questioni di ordine tecnico e non di convenienza economica. Sull'argomento si veda ARDEMANI E., *op. cit.*, 1989; ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag. 63.

7.3 Il sistema degli obiettivi

L'impresa come istituto economico atto a perdurare nel tempo presenta una continua ed irrefrenabile tensione alla vita e allo sviluppo della propria attività, sia esso passivo, anticipativo o innovativo in relazione al contesto ambientale in cui si trova ad operare¹¹.

Uno sviluppo qualitativo e quantitativo concepito come obiettivo da perseguire con continuità si basa sull'esistenza di un orientamento strategico di fondo di lungo periodo teso alla sopravvivenza dell'impresa nel tempo¹². Una visione strategica di lungo termine permette al soggetto economico di ricercare una reale consonanza tra le scelte dell'impresa e l'ambiente in cui opera, tra le scelte dell'impresa e i fini e gli obiettivi di fondo, oltre che con le modalità con le quali l'attività viene esplicata¹³.

Il sistema degli obiettivi d'impresa presenta al suo interno una triplice articolazione: il risultato economico positivo, la crescita e la sicurezza¹⁴.

L'obiettivo del risultato economico positivo è innanzitutto fortemente connesso alla problematica della determinazione del tasso di rendimento adeguato dei mezzi finanziari investiti a titolo di capitale; il perseguimento dell'obiettivo richiede la ricerca

¹¹ Cfr. VOLPATO O., *op. cit.*, in "Strategie e politiche aziendali", Clueb, Bologna, 1989.

¹² "L'orientamento strategico di fondo di un'impresa può definirsi in prima approssimazione come la sua identità *profonda* o, se si preferisce, la parte nascosta e invisibile del suo disegno strategico, che sta al di sotto delle scelte concrete esplicitantisi nel profilo strategico visibile", CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1999, pag. 25 (1° ed. 1988); BERTINI U., *Il sistema aziendale delle idee*, in Scritti in onore di Carlo Masini, Tomo I-Istituzioni di economia d'azienda, Egea, Milano, 1993, pag. 465 e segg.

¹³ Coda individua gli elementi costitutivi dell'orientamento strategico di fondo di un'impresa in: 1) le coordinate spazio-temporali e quali-quantitative della missione aziendale; 2) i fini, il ruolo e i modelli di comportamento aziendali lungo le dimensioni del finalismo dell'impresa, rappresentate dalle finalità reddituali, competitive e sociali; 3) i concetti di base ispiranti l'impostazione gestionale e organizzativa complessiva, CODA V., *op. cit.*, 1999, pag.26-27, (1° ed. 1988).

¹⁴ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997.

dell'ottimizzazione della gestione economica. Il risultato economico positivo è così il contributo della gestione al mantenimento nel tempo dell'equilibrio economico dell'impresa (efficienza), fornisce una chiave di giudizio sull'opportunità o meno di sviluppare un'operazione in relazione alla capacità della stessa di produrre reddito ed infine consente di determinare la capacità dell'impresa di remunerare adeguatamente i capitali investiti e di finanziare lo svolgimento della gestione futura¹⁵.

L'obiettivo del risultato economico positivo deve essere peraltro considerato in un orizzonte temporale di lungo periodo, ossia come un obiettivo che alimenta sì una tensione ai risultati economici di breve termine ma solo in quanto funzionali all'obiettivo di lungo termine e non invece ad esso pregiudizievole¹⁶. In altre parole la ricerca della economicità e della redditività d'impresa non sono un fine in sé stesse ma costituiscono condizioni necessarie per il conseguimento degli altri due obiettivi d'impresa¹⁷.

¹⁵ "Il profitto dell'impresa trova diversi modi di appalesarsi: dal profitto convenzionalmente e contabilmente attribuito all'esercizio amministrativo, al profitto che è implicito nell'incremento di fattori immateriali non quantificabili in termini di valore e di effetto differito nel tempo, al profitto in termini di plusvalenze patrimoniali non realizzate, al profitto in termini di incremento di valore di capitale economico. Il profitto non interferisce sullo scopo dell'impresa se non nella misura in cui esso si rivela quale limite e condizione per il suo conseguimento.", BRUNI G., *Contabilità per l'alta direzione*, Etas, Milano, 1999, 2° edizione, pag.13.

¹⁶ "Un orientamento di lungo periodo è sempre un orientamento al profitto di lungo periodo, ossia ad un profitto concepito come fine-mezzo e perciò inserito in una concezione circolare del finalismo aziendale, entro la quale esso viene a coniugarsi con la dimensione competitiva e con quella umana e sociale dell'impresa. Un profitto che alimenta anche una forte tensione ai risultati economici di breve, ma in quanto ad esso funzionali e non invece pregiudizievole", CODA V., *op. cit.*, 1999, pag.256 (1° ed. 1988).

¹⁷ A questo proposito Masini osserva come "I fini dell'azienda devono essere coerenti con i fini superiori della persona umana secondo etica e religione, sia in quanto gli interessi che con essi si soddisfano sono pertinenti alle persone fisiche che direttamente o indirettamente tramite persone giuridiche sono membri del soggetto economico, sia per le interrelazioni più varie con le persone di altre aziende. Uguali vincoli sono posti alle scelte di mezzi per raggiungere tali fini, mezzi espressi nelle combinazioni di processi di consumo e

L'obiettivo della crescita intesa in senso più esteso come una modifica delle dimensioni o un miglioramento qualitativo frutto di un processo di cambiamento¹⁸ è un obiettivo che si articola poi nella formulazione delle strategie più diverse correlate in particolare al comportamento delle imprese del settore di appartenenza e all'opportunità di crescere facendo leva sulle risorse interne all'impresa stessa o ricorrendo a forme di crescita esterna¹⁹.

L'orientamento alla crescita nel lungo termine non può peraltro significare che necessariamente "grande è bello" ma richiede invece di guardare all'obiettivo nell'ottica di perseguire la sopravvivenza dell'impresa nel tempo attraverso l'economicità della gestione aziendale²⁰.

La ricerca delle condizioni di esistenza e di sopravvivenza dell'impresa richiede che il soggetto economico si interessi alla crescita come ricerca della dimensione economica per lo svolgimento dell'attività d'impresa.

di produzione di sistemi di valori continui (...) compresi quelli della produzione di beni (pag.67). Al lettore accorto non sfugge quanto sia erronea l'affermazione che il fine dell'impresa è il reddito. Quest'ultimo è un complesso fenomeno della dinamica economica sia dell'azienda di consumo e patrimoniale familiare, sia dell'azienda di produzione, sia dell'azienda composta pubblica, ma non è il fine; è una parte del sistema dei valori dell'ordine economico degli istituti considerati" (pag.70), MASINI C., *op. cit.*, 1970.

¹⁸ Cfr. PENROSE E., *Facteurs, conditions et mécanismes de la croissance*, Ed. Hommes et Techniques, 1961.

¹⁹ Jovenitti osserva come una scelta di crescita esterna possa rispondere a differenti finalità quali l'integrazione produttiva, l'internazionalizzazione, la diversificazione o la difesa. Le operazioni alle quali ricorre il soggetto economico sono riconducibili all'area della finanza straordinaria, individuata dall'insieme di "operazioni, di soluzioni, di atteggiamenti che l'alta direzione di un'impresa pone in essere per entrare, per svilupparsi, ma anche per difendersi, nell'ambito della fase finanziaria", JOVENITTI P., *op. cit.*, 1988, pag.303.

²⁰ "Nell'azienda ha poco significato, in sé, il "grande", "medio" o "piccolo", mentre ne ha molto l'"economico"; quei connotati dimensionali, pur se relativi, si formano e vanno riguardati con attenzione, ma appunto per l'influenza che da caso a caso possono avere, come ogni altro carattere dell'unità, su quello essenziale che essa deve possedere per vivere e svilupparsi", CORTICELLI R., *La dimensione dell'azienda sotto il profilo economico*, in "Scritti in onore di D. Amodeo – Saggi di Ragioneria e di Economia Aziendale", Cedam, Padova, 1987, pag. 257.

Il terzo obiettivo è rappresentato infine dalla sicurezza, intesa come predisposizione di tutti i mezzi per far fronte al pericolo in modo tale che lo stesso non danneggi l'impresa²¹. I rischi connessi all'esistenza e all'operare di ogni impresa possono essere a loro volta distinti in rischi subiti in quanto imprevedibili, derivanti dal fatto di agire in un ambiente ostile, e in rischi che il soggetto economico si assume in quanto ritiene che il ritorno economico possa risultare superiore al costo connesso al rischio subito.

Il sistema degli obiettivi è presente in ogni impresa con differenti relazioni di priorità e compatibilità che è compito del vertice strategico definire, ricercando così una coerenza tra gli stessi obiettivi in un'ottica di sviluppo dell'attività aziendale²². Il sistema degli obiettivi risulta così essere specifico in quanto muta da azienda ad azienda e in ognuna di queste è diverso allo scorrere del tempo²³.

7.4 Gli obiettivi e le strategie aziendali

La formulazione della strategia a livello aziendale consente di dar corpo al sistema degli obiettivi che si concreta attraverso la struttura, i comportamenti, il sistema delle decisioni e il sistema delle operazioni²⁴.

²¹ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997.

²² Gabrovec Mei osserva come l'idea di sviluppo che accompagna l'impresa lungo un cammino che non è di mera sopravvivenza deve intendersi come crescita e armonico conformarsi e proiettarsi nel futuro, GABROVEC MEI O., *op. cit.*, 1993, pag. 673.

²³ Osserva Miolo Vitali come "Il sistema degli obiettivi è infatti la risultante di moltissimi fattori (settoriali, dimensionali, organizzativi e manageriali) che si manifestano in modo difforme nelle diverse situazioni aziendali. Tale sistema è tuttavia sempre soggetto al vincolo di compatibilità con l'ambiente futuro e con le capacità e le risorse dell'azienda", MIOLO VITALI P., *Obiettivi di impresa, motivazioni imprenditoriali e sistema decisionale*, Giappichelli, Torino, 1993, pag.33 e seguenti.

²⁴ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997, pag.100 e segg.; CODA V., *op. cit.*, 1999, pag.21 e segg. (1° ed.1988); BERTINI U., *op. cit.*, in "Scritti in Onore di Carlo Masini", Egea, Milano, 1993.

Lo studio della strategia viene così calato a livello aziendale, contestualizzandolo all'interno dell'istituto economico sociale a cui fa riferimento e ampliando l'analisi anche alle problematiche di ordine operativo, con riferimento sia alla gestione che alla organizzazione e alla rilevazione²⁵.

La formulazione della strategia è compito del soggetto economico²⁶ in quanto garante della continuità e della autonomia dell'impresa nel tempo²⁷.

L'analisi delle scelte strategiche assunte dal soggetto economico deve far riferimento al sistema degli obiettivi aziendali e alle peculiari relazioni stabilite tra gli stessi in particolare in termini di priorità. Così le strategie di mantenimento, aggregazione e disimpegno fanno riferimento ad un sistema di obiettivi aziendali nel quale è data priorità all'obiettivo sicurezza. Le strategie di crescita intensiva, di integrazione e di diversificazione, possono trovare attuazione in conseguenza della priorità dell'obiettivo crescita o dell'obiettivo redditività.

E' peraltro di fondamentale importanza nell'analisi delle scelte del soggetto economico guardare alla strategia aziendale

²⁵ Bruni osserva come "la strategia aziendale è un coerente pensiero o progetto di fini rilevanti e di azioni conseguenti, che si unisce all'intensa volontà e determinazione di perseguire e realizzare tali fini" sottolineando così l'importanza nell'ambito degli studi di economia aziendale di un concetto di strategia che deve riferirsi agli scopi propri dell'impresa, alle sue specifiche risorse, alle circostanze di mercato e di ambiente. BRUNI G., *op. cit.*, 1999, 2° ed., pag.69 e 78.

²⁶ Il soggetto economico è la persona o il gruppo di persone che assumono le decisioni fondamentali nell'ambito della gestione dell'impresa; cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag. 37.

²⁷ Con riferimento agli studi di strategia aziendale in Italia, Canziani osserva come le decisioni strategiche assolvano il compito di "risolvere i problemi di equilibrio e di sviluppo economico delle imprese di ogni tipo, ordine e grado e categoria, ciascuna operante nell'esogeneità e negli spazi-tempo suoi propri. Più particolarmente, quindi, compito di esse è di individuare e costituire le coerenze produttive, organizzative, commerciali, finanziarie e culturali necessarie per pervenire ai fini ricordati, nelle situazioni interne ed esterne di volta in volta tipiche, e sintetizzabili per categorie come forma - tipo", CANZIANI A., *Relazione*, in "Strategie e politiche aziendali", Clueb, Bologna, 1989, pag.21.

quale esplicitazione di un sistema di obiettivi che ricerca una coerenza interna.

Le condizioni esterne o interne dell'impresa possono indurre il soggetto economico ad assumere decisioni strategiche dove evidente è lo squilibrio relativo ad un obiettivo rispetto agli altri. Peraltro tale equilibrio deve essere considerato temporaneo e deve ricercarsi sempre una coerenza nel lungo termine.

Così una strategia aziendale orientata alla massimizzazione del profitto nel breve termine può spingere il soggetto economico ad assumere decisioni operative in contrasto con l'obiettivo di crescita e in ogni caso di sopravvivenza dell'impresa, quali ad esempio la rinuncia all'investimento in spese di ricerca e sviluppo o in altri fattori di produzione il cui ritorno economico è indiretto e dilazionato nel tempo.

Tipicamente le aziende quotate o quotande presentano un sistema degli obiettivi fortemente sbilanciato a favore della massimizzazione del profitto al fine di creare un collegamento forte tra i contenuti della strategia aziendale e il giudizio del mercato azionario. La quantità obiettivo di tale strategia aziendale è rappresentata dal reddito distribuibile²⁸ che è tanto maggiore quanto minore è la quota parte del risultato economico che viene reinvestita nelle attività aziendali.

Nell'arco di vita dell'impresa e in relazione al settore concorrenziale in cui opera vi possono essere momenti particolari in cui è predominante l'obiettivo della crescita. Così all'inizio della vita dell'impresa prevale una strategia di crescita intensiva che richiede investimenti in fattori produttivi che portano a ridurre nell'immediato la redditività dell'impresa, ponendo peraltro le

²⁸ Secondo lo schema di analisi proposto da Jovenitti la fase finanziaria si caratterizza per la priorità assegnata all'obiettivo del profitto inteso come reddito distribuibile. Egli osserva come "il reddito distribuibile diventa così più importante del reddito operativo o di altri indicatori della redditività tecnico – industriale – commerciale, sintetizzando in sé i giudizi di valore dei competitori del mercato tradizionale dell'impresa e degli osservatori del nuovo mercato in cui l'impresa stessa è entrata, cioè il mercato mobiliare (analisti, azionisti attuali e potenziali, fondi comuni, gestori patrimoniali)", JOVENITTI P., *op. cit.*, 1988, pag.297.

condizioni per una redditività futura e quindi per la sopravvivenza.

In relazione all'attività del settore è possibile poi che la strategia aziendale si orienti verso l'integrazione o la diversificazione, comportando un aumento delle dimensioni qualitative o quantitative dell'attività aziendale ed assorbendo risorse nell'immediato. Se, quindi, nel breve termine la priorità attribuita alla crescita è in contrasto con l'obiettivo del profitto²⁹, di fatto in un orizzonte temporale di medio lungo termine è necessario che l'impresa cresca strutturalmente, senza adagiarsi su posizioni già raggiunte al fine di migliorare la propria redditività e garantirsi la sopravvivenza nel tempo³⁰.

Al prevalere dell'obiettivo di sicurezza corrisponde tipicamente una situazione di crisi aziendale più o meno correlata ad un andamento negativo del settore concorrenziale, del mercato finanziario. Le strategie aziendali in questi casi mirano a contenere i rischi che inficiano la sopravvivenza dell'impresa nel tempo.

E' necessario osservare come lo stesso obiettivo della sicurezza-sopravvivenza, se nel breve termine contrasta con gli altri due obiettivi, nel medio e lungo termine trova con essi una coerenza in quanto solo attraverso la crescita e la redditività è possibile prospettare una situazione di sopravvivenza dell'impresa nel tempo.

Tale coerenza tra gli obiettivi dovrebbe essere ricercata in ogni scelta strategica assunta dal soggetto economico con un orizzonte temporale di lungo termine.

In quest'ottica è possibile studiare la stessa scelta di quotazione in borsa ponendola in relazione alla strategia aziendale e al sistema degli obiettivi propri di un'impresa quotanda, mettendo in

²⁹ "Un orientamento di breve non necessariamente significa orientamento a produrre profitto (...) Subentrano altri obiettivi, che, mentre fanno perdere di vista o relegano in secondo piano il principio di economicità, fanno dell'orientamento strategico di fondo un orientamento alla crescita o alla socialità o all'attuazione di un disegno di potere o alla produzione di liquidità...", CODA V., *op. cit.*, 1999, pag. 256-257 (1° ed. 1988).

³⁰ Cfr. CATTURI G., *Riflessioni sull'autofinanziamento come fattore di crescita delle imprese*, in Scritti in onore di D. Amodio – Saggi di Ragioneria e di Economia Aziendale, Cedam, Padova, 1987, pag.160.

luce la presenza di temporanei squilibri tra obiettivi e verificando la bontà della soluzione strategica prescelta dal soggetto economico in un'ottica di lungo termine. In altre parole la scelta del soggetto economico di accedere al mercato dei capitali deve rispondere ad un disegno imprenditoriale di ampio respiro la cui funzione è quella di indirizzare ed impegnare "tutte le energie in vista di assicurare benessere e sviluppo duraturo all'impresa"³¹.

7.5 Le strategie e le tensioni aziendali

La formulazione di una strategia a livello aziendale ad opera della Direzione consente di dar concretezza al sistema degli obiettivi aziendali, definendo l'identità, effettiva o ricercata, dell'impresa e l'identità dell'impresa nei rapporti con l'ambiente³².

La continua ricerca da parte del soggetto economico delle condizioni di vitalità ed esistenza dell'impresa nel tempo richiede, in particolari momenti della vita dell'impresa stessa, l'individuazione di strategie per rispondere a pressioni e stimoli provenienti da un contesto ambientale presente e/o futuro, con i caratteri della dinamicità, complessità e in alcuni casi anche dell'ostilità.

Guardando alla Figura 7. 1 si può osservare come la priorità temporanea di un obiettivo strategico, sia esso quello della crescita, del profitto o della sicurezza, associato ad una strategia aziendale delineata ad hoc può acuire le tensioni presenti nelle diverse aree aziendali.

In relazione alla natura, origine, intensità di tali tensioni da risolvere il soggetto volitivo dovrà scegliere quale strada percorrere per raggiungere il proprio obiettivo strategico in modo efficace.

³¹ Cfr. CODA V., *op. cit.*, 1999, pag.257 (1° ed. 1988).

³² "Sono normalmente indicati come ambiente gli elementi esterni all'impresa che condizionano o rischiano di condizionare nel futuro le decisioni prese dal suo soggetto economico. E' una convenzione in quanto di fatto questi elementi sono numerosi e sarebbe più corretto parlare di ambienti in cui l'impresa opera" ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997, pag 39.

La tensione viene definita come uno stato derivante dall'applicazione di una o più forze di trazione³³. Sono situazioni instabili, indotte dalla presenza di uno stato attuale in cui si trova l'azienda differente dalla situazione desiderata in funzione del conseguimento di prefissati obiettivi strategici all'interno di un contesto ambientale ipotizzato/previsto.

Lo studio delle cause delle tensioni provocate dall'assunzione di una strategia non può prescindere dalla conoscenza del ruolo giocato nella definizione delle stesse dall'ambiente esterno, competitivo e sociale³⁴ in cui l'impresa opera. Sono esterne, quindi, quelle tensioni dove preponderante è il ruolo dell'ambiente, sia esso sociale o competitivo, nell'origine e nella definizione della situazione desiderata.

Con riferimento al tempo le tensioni aziendali possono essere studiate nella loro dimensione statica attraverso l'individuazione dei poli di tensione in gioco, ma anche nella loro dimensione dinamica attraverso lo studio della loro contrapposizione in un'ottica di divenire. Così anche la scelta delle risposte alle tensioni deve essere effettuata dal soggetto economico in un'ottica prospettica, cioè indirizzata ad assicurare oltre alla soluzione delle tensioni immediate conseguenti una scelta strategica, le condizioni affinché, in futuro, l'impresa possa essere in grado di rispondere alle nuove tensioni, interne od esterne, che si manifesteranno.

In questo modo il soggetto economico ha la necessità di individuare soluzioni adeguate nel medio lungo termine ad affrontare ed allentare le tensioni così come si presentano nel loro divenire, senza appagarsi di rimedi efficaci solo nel breve termine.

³³ Cfr. INVERNIZZI G., *op. cit.*, 1999.

³⁴ L'articolazione dell'ambiente in cui l'impresa opera è stata presentata da diversi Autori con differenti classificazioni. Riconoscendo la molteplicità e la diversità degli elementi esterni che condizionano le decisioni del soggetto economico d'impresa, accettiamo la distinzione in due grandi raggruppamenti quali quello degli interlocutori sociali (CODA V., *op. cit.*, 1988) e quello degli attori del sistema competitivo (PORTER M., *op. cit.*, 1985).

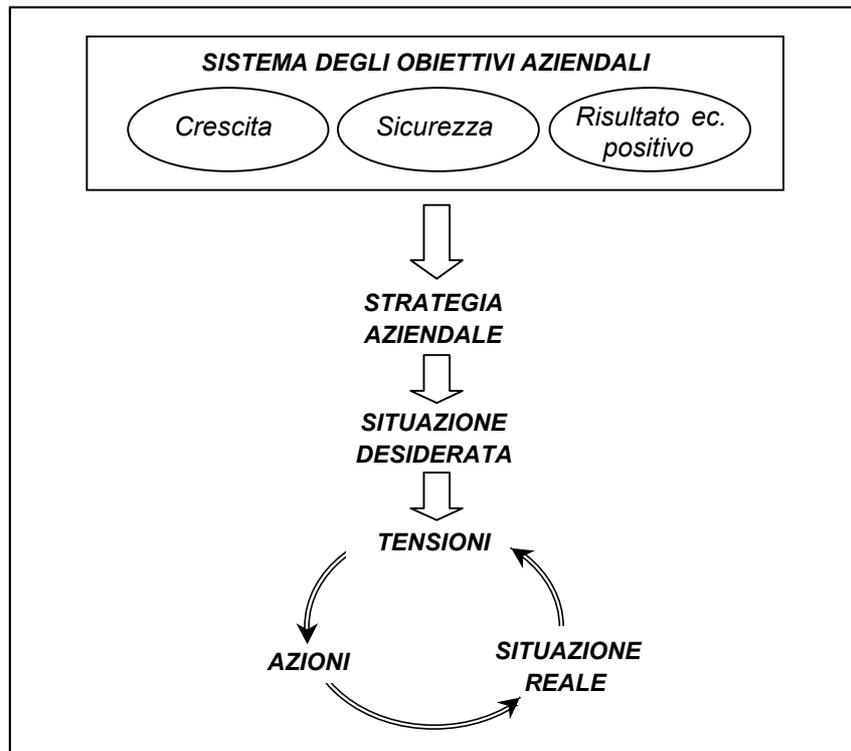


Figura 7. 1- *Obiettivi, strategie e tensioni aziendali*

7.6 Il soggetto strategico

La presenza dell'uomo è insita nella natura stessa dell'azienda, intesa come insieme di operazioni economiche svolte nell'ambito di un istituto sociale³⁵.

³⁵ "Gli elementi massimi del sistema azienda, quelli che ne costituiscono il fondamento materiale ed il diretto agente, sono due: la ricchezza e l'uomo. Essi dovranno essere studiati dinamicamente", ZAPPA G., *op. cit.*, 1927, pag. 24. Masini in continuità col pensiero di Zappa definisce l'impresa "un istituto economico sociale che, in prima approssimazione, produce redditi e capitali di norma per la remunerazione di chi in essa presta lavoro e di chi in essa investe a titolo di capitale", MASINI C., *op. cit.*, 1970, pag. 5; Onida con riferimento al soggetto economico afferma che "finora abbiamo usato l'espressione soggetto economico dell'azienda per designare la persona o le persone che, di fatto,

Tali operazioni infatti non possono svilupparsi autonomamente ma richiedono di essere decise da una o più persone operanti nell'ambito dell'impresa. Assume così rilevanza fondamentale, ai fini della comprensione delle dinamiche aziendali, lo studio della volontà della persona o persone che operano in funzione del raggiungimento degli obiettivi aziendali³⁶.

Viene definito soggetto economico la persona o il gruppo di persone che assumono le decisioni fondamentali nell'ambito della gestione dell'impresa³⁷.

L'importanza di individuare il soggetto economico deriva innanzitutto dal fatto che l'azienda non ha fini propri in quanto viene progettata da e per l'uomo che ne finalizza la funzione strumentale.

La comprensione delle dinamiche decisionali che interessano un'impresa dipende dal soggetto economico e dagli interessi di cui è portatore. Così la stessa analisi dei fattori determinanti una scelta strategica non può prescindere dalla definizione del soggetto economico che condiziona il sistema degli obiettivi e la formulazione delle strategie³⁸.

La conoscenza delle caratteristiche del soggetto economico permette infine di apprezzare professionalità e correttezza di coloro che assumono le decisioni fondamentali all'interno dell'impresa.

hanno la padronanza o il controllo dell'azienda, secondo forme di organizzazione comuni nel nostro Paese e all'estero. (...) Ma in un ordinamento più conforme, anche dal punto di vista etico, alla struttura della moderna impresa, il soggetto economico dovrebbe essere almeno esponente degli interessi sia di coloro che forniscono il capitale proprio, sia delle persone che attuano con attività organizzata, l'azienda e che di questa fanno l'oggetto del proprio lavoro, inteso nel suo significato economico e morale.", ONIDA P., *op. cit.*, 1971, pag. 30.

³⁶ Sulla strumentalità dell'attività economica organizzata rispetto ai fini dell'istituto azienda, cfr. FERRERO G., *op. cit.*, Giuffrè, Milano, 1980.

³⁷ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag.38; ONIDA P., *op. cit.*, 1968.

³⁸ Sulla definizione di soggetto economico si veda anche GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, Vol. I: Le aziende agricole, C.Cursi, Pisa, 1960, pag. 103 e segg.; BERTINI U., *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, 1995, 3° ed., pag. 32 e seguenti.

Peraltro l'individuazione del soggetto economico proprio di ciascuna impresa non è sempre agevole. Il criterio più diffuso per l'individuazione del soggetto economico è il patrimonio, quale entità economica in grado a certe condizioni di garantire l'esercizio del potere decisionale nell'ambito della gestione strategica d'impresa³⁹.

Tradizionalmente il potere decisionale viene attribuito a coloro che detengono la proprietà dell'impresa, intesa come la maggioranza del capitale di rischio. Con riferimento ad un'impresa collettiva il soggetto economico viene individuato in coloro che detengono la maggioranza del capitale (capitale di comando) e nelle imprese individuali nell'imprenditore persona fisica⁴⁰.

Nelle realtà aziendali, la corrispondenza tra proprietà del capitale di rischio e potere di comando non è sempre verificata e questo implica uno sforzo per l'individuazione del soggetto economico di fatto all'interno dell'impresa⁴¹.

Il potere di assumere le decisioni fondamentali per la vita dell'impresa può risultare in capo ad azionisti di minoranza o a istituti di credito, piuttosto che a determinate rappresentanze sindacali. Le decisioni aziendali in questi casi fanno capo a soggetti esterni all'impresa. Tale condizione farà sì che le scelte potranno

³⁹ Tagi a questo proposito parla di soggetto economico patrimoniale che a sua volta può essere distinto in familiare, bancario e pubblico. Per un approfondimento si veda TAGI G., *op. cit.*, Torino, 1994, pag. 28 e segg.. Amaduzzi afferma che il soggetto economico è colui che guida l'azienda verso il raggiungimento degli obiettivi: nelle grandi società per azioni il soggetto economico è costituito dai possessori del capitale di comando, AMADUZZI A., *op. cit.*, Utet, Torino, 1977, pag.20.

⁴⁰ ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag.38.

⁴¹ "Il soggetto economico in senso stretto identifica la fonte del potere volitivo, l'autorità da cui promanano le decisioni dell'impresa; esso non è univocamente ravvisabile in una determinata persona o in un organo aziendale. Se si eccettua il caso dell'impresa individuale dove, senza alcun dubbio, tutto il potere è concentrato nelle mani di una sola persona, nelle società, comprese quelle cooperative, la diversità degli istituti e delle situazioni con cui esse concretamente si manifestano portano ad assegnare il ruolo di soggetto economico, da caso a caso, ora nel solo portatore del capitale di controllo, ora nel portatore del capitale di controllo anche nella veste di amministratore, ora nel solo amministratore", BRUNI G., *op. cit.*, 1999, pag.26.

essere caratterizzate da limiti conoscitivi rilevanti sulla situazione aziendale.

Differente è il caso in cui il potere decisionale sia riconducibile al management, in quanto esso si trova ad operare all'interno dell'impresa e ad esercitare un potere in virtù di un mandato fiduciario da parte dei proprietari del capitale di rischio⁴². Il soggetto economico così individuato caratterizza tipicamente le imprese di dimensione elevata che operano in mercati finanziari evoluti ed efficienti⁴³.

L'individuazione della tipologia di soggetto economico è pertanto di fondamentale importanza ai fini della comprensione delle motivazioni che stanno alla base di ogni scelta aziendale in quanto caratterizza fortemente il processo decisionale e i contenuti delle decisioni⁴⁴.

Il sistema degli obiettivi, in presenza di un soggetto economico manageriale, si presenta tipicamente molto sbilanciato a favore dell'obiettivo profitto in quanto l'operato dello stesso management viene valutato dal mercato sulla base dei risultati raggiunti⁴⁵. Tale sbilanciamento, se eccessivo, può far assumere al soggetto economico una serie di decisioni in contrasto con la stessa

⁴² Cfr. BRUNI G., *op. cit.*, 1999.

⁴³ Tagi definisce tale soggetto come soggetto economico manageriale e ne individua i presupposti di esistenza in dimensione elevata dell'impresa, struttura ambientale in cui il mercato finanziario ha la preminenza rispetto al sistema bancario, presenza di investitori istituzionali autorevoli e di grandi dimensioni che debbano investire in un portafogli di titoli azionari, TAGI G., *op. cit.*, 1994, pag.23 e segg.; ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag.57.

⁴⁴ "Giungere a definire la personalità, gli interessi economici e le aspettative, i limiti di potere, le responsabilità e i rischi del soggetto economico volitivo dell'impresa equivale a fornire una chiave di lettura essenziale per meglio comprendere il significato dei comportamenti dell'impresa", BRUNI G., *op. cit.*, 1999, pag.26.

⁴⁵ "Il soggetto economico è solo interessato ai risultati. C'è chi sostiene che si tende a esaltare in questo modo soltanto i risultati a breve e che anche nelle scelte finanziarie gli è assolutamente indifferente scegliere tra mezzi di capitale proprio e mezzi con vincolo di debito. Infatti il potere del soggetto economico manageriale non è nel peso delle azioni possedute, ma soltanto nelle proprie capacità professionali di conseguire buoni risultati economici", TAGI G., *op. cit.*, 1994, pag.30.

sopravvivenza dell'impresa. Diversamente, quando il soggetto economico è costituito da soggetti che detengono il capitale di comando, il sistema degli obiettivi dovrebbe essere più equilibrato considerando l'importanza che viene attribuita alla crescita dell'impresa in condizioni di economicità. Peraltro lo stesso soggetto economico così composto potrebbe essere esso stesso causa di una mancata crescita adeguata alle esigenze gestionali dettata dall'interesse di non perdere il comando dell'impresa che gli deriva dal possesso del capitale di rischio.

La composizione del soggetto economico può avere effetti rilevanti anche sulla formulazione della strategia aziendale sia in termini di politiche finanziarie, economiche, produttive e organizzative, sia in termini di capacità professionali.

Peraltro, qualunque sia la natura del soggetto economico ad esso viene affidato un ruolo di governo dei conflitti e della compatibilità delle scelte con gli interessi che si trovano ad insistere sull'impresa di cui detiene il comando.

Il soggetto economico è portatore degli interessi di chi lo compone ma non deve trascurare l'esistenza in sede decisionale di una serie di altri interessi, quali potrebbero essere quelli degli azionisti di minoranza, dei dipendenti, dei clienti e fornitori e della pubblica amministrazione,⁴⁶. In ogni caso è stato affermato come tutti gli interessi, indipendentemente dal soggetto a cui fanno capo, presentano una natura composta, a formare la quale concorrono aspettative di conseguimento sia di valore monetario sia di valori diversi⁴⁷.

⁴⁶ “Il soggetto economico volitivo, oltre che per tutelare il proprio interesse e quello oggettivo dell'impresa, si trova a essere scomodamente arbitro di un sistema di forze dirompenti e centrifughe che, se non accuratamente composte ed equilibrate, possono seriamente compromettere le condizioni di esistenza dell'impresa”, BRUNI G., *op. cit.*, 1999, pag.27.

⁴⁷ Cattaneo a tal proposito osserva come “il portatore di una quota del capitale di un'impresa manifesta non solo attese di remunerazione monetaria per l'investimento giudicate congrue rispetto al rischio ma esprime anche aspettative attinenti al governo dell'impresa, allo status sociale che gli deriva direttamente dalla partecipazione, all'immagine da ciò conseguibile e così via (...). A sua volta il lavoratore ricerca la remunerazione congrua per la sua prestazione, la sicurezza, la tutela ma anche il soddisfacimento di altri interessi

Lo studio delle motivazioni alla base di una scelta strategica richiede così di individuare il soggetto economico e la sua composizione per comprenderne gli interessi che allo stesso fanno capo e distinguerli dagli altri interessi che insistono sull'impresa⁴⁸.

L'interesse del soggetto economico consente di conoscere le motivazioni che hanno portato all'assunzione di una scelta; gli altri interessi operano come condizioni di contorno per la realizzazione della scelta stessa.

7.7 Implicazioni

Ricerca i fattori causali di una scelta di quotazione in borsa in un'ottica economico aziendale significa innanzitutto, con riferimento ad una specifica realtà aziendale:

- individuare le relazioni di priorità temporanee che caratterizzano il sistema degli obiettivi;
- studiare l'insieme delle tensioni aziendali che caratterizza e definisce la situazione aziendale in un dato momento;
- individuare il soggetto economico e gli interessi che fanno capo allo stesso.

non monetari. Questi possono, almeno in parte coincidere con taluni già citati per l'investitore nel capitale e, in parte, essere differenti (...) quanto ai clienti e ai fornitori oltre ad aspirare alla realizzazione della convenienza economica immediata che deriva dai negozi posti in essere con l'impresa, a condizioni prefissate e caratterizzate da puntuale esecuzione, essi sono interessati ad incidere progressivamente, nel tempo, sulle circostanze la cui verifica migliora la qualità complessiva del processo aziendale al quale partecipano. Clienti e fornitori (...) agiscono poi sia come singoli sia come appartenenti ad associazioni, unioni, corporazioni, movimenti e così via, con il fine del conseguimento degli obiettivi non monetari che caratterizzano storicamente gli aspetti evolutivi di una società, che concorrono a definire il benessere dei suoi componenti e che sono perseguiti mediante istituzioni diverse dalle imprese", CATTANEO M., *L'impresa all'inizio degli anni novanta*, in A.A. V.V., *Scritti in onore di Carlo Masini*, Tomo I, Istituzioni di Economia d'azienda, 1993, pag.522-523.

⁴⁸ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997, pag. 99.

L'obiettivo diviene poi quello di individuare quale insieme di tensioni ha portato, o favorito, una scelta di quotazione in borsa.

La questione è complessa in quanto non esiste un unico insieme di tensioni in grado di spiegare il ricorso al mercato dei capitali da parte di un'impresa e di definire così una chiara relazione di causa – effetto e non esiste neppure un'unica tipologia di soggetto economico.

Nella realtà è possibile focalizzare alcune tensioni che emergono tipicamente al prevalere di un obiettivo sugli altri e con frequenza caratterizzano una scelta di prima quotazione in borsa; inoltre alcune caratteristiche del soggetto economico si ripetono nelle aziende quotande.

Peraltro ricercare relazioni causali univoche tra obiettivo prevalente ed insieme di tensioni a livello aziendale è una prerogativa propria degli studi specialistici. Così facendo si ricadrebbe in conclusioni che non sono in grado di spiegare appieno la complessità delle motivazioni che spingono il soggetto economico a preferire un'operazione di quotazione in borsa ad altre soluzioni di finanza straordinaria.

Un approccio economico aziendale richiede invece di guardare al sistema degli obiettivi nella sua interezza rifuggendo dalla tentazione di individuare una sola causa determinante una scelta di quotazione.

Questo permette di affermare che:

- la causa di una scelta di quotazione va ricercata in una *situazione*, come insieme particolare di tensioni aziendali;
- la stessa operazione di quotazione può essere impiegata dal soggetto economico per differenti finalità strategiche.

Quanto emerge è così la necessità di uno schema di analisi dei fattori determinanti una scelta di quotazione in borsa che consideri in modo unitario gli attori e il processo decisionale che portano a tale scelta, nonché le tensioni gestionali, organizzative e rilevative alle quali si è voluto rispondere.

CAPITOLO OTTAVO

IL MODELLO DI ANALISI

SOMMARIO: 8.1.Premessa. – 8.2. L'analisi della situazione aziendale. – 8.3. Lo schema di analisi delle tensioni aziendali. – 8.4. La valutazione delle alternative.

8.1 Premessa

Lo studio delle determinanti di ogni decisione strategica aziendale richiede di indagare la complessità della realtà d'impresa in un'ottica di sviluppo e di sua sopravvivenza.

Il processo che conduce alla formulazione di una scelta strategica presenta due momenti distinti e susseguenti: l'analisi della situazione esistente e la valutazione delle alternative possibili. Entrambe le attività possono essere svolte direttamente dal soggetto economico delegate, ad altri attori, all'interno o all'esterno dell'impresa.

La prima assolve al compito di definire lo stato in cui si trova l'azienda nella sua unicità e complessità, per individuare i punti di criticità che caratterizzano la gestione, l'organizzazione e la rilevazione al fine di ricercarne una soluzione per il futuro.

La valutazione delle alternative strategiche permette al soggetto economico di adottare la soluzione più adeguata per l'azienda in un dato momento al fine del raggiungimento degli obiettivi prefissati. Come ogni decisione strategica anche la scelta di quotarsi in borsa rappresenta il risultato dell'attività di analisi di una situazione aziendale, dei problemi in essa presenti e dell'attività di ricerca della soluzione ottimale per l'impresa, in un dato momento e con date caratteristiche, tra le differenti alternative possibili.

La formazione di una scelta di quotazione presenta così un momento connesso all'individuazione del problema economico aziendale e un momento connesso ad una valutazione della quotazione quale soluzione preferibile rispetto ad altre operazioni di finanza straordinaria¹. Entrambi concorrono a definire il campo di analisi dei fattori determinanti una scelta di quotazione in borsa da parte del soggetto economico d'impresa.

L'approccio aziendale richiede di analizzare tali elementi nella loro complessità d'insieme e con riferimento al soggetto economico protagonista del processo decisionale. Tale complessità comporta infine anche la necessaria contestualizzazione di ogni analisi alla singola realtà aziendale: lo sforzo dello studioso di economia aziendale deve essere, pertanto, quello di individuare i fattori economico aziendali che portano il soggetto economico a scegliere di quotarsi in borsa.

8.2 L'analisi della situazione aziendale

Il problema aziendale può essere scomposto in un insieme di tensioni che caratterizzano l'amministrazione dell'azienda in un dato momento. La conoscenza di tali tensioni permette di affrontare il problema nelle sue componenti essenziali e di individuare la soluzione più adeguata. All'analisi della situazione aziendale

¹ Jovenitti individua gli elementi su cui si fonda la straordinarietà in: a) non ripetitività nel senso che le operazioni di finanza straordinaria non caratterizzano la gestione finanziaria corrente ma sono effettuate raramente e con aperiodicità; b) dimensione, nel senso che le operazioni di finanza straordinaria sono caratterizzate da volumi consistenti di risorse finanziarie in entrata o in uscita dall'impresa; c) ambito aziendale, nel senso che i soggetti attivi delle operazioni di finanza straordinaria sono generalmente identificabili fra le società che sollecitano il pubblico risparmio, organizzate in forma di gruppo finanziario o industriale; d) esternalità, nel senso che le operazioni di finanza straordinaria sono generalmente effettuate nei confronti o in combinazione con entità esterne all'azienda e spesso con l'intervento di professionisti e/o intermediari specializzati. Cfr. JOVENITTI P., *op. cit.*, 1988, pag. 304 e 305.

corrisponde quindi l'analisi dell'insieme delle tensioni aziendali che caratterizzano l'impresa.

Tale analisi riferendosi all'azienda nel suo complesso, presenta le caratteristiche specifiche della complessità, dinamicità, sistematicità e una prospettiva di lungo termine.

L'analisi è *complessa* in quanto non si limita ad approfondire il peso di alcune tensioni aziendali sulla scelta strategica ma si fonda su una realtà aziendale unitaria che richiede lo studio anche delle sinergie tra le tensioni aziendali che si verificano all'interno della singola area dell'amministrazione e tra le diverse aree.

L'analisi è *dinamica* in quanto l'oggetto della stessa (l'insieme delle tensioni) trae origine da una contrapposizione tra una situazione reale (il passato) e una situazione aziendale desiderata. Questo richiede di non limitarsi ad un atteggiamento descrittivo delle caratteristiche aziendali ma di guardare alle stesse in un'ottica critica in grado di evidenziare l'evoluzione nel futuro di tali caratteri.

L'analisi è *sistemica* in quanto si sviluppa sia con riferimento alle tensioni che si creano all'interno dell'impresa sia considerando quelle che provengono dall'esterno.

Infine l'analisi deve essere condotta facendo riferimento ad un *orizzonte temporale di lungo termine* affinché la scelta strategica sia poi valutata in relazione al sistema degli obiettivi nel suo equilibrio complessivo.

Il risultato dell'analisi è una visione sistemica delle tensioni presenti a livello aziendale e la sua funzione è quella di permettere la successiva attività di individuazione della soluzione che meglio risponde alla strategia aziendale, che a sua volta è l'espressione concreta del sistema di obiettivi che caratterizza l'essenza dell'impresa.

Con riferimento precipuo all'analisi dei fattori causali di una scelta di quotazione in borsa, lo studio dell'insieme delle tensioni caratterizzanti un'impresa nel momento antecedente tale decisione, rappresenta una fonte di conoscenza rilevante.

Innanzitutto proprio in relazione alle caratteristiche di tale fase del processo decisionale è possibile osservare come le esigenze

di struttura finanziaria, di controllo societario, di creazione e diffusione del valore per l'azionista, costituiscano solo alcune delle possibili cause interne che stanno alla base di una scelta di quotazione.

La situazione aziendale che può portare il soggetto economico ad optare per una tale scelta richiede così di approfondire le relazioni causali tra la scelta strategica stessa e le differenti tipologie di tensioni che caratterizzano la realtà aziendale di cui detiene il governo. Si procede, pertanto, attraverso l'individuazione delle aree dell'amministrazione dell'azienda in cui le tensioni possono verificarsi e le principali tipologie delle stesse al fine di pervenire alla definizione di uno schema di analisi delle logiche possibili sottostanti una scelta di quotazione in borsa.

L'approccio adottato vuole che tale schema trovi applicazione a valle rispetto alla formulazione della strategia aziendale a livello generale. L'ipotesi sottostante consiste nel fatto che la scelta è successiva in termini temporali alla formulazione della strategia aziendale ed è il frutto di un'attività di ricerca della soluzione migliore ad un problema economico aziendale sorto in relazione all'adozione della strategia aziendale.

La quotazione in borsa pertanto non viene vista come un obiettivo strategico bensì come un mezzo, una modalità per la realizzazione dello stesso. Conseguentemente la scelta di quotazione in borsa non può rappresentare di per se stessa un vantaggio competitivo per le imprese ma lo diventa in relazione al suo inserimento in un piano strategico a lungo termine orientato allo sviluppo dell'attività aziendale.

8.3 Lo schema di analisi delle tensioni aziendali

Il focus dell'analisi si concentra sulle dinamiche tensionali che precedono la scelta di quotazione limitando l'interesse sia per le conseguenze che tale scelta ha sull'operatività dell'impresa sia

per le problematiche strategiche di fondo che la interessano e che spesso non risultano dichiarate².

Ci si concentra così su una descrizione prospettica del problema economico aziendale la cui soluzione viene individuata in un momento successivo dal soggetto economico in una operazione di quotazione in borsa. Come riportato in Figura 8. 1 pertanto la quotazione viene vista come risposta alle tensioni che si sono venute a creare nell'impresa in seguito ad un divario esistente tra situazione reale e situazione desiderata.

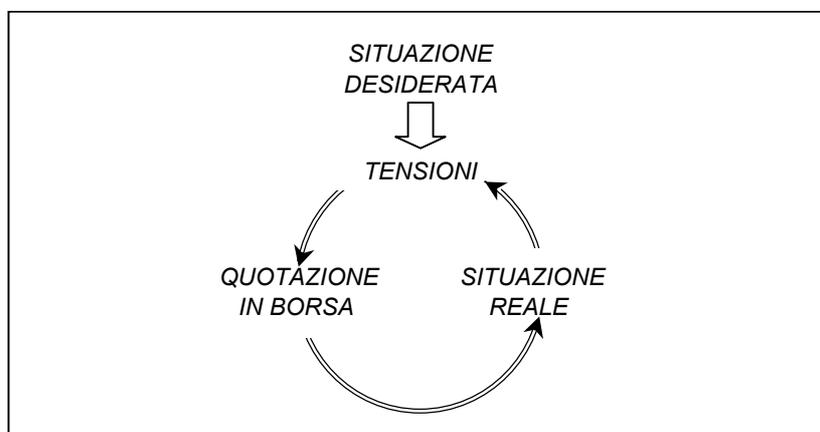


Figura 8. 1- *L'operazione di quotazione e le tensioni aziendali*

Lo schema di analisi delle tensioni aziendali prevede una prima articolazione delle stesse in relazione alle dimensioni dell'operare dell'uomo all'interno dell'azienda.

Si distinguono così le tensioni gestionali, le tensioni organizzative e le tensioni rilevative.

Le *tensioni gestionali* sono caratterizzate dalla ricerca di una condizione migliore di impiego del potere d'acquisto messo a disposizione da terze economie per lo svolgimento dell'attività.

² Cfr. MINTZBERG H., *Ascesa e declino della pianificazione strategica*, Isedi, Utet, Torino, 1996.

Le *tensioni organizzative* sono accomunate dalla ricerca della miglior correlazione tra i fattori di produzione presenti all'interno dell'impresa.

Le *tensioni rilevative* sono espressione di difficoltà nell'ottenimento delle informazioni sui risultati dell'impresa e nella individuazione di quantità di sintesi.

Tale suddivisione ha un significato solo in quanto agevola l'analisi delle caratteristiche delle singole tensioni rimanendo peraltro fondamentale poi guardare alle tensioni nel loro insieme per ciascuna realtà aziendale.

All'interno di ciascun gruppo viene poi approfondita la singola tensione intesa come risultato della contrapposizione tra una situazione desiderata e una situazione reale (Figura 8. 2).

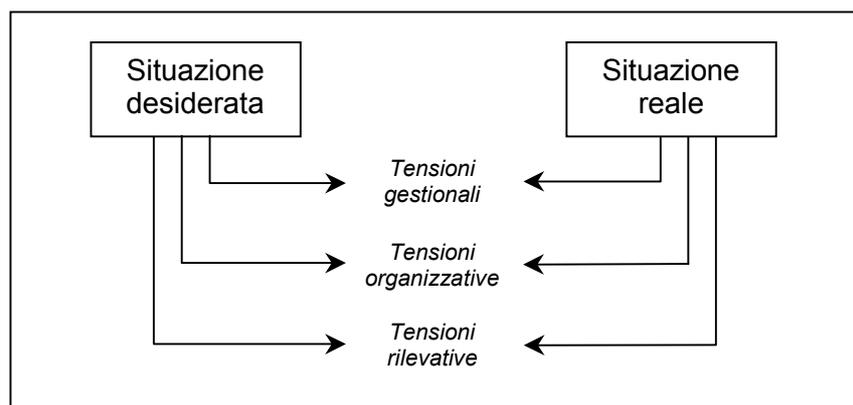


Figura 8. 2- *L'origine delle tensioni aziendali*

L'ipotesi alla base della costruzione di tale schema di analisi è la realtà aziendale nella sua unitarietà, dinamicità e complessità che fa sì che ad un momento analitico di studio delle singole tensioni segua un momento sintetico teso ad analizzare il rapporto impresa – ambiente esterno attraverso l'individuazione delle tensioni interne/esterne e ad evidenziare l'importanza del soggetto economico e degli interessi che lo caratterizzano nella gestione delle tensioni aziendali.

Così mentre l'analisi delle tensioni viene condotta analiticamente e con un riferimento temporale anche di breve termine, la

soluzione prescelta dal soggetto economico in relazione anche alle caratteristiche dell'ambiente esterno deve essere assunta e verificata in una prospettiva di continuità e sviluppo dell'impresa nel lungo periodo.

8.4 La valutazione delle alternative

L'analisi delle alternative possibili rispetto ad un'operazione di quotazione in borsa trova ampio spazio negli studi di finanza straordinaria. Tali studi osservano l'insieme delle operazioni, soluzioni e atteggiamenti che il soggetto economico d'impresa pone in essere al fine di dare concretezza ad una strategia di sviluppo dimensionale rilevante, in un momento particolare del ciclo di vita dell'impresa. Viene definita fase finanziaria quel momento di vita dell'impresa in cui la stessa abbandona la sua missione originaria per individuare nuovi spazi di redditività³.

Si parla così di operazioni di finanza straordinaria quando l'impresa persegue un'intensa attività di diversificazione industriale e finanziaria attraverso soprattutto una politica di crescita dimensionale esterna⁴.

Il carattere di esternalità che contraddistingue la maggioranza delle operazioni di finanza straordinaria, in quanto esse pongono in correlazione l'impresa con entità esterne e spesso vengono realizzate con l'ausilio di professionisti e intermediari specializ-

³ JOVENITTI P., *op. cit.*, 1988, pag. 287 e segg..

⁴ Con riferimento al concetto di finanza straordinaria Jovenitti osserva come essa non possa essere fatta coincidere con le sole operazioni di crescita esterna, né con le sole operazioni di finanza dell'equity, ma piuttosto come si debba far riferimento alla presenza di "un'elevata tecnicità delle sue operazioni che necessitano di onerosi e specialistici contributi esterni all'impresa; della interdisciplinarietà delle sue operazioni, che coinvolgono aspetti di finanza, economia aziendale e diritto commerciale, tributario e valutario; della irreversibilità nel breve delle sue decisioni che incidono profondamente su tutta l'impresa; del ridotto quadro normativo di paesi, come l'Italia, dove la finanza straordinaria si è evoluta ad un ritmo più elevato dei necessari interventi legislativi e dove perciò l'obsoleta regolamentazione ha lasciato spesso spazio a comportamenti elusivi e a deviazioni deontologiche degli operatori", Cfr. JOVENITTI P., *op. cit.*, 1988, pag. 307.

zati, non fa venir meno la natura gestionale e strategica delle stesse che assume rilievo nell'analisi delle cause e degli effetti delle operazioni di gestione straordinaria⁵.

Quando le strategie di sviluppo dimensionale dell'attività d'impresa assumono il connotato della eccezionalità sia per la dimensione dei mezzi finanziari coinvolti sia per il carattere di non ripetitività nel tempo, la formulazione di un piano di sviluppo strategico dell'attività d'impresa richiede l'individuazione anche di una serie di strumenti adeguati per implementarlo⁶. Sono state così individuate e studiate le principali operazioni di finanza straordinaria connesse tipicamente ad una strategia di crescita: fusione, acquisizione, conferimento, aumento di capitale, quotazione in borsa e alleanze. L'operazione di quotazione in borsa viene così analizzata attraverso il confronto con le altre operazioni di finanza straordinaria che rispondono ad una strategia di crescita dimensionale a carattere straordinario.

L'intento è quello di individuare le particolari condizioni finanziarie connesse allo sviluppo che portano il soggetto economico d'impresa a prescegliere l'operazione di quotazione in borsa rispetto alle altre quale soluzione migliore per risolvere le tensioni create a livello aziendale dalla formulazione di una strategia di crescita di tipo straordinario.

Si osservi peraltro come un approccio economico aziendale al momento della valutazione delle alternative richieda una diversa impostazione.

La correlazione forte ipotizzata tra strategia di crescita esterna e operazione di quotazione è importante ma non è l'unica: nel breve termine è possibile che prevalga anche una strategia di massimizzazione del risultato economico, mentre nel lungo periodo viene ricercato un equilibrio tra gli obiettivi di redditività, crescita e sicurezza.

Inoltre non sempre una stessa operazione di finanza straordinaria consente di ottenere i medesimi risultati con riferimento all'obiettivo strategico della crescita. Il successo di una soluzione

⁵ Cfr. JOVENITTI P., *op. cit.*, 1988, pag. 305.

⁶ Per un approfondimento dei momenti della formazione di un piano strategico si veda CAMPEDELLI B., *Il piano d'impresa*, Giappichelli, Torino, 2001.

di finanza straordinaria è correlato alla congiuntura storica, al mercato di sbocco dei prodotti dell'impresa, all'atteggiamento della Direzione e più in generale alla presenza di una cultura aziendale orientata allo sviluppo dell'impresa nel suo complesso⁷.

La valutazione delle alternative all'operazione di quotazione in borsa viene ad interessare tutte le operazioni straordinarie soffermandosi sui fattori economico aziendali che ne caratterizzano la scelta da parte del soggetto economico.

I fattori economico aziendali rispondono alle caratteristiche delle tensioni aziendali e in quanto tali richiedono di essere analizzati nella loro complessità e prospettività.

Nella tabella che segue (Tabella 8. 1) sono riportate, a titolo esemplificativo, alcune operazioni straordinarie, tra le quali anche la quotazione in borsa, al fine di confrontarle sulla base dei principali fattori economico aziendali che portano il soggetto economico a sceglierne una piuttosto che un'altra.

OPERAZIONE STRAORDINARIA	FATTORI ECONOMICO AZIENDALI
Trasformazione	Adeguamento della forma giuridica alle mutate condizioni di equilibrio tra forze unitarie aziendali e ambiente ed adeguamento alla crescita aziendale (nuove forme di finanziamento; condizioni di livello decisionale; condizioni di controllo)
Fusione	Crescita delle dimensioni dell'impresa (motivi commerciali, produttivi, finanziari, amministrativi, ...)
Scissione	Decentramento organizzativo, riduzione delle dimensioni aziendali
Conferimento	Formazione di un rapporto di gruppo, diversificazione degli investimenti e decentramento organizzativo.
Quotazione in borsa	Creazione delle condizioni aziendali per l'attuazione di complesse ed articolate strategie future

Tabella 8. 1– *I possibili fattori economico aziendali alla base delle operazioni di gestione straordinaria*

⁷ Cfr. Alberti G.B., *op. cit.*, 1997.

Emerge così che l'operazione di quotazione in borsa non può essere ricondotta semplicemente ad una strategia di crescita con i connotati della straordinarietà.

Guardando infatti alla complessità, dinamicità e orientamento al lungo termine proprio del problema economico aziendale al quale si pone come soluzione, è possibile affermare che l'operazione mira a creare le condizioni aziendali, di gestione, organizzazione e rilevazione, per l'attuazione di complesse e articolate strategie future.

In tal modo la quotazione risulta un'operazione straordinaria capace di rispondere ad esigenze profondamente differenti in capo al soggetto economico e conseguentemente di offrire un'ampia gamma di opportunità gestionali.

L'operazione di quotazione in borsa può rappresentare così una scelta non tanto antitetica rispetto alle altre operazioni bensì propedeutica al successo futuro delle stesse⁸.

In conclusione l'operazione di quotazione in borsa può essere studiata come un'operazione di finanza straordinaria *in senso lato* in quanto la stessa non si limita ad essere una soluzione straordinaria alle tensioni arrecate all'interno dei momenti di gestione, organizzazione e rilevazione dell'impresa, ma in quanto una volta attuata crea le condizioni affinché altre operazioni straordinarie possano essere intraprese con maggior flessibilità e convenienza in futuro.

⁸ Si veda come anche JOVENITTI (1988; 1994) perviene a definire l'operazione di quotazione in borsa come un'operazione di finanza straordinaria *in senso lato* in quanto la stessa non si limita ad essere una soluzione straordinaria alle tensioni arrecate all'interno dei momenti di gestione, organizzazione e rilevazione dell'impresa, ma in quanto attuata crea le condizioni affinché altre operazioni straordinarie possano essere intraprese con maggior flessibilità e convenienza in futuro.

Si pone quindi sia come una soluzione all'insieme delle tensioni arrecate dalla formulazione di una strategia di sviluppo sia allo stesso tempo come fattore moltiplicativo degli effetti finanziari e strategici di ulteriori operazioni di finanza straordinaria che possono essere intraprese nella stessa fase di crescita.

Si pone quindi sia come una soluzione all'insieme delle tensioni arretrate dalla formulazione di una strategia sia allo stesso tempo come possibile fattore moltiplicativo degli effetti finanziari e strategici di ulteriori operazioni di finanza straordinaria che possono essere intraprese.

CAPITOLO NONO

LE TENSIONI GESTIONALI

SOMMARIO: 9.1. Premessa. – 9.2. La classificazione delle tensioni gestionali. – 9.2.1. Le tensioni finanziarie e l'operazione di quotazione. – 9.2.2. Le tensioni di investimento e l'operazione di quotazione. – 9.2.3. Le tensioni di disinvestimento e l'operazione di quotazione. – 9.2.4. Le tensioni nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni e l'operazione di quotazione. – 9.3. La coerenza delle determinanti gestionali di una scelta di quotazione. – 9.3.1. Coerenza delle tensioni gestionali e unitarietà della gestione. – 9.3.2. Coerenza delle tensioni gestionali e continuità nel tempo della gestione.

9.1 Premessa

Lo studio dei fattori determinanti una decisione di quotazione in borsa richiede di guardare all'operazione come ad una risposta a delle tensioni create a livello aziendale, esprimibili in una contrapposizione tra una situazione reale e una desiderata.

Si è già detto come queste tensioni caratterizzanti l'amministrazione dell'azienda possano per esigenze di analisi essere raggruppate, in relazione alla natura delle operazioni economiche, in tensioni gestionali, organizzative e rilevative.

Oggetto di questo capitolo sono le tensioni gestionali e il loro rapporto causale con la scelta di quotazione in borsa. Mentre nei primi paragrafi si procederà ad analizzare le singole tensioni gestionali, siano esse interne od esterne, in relazione ad una scelta di quotazione, successivamente viene affrontato il problema della coerenza interna tra le diverse tensioni gestionali.

L'obiettivo perseguito è quello di comporre in uno schema di analisi le differenti tensioni gestionali che possono spingere il soggetto economico ad una scelta di quotazione in borsa.

9.2 La classificazione delle tensioni gestionali

L'analisi delle tensioni aziendali che emergono a livello gestionale può essere articolata in relazione alle aree di gestione nelle quali si vengono a formare: l'area dei finanziamenti, l'area degli investimenti, l'area dei disinvestimenti e l'area dei rimborsi e delle remunerazioni¹.

Si distinguono così le tensioni finanziarie, le tensioni dimensionali, le tensioni competitive e sul risultato e le tensioni informative e di controllo. All'interno di ciascun gruppo le tensioni possono essere analizzate in relazione al ruolo svolto dall'ambiente esterno nella formazione delle stesse.

Nella Tabella 9. 1 sono riportate, suddivise per area gestionale e per oggetto, le differenti tensioni gestionali.

Sono *finanziarie* le tensioni che attengono alla contrapposizione tra una situazione reale di squilibrio finanziario e patrimoniale e una situazione desiderata di equilibrio finanziario e patrimoniale nel lungo termine per assicurare la sopravvivenza dell'impresa.

Le tensioni *dimensionali* attengono invece alla contrapposizione tra una situazione di inadeguata combinazione dei fattori produttivi rispetto alle esigenze di attuazione della strategia aziendale e una combinazione e dimensione della struttura produttiva adeguata.

Le tensioni nell'area dei *disinvestimenti* sono il risultato della contrapposizione tra una capacità attuale di collocamento sul mercato e di realizzazione di ricchezza nuova e una desiderata oltre che di una particolare esigenza in relazione al mercato del credito².

¹ Si osservi come le aree sono coincidenti con le fasi del ciclo di gestione aziendale. Tale suddivisione risponde alla stessa logica di raggruppamento delle operazioni economiche che costituiscono l'oggetto della gestione aziendale. Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002; ARDEMANI E., *op. cit.*, 1989.

² La fase dei disinvestimenti accoglie anche le operazioni economiche che attengono al collocamento dei prodotti finanziari, cioè di prodotti che attengono nella loro essenza al fenomeno dei finanziamenti ottenuti a titolo di credito. Per un approfondimento si rimanda a ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag.73 e 74.

Le tensioni nell'area dei *rimborsi* e delle *remunerazioni* infine sono presenti in relazione alle esigenze che la strategia aziendale fa emergere nella gestione in termini di maggiore attenzione al risultato e alla sua distribuibilità.

La contrapposizione è infatti tra una situazione dove è prevalente l'esigenza dell'autofinanziamento per la sopravvivenza dell'impresa ed una situazione dove l'attenzione viene focalizzata sulla remunerazione distribuibile.

AREA GESTIONALE	TENSIONI	OGGETTO
Finanziamenti	<i>Tensioni finanziarie</i>	<i>Interne:</i> equilibrio finanziario; <i>Esterne:</i> mercati finanziari; Stato; investitori istituzionali.
Investimenti	<i>Tensioni dimensionali</i>	<i>Interne:</i> dimensione produttiva e crescita esterna <i>Esterne:</i> mercati di approvvigionamento; fornitori.
Disinvestimenti	<i>Tensioni competitive e di risultato</i>	<i>Interne:</i> diversificazione e internazionalizzazione; redditività delle vendite; eliminazione asset non redditizi; riduzione indebitamento bancario. <i>Esterne:</i> competitors e mercati di sbocco; clienti; mercato creditizio.
Rimborsi e remunerazioni	<i>Tensioni rimborsi e remunerazioni</i>	<i>Interne:</i> equilibrio tra politica dividendi e politica autofinanziamento; <i>Esterne:</i> liquidabilità dell'investimento e appetibilità dello stesso

Tabella 9. 1- *La classificazione delle tensioni gestionali con riferimento alla operazione di quotazione*

Tale classificazione delle tensioni aziendali consente ora di affrontare in modo analitico lo studio dell'insieme delle tensioni

gestionali che stanno a fondamento di una scelta di quotazione da parte del soggetto economico.

9.2.1 Le tensioni finanziarie e l'operazione di quotazione in borsa

La quotazione come risposta a tensioni di ordine prettamente finanziario è oggetto specifico degli studi di finanza.

L'approccio economico aziendale impone peraltro di studiare la stessa relazione causale contestualizzandola all'interno della gestione dell'impresa e del rapporto tra l'impresa e l'ambiente esterno.

E' possibile osservare come la presenza di tensioni finanziarie nell'ambito della gestione d'impresa può condurre il soggetto economico ad una scelta di quotazione quando:

- lo squilibrio finanziario è connesso alla difficoltà degli azionisti di apportare nuovo potere d'acquisto a titolo di rischio all'interno della gestione dell'impresa;
- il soggetto economico intende diversificare le fonti di finanziamento al fine di migliorare il rapporto di indebitamento e, con riferimento alla struttura dell'attivo, anche il margine di struttura;
- si vuole ridurre la dipendenza finanziaria dagli istituti di credito e conseguentemente il costo degli stessi finanziamenti a titolo di credito;
- il soggetto economico intende ridurre il proprio rischio diretto connesso all'ammontare di capitale di rischio investito nell'impresa

Così se le tensioni finanziarie sono in generale rivelatrici di un'attività di ricerca di capitale a titolo di rischio finalizzato allo svolgimento dell'attività dell'impresa e destinato a rimanere a lungo termine inserito nell'attività, l'operazione di quotazione in borsa rivela l'esistenza di tensioni finanziarie connesse a specifiche esigenze del soggetto economico.

Le tensioni finanziarie sono, a determinate condizioni, un fattore determinante una scelta di quotazione in borsa.

Peraltro non tutte le situazioni di squilibrio finanziario trovano risposta in una scelta di quotazione in borsa. La quotazione infatti non può essere una risposta a tensioni finanziarie che derivano da una cattiva gestione delle risorse finanziarie interne. In questo caso infatti il reperimento del capitale a titolo di rischio sul mercato risulterebbe difficile in quanto le risorse non sono impiegate per sanare uno squilibrio finanziario connesso ad un momento di espansione e sviluppo dell'attivo dell'impresa ma per ripianare gli effetti finanziari di una cattiva gestione passata delle risorse.

La quotazione deve rispondere a tensioni finanziarie funzionali a supportare uno sviluppo dell'attività d'impresa in grado di offrire flussi di reddito futuri.

Così è possibile osservare che una particolare situazione finanziaria caratterizzata da un forte squilibrio non è sufficiente da sola per comprendere la logica alla base di una scelta di quotazione, anche se è un elemento determinante. E' necessario infatti verificare la presenza delle altre tensioni all'interno della gestione aziendale con particolare attenzione alle tensioni nell'area degli investimenti.

Inoltre l'analisi del rapporto causale tra tensioni finanziarie e decisione di quotazione richiede di guardare al ruolo del mercato finanziario, degli investitori istituzionali e dello stato nella formazione di tali tensioni.

Un mercato finanziario efficiente può portare il soggetto economico d'impresa verso la quotazione per migliorare la propria situazione di equilibrio finanziario e patrimoniale. Allo stesso modo una congiuntura sfavorevole del mercato finanziario può condizionare fortemente una scelta di quotazione facendo preferire al soggetto economico la ricerca di capitali a titolo di credito.

La presenza di investitori istituzionali interessati a finanziare l'impresa a titolo di rischio è anch'essa spesso prodromica ad una scelta di quotazione. La ricerca di una soluzione alla tensione finanziaria può essere così guidata anche dagli interessi degli investitori istituzionali la cui presenza può rispondere alla volontà di una cessione parziale di quote di capitale da parte di azionisti rilevanti o di controllo o alla necessità di risolvere problemi di suc-

cessione familiare³. In tal modo il soggetto economico ricerca l'equilibrio finanziario-patrimoniale anche attraverso una riduzione del potere degli istituti di credito.

Lo Stato interviene a condizionare le tensioni finanziarie e la loro soluzione essenzialmente attraverso interventi di natura agevolativo-tributaria⁴.

In conclusione è importante sottolineare come lo studio della scelta di quotazione in borsa quale risposta ad un problema di natura finanziaria sia di fondamentale importanza ma limiti allo stesso tempo l'analisi a solo alcune delle tensioni che a livello aziendale condizionano tale scelta.

In realtà la gestione dell'impresa presenta un complesso insieme di tensioni la cui conoscenza è fondamentale per comprendere la dinamica decisionale che ha portato il soggetto economico ad assumere una decisione di quotazione.

La quotazione non può essere considerata solo un'opportunità di fonte continuativa di fondi che sostituiscono altre fonti finanziarie né solo come un'opportunità di sfuggire dalle rigide con-

³ Cfr. PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (b), pag.25 e seguenti.

⁴ A questo proposito si osservi come dall'elaborazione di Perrini su questionario Istituto Lorenzetti (1998) emerga il ruolo rilevante giocato dalle agevolazioni fiscali nello spiegare una scelta di quotazione in borsa da parte delle imprese del campione, cfr. PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (b), pag.28.

Il recente RAPPORTO REF.IRS sul mercato azionario (2002) precisa con riferimento al mercato azionario italiano che "qualora si dovesse progettare una nuova modalità di agevolazione fiscale alle quotazioni, a differenza delle esperienze passate, ci sembra che il meccanismo dovrebbe essere congegnato nelle forme seguenti:

- l'agevolazione dovrebbe essere permanente e non congiunturale;
- l'agevolazione dovrebbe essere di intensità tale da compensare i costi di quotazione e il prelievo aggiuntivo conseguente alla (prevedibile) emersione di base imponibile (costo di trasparenza);
- l'agevolazione dovrebbe essere congegnata come bonus fiscale circoscritto al nuovo capitale emesso in occasione della quotazione, anche al fine di favorire l'ampliamento del flottante;
- l'agevolazione dovrebbe essere accompagnata da una "chiusura" del potenziale contenzioso con il fisco relativo agli anni precedenti quello di quotazione";

cfr. AA.VV., *Borsa 2002 – Rapporto ref.irs sul mercato azionario*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, pag. 156-157.

giunture del mercato creditizio e dalla limitatezza delle risorse finanziarie⁵ bensì deve essere studiata come uno strumento complesso che risponde ad un insieme di tensioni presenti a livello aziendale.

9.2.2 *Le tensioni di investimento e l'operazione di quotazione in borsa*

Le tensioni che si creano nell'area degli investimenti attengono alle operazioni economiche rivolte ad acquisire fattori di produzione che vengono a loro volta inseriti nella gestione produttiva al fine di ottenere prodotti atti al soddisfacimento dei bisogni degli individui⁶.

Se il reperimento del potere d'acquisto caratterizza le tensioni finanziarie, le tensioni di investimento si distinguono per la ricerca dell'impiego di tale potere nella migliore combinazione economica dei fattori di produzione al fine conseguire gli obiettivi aziendali.

Una scelta strategica di quotazione in borsa può essere studiata come soluzione ad un insieme di tensioni venutesi a formare nell'area degli investimenti.

Tali tensioni presentano peculiari caratteristiche:

- attengono ad un ampliamento consistente ed eccezionale delle dimensioni produttive dell'impresa;
- sono conseguenza di nuovi programmi di investimento che prevedono anche un potenziamento qualitativo oltre che quantitativo dell'insieme dei fattori di produzione materiali e immateriali;
- richiedono operazioni di crescita esterna, quali acquisizioni e aggregazioni.

La soluzione a tali tensioni di investimento condiziona ed è condizionata dalle scelte operate quali soluzioni alle tensioni finanziarie.

⁵ Cfr. JOVENITTI P., *op. cit.*, 1989, pag.362 e segg.

⁶ Cfr. ALBERTI G.B., *op.cit.*, 2002, pag.72

Pertanto la scelta di quotazione può rivelarsi un'efficace soluzione alle esigenze eccezionali di integrazione e diversificazione aziendale in quanto oltre a consentire di acquisire i mezzi finanziari necessari a tali operazioni sul mercato dei capitali di rischio (tensioni finanziarie), permette di realizzare alleanze con altre realtà aziendali tramite lo scambio dei propri titoli che godono di maggiore appetibilità in quanto quotati.

L'operazione di quotazione risponde così a specifiche tensioni che si sono create nell'area degli investimenti alla cui soluzione il soggetto economico ritiene non sufficiente la strada dell'implementazione della quantità e della qualità dei fattori produttivi esistenti all'interno dell'impresa.

Le stesse tensioni devono essere studiate dal soggetto economico anche alla luce del ruolo esercitato sulla formazione delle stesse dalle caratteristiche del settore di appartenenza, dai competitors e dai fornitori. Esse, infatti, possono risultare accentuate dalla necessità di contrastare la concorrenza aumentando le dimensioni e le alleanze strategiche o di migliorare i rapporti con i fornitori di fattori di produzione; in altri termini la difesa e il miglioramento della propria posizione competitiva, sono fattori che possono concorrere ad una scelta di quotazione in borsa⁷.

L'operazione di quotazione in borsa viene così ad essere studiata come soluzione prescelta dal soggetto economico in presenza di un particolare momento della vita dell'impresa caratterizzato da un insieme di tensioni generate dall'esigenza di superare una dimensione critica dell'attività aziendale e implementare un processo di crescita esterna⁸.

⁷ Tali fattori infatti sono presenti tra le motivazioni addotte dalle imprese per una scelta di quotazione in borsa. Si tratta peraltro di motivazioni secondarie rispetto a quella di finanziare lo sviluppo del business e facilitare la crescita esterna che rimangono di primaria importanza, Cfr. PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (b), pag.28.

⁸ "L'esempio dell'operazione Olivetti – Telecom serve a ricordare che un vantaggio importante della quotazione per la società e per i suoi azionisti è favorire la crescita tramite acquisizioni di altre aziende e aggregazioni con altri gruppi. Infatti innanzitutto i titoli quotati possono essere utilizzati come mezzo di pagamento per le acquisizioni; inoltre il loro prezzo di mercato costituisce una base di riferimento oggettiva su cui fondare i valori delle offerte per rea-

L'analisi congiunta di tali tensioni con le tensioni emergenti a livello finanziario ha portato ad individuare nell'operazione di quotazione un'operazione mobiliare ottimale per finanziare lo sviluppo dell'impresa in quanto può consentire il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo imprenditoriale salvaguardando l'equilibrio finanziario⁹.

La quotazione così non può essere studiata solo come parte di un processo di ristrutturazione finanziaria o solo come strumento di crescita dell'impresa. E' necessario guardare all'insieme delle tensioni finanziarie e di investimento alle quali la stessa si pone come soluzione in quanto si tratta di tensioni che hanno origine in aree diverse della gestione aziendale ma la cui soluzione deve essere individuata in modo unitario.

L'importanza attribuita a tali tensioni nell'ambito di un processo di scelta di un'operazione di quotazione non deve far dimenticare l'esistenza di altre tensioni gestionali che assieme a quelle organizzative e rilevative concorrono alla formazione della decisione di quotarsi.

Nella complessa realtà aziendale pertanto una scelta di quotazione richiede di procedere anche all'analisi delle problematiche emergenti nell'area dei disinvestimenti e dei rimborsi e delle remunerazioni.

9.2.3 *Le tensioni dei disinvestimenti e l'operazione di quotazione in borsa*

Nell'area dei disinvestimenti rientrano quelle operazioni economiche che attengono alla collocazione sul mercato dei prodotti

lizzare combinazioni e alleanze strategiche tra imprese", cfr. CESARINI F., GUALTIERI P., *La Borsa*, Il Mulino, Bologna, 2001, pag.38.

⁹ La quotazione come strategia mobiliare ottimale per finanziare lo sviluppo dell'impresa è la conclusione a cui pervengono Jovenitti P., *Le operazioni di finanza straordinaria*, in GUATRI L. (a cura di), *Trattato di Economia delle aziende industriali*, Egea, Milano, 1988; PIVATO S., GILARDONI A., PERRINI F., *Progetto per la realizzazione di una rete Nazionale Telematica di Mercati Mobiliari Locali. Un mercato mobiliare per le piccole e medie imprese*, Milano, 1994; PERRINI F., *op. cit.*, Egea, Milano, 1999 (a).

materiali o finanziari e al correlato ottenimento del valore della produzione ottenuta.

La ricerca dei fattori determinanti una decisione di quotazione in borsa non può prescindere dall'analisi delle tensioni interne nell'area dei disinvestimenti che hanno condizionato tale scelta. L'operazione può rispondere così all'interesse del soggetto economico di sviluppare ed espandere le vendite sia sul mercato nazionale sia internazionale.

La scelta del mercato sul quale richiedere la quotazione dei propri titoli rappresenta infatti un elemento importante in quanto consente di rafforzare la propria *leadership* sul mercato nazionale attraverso visibilità e importanza ottenute sul mercato borsistico italiano e con riferimento alla scelta di quotazione su piazze estere può favorire la penetrazione in mercati di sbocco nuovi rafforzando così un processo di globalizzazione¹⁰.

La tensione verso nuovi mercati di sbocco è inoltre strettamente correlata alle esigenze di ottenere maggiore redditività delle vendite.

L'operazione di quotazione può essere una risposta alle tensioni generate da una forte attenzione al fatturato in quanto lo stesso è a sua volta alla base della determinazione della ricchezza distribuibile¹¹.

A questo proposito è stato osservato come le imprese non quotate mostrino la tendenza a non far emergere il volume delle vendite essenzialmente per motivazioni di carattere fiscale che portano a minimizzare l'utile imponibile¹². Diversamente le im-

¹⁰ A tal proposito si veda il gruppo Bayer che in occasione del debutto al listino di New York ha dichiarato di ritenere "l'approdo alla borsa americana un mezzo per finanziare l'espansione nel più grande e ricco mercato farmaceutico del mondo", in *IL SOLE 24 ORE*, 25/01/2002.

¹¹ Perrini osserva come nelle imprese quotate il parametro di valutazione delle strategie non è la crescita degli utili bensì "l'incremento del valore dell'impresa e di qui la massimizzazione del valore per gli azionisti: massimizzare l'utile distribuibile dall'impresa. Diventa così importante la redditività degli investimenti e degli asset esistenti che sono la ricchezza dell'impresa. (...) Gli investimenti sono volti a rafforzare il vantaggio competitivo nel core business..", PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (b), pag. 32 e 33.

¹² PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (b), pag.32.

prese che hanno scelto di quotarsi in borsa dimostrano un'attenzione particolare alla valorizzazione della ricchezza connessa alle particolari tensioni di investimento verso la crescita esterna e alle compresenti tensioni finanziarie.

L'operazione di quotazione in borsa può rispondere anche all'esigenza peculiare del soggetto economico di disinvestire quelle realtà di business che non creano valore per l'impresa. La dismissione di asset aziendali non più funzionali all'attività d'impresa può essere più agevole quando l'impresa è quotata in quanto si concretizza nello scambio di titoli il cui valore è determinabile e conosciuto sul mercato dei capitali.

Infine si può osservare come la scelta di quotazione sia una risposta ad una tensione interna presente a livello dei disinvestimenti che attiene al collocamento dei debiti finanziari da parte dell'impresa.

E' possibile infatti che il soggetto economico dovendo fare i conti con una situazione finanziaria dell'impresa caratterizzata da un elevato indebitamento che inficia lo stesso risultato economico attraverso elevati oneri finanziari, individui nella quotazione l'opportunità di ridurre il capitale di credito e di riequilibrare la struttura finanziaria.

Con riferimento all'ambiente esterno le principali spinte che concorrono a stressare l'operatività aziendale nell'area dei disinvestimenti provengono soprattutto dai concorrenti attuali e potenziali sul mercato di sbocco, dai clienti e dal comportamento degli attori del mercato creditizio.

La quotazione in borsa può essere fonte di vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti dell'impresa in quanto rafforza una posizione di *leadership* sul mercato ma anche in quanto permette l'implementazione di un processo di internazionalizzazione in modo rapido ed efficace¹³. Così il comportamento dei concorrenti

¹³ L'amministratore delegato del gruppo orafo vicentino Chimento ha di recente affermato "la borsa ci darebbe una maggior visibilità a livello internazionale (...) A noi non servono capitali per finanziare la nostra crescita e la quotazione ci servirebbe solo come ulteriore passo per massimizzare la visibilità all'estero", in "Chimento pensa allo sbarco in borsa" IL SOLE 24 ORE NORD EST, 7/10/2002, n.35, pag.9.

attuali e potenziali condiziona una scelta di quotazione in relazione al fatto che essi siano o meno quotati e al loro posizionamento sui mercati.

Le stesse esigenze dei clienti finali possono spingere alla assunzione di una scelta di quotazione in borsa in quanto la stessa restituisce visibilità e immagine all'impresa rafforzando così le presso i clienti la garanzia di trasparenza e qualità sui prodotti e sui processi produttivi.

Il ruolo centrale svolto dagli istituti bancari nel sistema produttivo italiano ha infine condizionato fortemente l'accesso al mercato di borsa da parte delle imprese. Diversamente dalla realtà statunitense infatti il potere esercitato dalle banche ha favorito un progressivo indebitamento delle imprese e un aumento dei costi dei finanziamenti.

La quotazione in borsa in questo contesto viene vista come *extrema ratio* alle tensioni finanziarie e difficilmente invece come un'opportunità. In realtà è necessario guardare all'operazione di quotazione come ad una risposta unitaria alle tensioni che si verificano con riferimento al collocamento dei prodotti finanziari dell'impresa sul mercato del capitale di credito che spingono alla contrazione dei debiti finanziari e alle tensioni finanziarie che rivelano l'esigenza di ricercare nuovo capitale proprio.

Con riferimento alle tensioni che si vengono a creare nell'area dei disinvestimenti è possibile concludere che tra i fattori determinanti una scelta di quotazione è necessario analizzare le esigenze di:

- diversificazione e internazionalizzazione sui mercati di sbocco;
- consolidamento ruolo di leadership sui mercati tradizionali;
- aumento della redditività delle vendite;
- eliminazione di asset non redditizi;
- riduzione dell'indebitamento bancario.

L'analisi di tali tensioni deve guardare alla loro complementarietà con le tensioni finanziarie e con le esigenze di crescita esterna provenienti dall'area degli investimenti.

9.2.4 Le tensioni nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni e l'operazione di quotazione in borsa

Le tensioni nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni scaturiscono dall'esigenza di mantenere il potere d'acquisto inserito a titolo di rischio nell'impresa attraverso una remunerazione adeguata.

L'importanza di analizzare tali tensioni deriva dal fatto che la rinuncia parziale o totale sia al rimborso che alla remunerazione del capitale inserito a titolo di rischio nell'interesse di finanziare nuovi cicli di gestione è condizione essenziale per la sopravvivenza dell'impresa stessa.

Così dall'interno dell'impresa le tensioni attengono innanzitutto alla ricerca di un equilibrio tra politiche di autofinanziamento e politiche dei dividendi. Esse rappresentano in realtà i due poli di un *continuum* caratterizzati dal differente grado di rinuncia alla remunerazione del capitale inserito nella gestione a titolo di rischio.

L'attenzione per la sola remunerazione adeguata del capitale investito a titolo di rischio può rendere più agevole il mantenimento del capitale all'interno dell'impresa ma può inficiare le possibilità di sviluppo e sopravvivenza dell'impresa. Infatti può accadere che la remunerazione adeguata richieda di distribuire l'intera maggior ricchezza nuova generata dai cicli di gestione, oppure che porti, in presenza di perdite di esercizio, ad intaccare il capitale dell'impresa.

Dall'altra parte in prima approssimazione la politica di autofinanziamento assicura la continuità e la sopravvivenza dell'impresa nel tempo. Peraltro si osserva come, qualora la ricchezza nuova prodotta dall'impresa e reinserita nei cicli di gestione futuri, non sia sufficiente per supportare scelte di sviluppo straordinario, il soggetto economico individui la necessità di reperire ulteriori risorse finanziarie a titolo di rischio.

Qualora queste ultime debbano essere reperite sul mercato dei capitali presso terze economie è necessario che il soggetto economico formuli un'adeguata politica di remunerazione degli stes-

si capitali al fine di favorirne l'inserimento e soprattutto il mantenimento all'interno della gestione d'impresa.

Una scelta di quotazione in borsa può porsi come risposta a questo tipo di tensioni quando emerge una difficoltà rilevante nel mantenere il capitale investito perseguendo solo una politica di autofinanziamento.

Tale operazione consente all'impresa di accedere ad un canale permanente di finanziamento a titolo di rischio richiedendo una continua ricerca di un equilibrio tra scelte di autofinanziamento e di distribuzione dei dividendi. Infatti il mantenimento del capitale a titolo di rischio nell'impresa dipende dalla capacità della stessa di produrre ricchezza nuova in grado sia di remunerare adeguatamente il capitale investito attraverso una politica dei dividendi, sia di mantenere l'appetibilità dell'investimento sul mercato azionario attraverso una politica di autopotenziamento dell'impresa.

La quotazione sul mercato di borsa può rappresentare uno strumento in grado di rispondere alle esigenze fatte proprie dal soggetto economico di individuare una posizione di equilibrio tra i due estremi. Di fatto peraltro alla stessa operazione viene attribuito un ruolo *segnalatico* del passaggio da una politica di autofinanziamento ad una di distribuzione dei dividendi, o in altre parole da un'attenzione al risultato economico ad un interesse rivolto prevalentemente all'utile distribuibile¹⁴.

Tale impostazione rivela un punto di vista dell'analisi che si pone all'esterno dell'impresa e che appartiene all'investitore azionista che opera con un orizzonte temporale di breve termine.

Diversamente infatti il soggetto economico d'impresa dovrebbe guardare all'operazione di quotazione con riferimento all'opportunità della stessa di individuare una situazione di equilibrio all'interno della fase dei rimborsi e delle remunerazioni.

¹⁴ Jovenitti parla di cambiamento del concetto di competitività aziendale e della correlata introduzione di nuovi indicatori di competitività. Con l'ingresso nella fase finanziaria l'impresa deve affrontare un confronto con i concorrenti anche al di fuori dell'area produttiva e commerciale e deve guardare al reddito distribuibile come un essenziale indicatore di competitività in un contesto competitivo allargato; cfr. JOVENITTI P., *op. cit.*, 1988, pag. 290 e seguenti.

Tale situazione deve guardare al bilanciamento tra l'attrattività derivante dalla distribuzione di utili e quella derivante dal maggior valore attribuito alle azioni a seguito del potenziamento dell'attività dell'impresa¹⁵.

In secondo luogo le tensioni all'area dei rimborsi e delle remunerazioni possono derivare anche dall'esigenza del soggetto economico azionista dell'impresa di disinvestire parte del capitale inserito nella gestione per destinarlo ad altri scopi e ad altre remunerazioni. Questo richiede la ricerca di altri soggetti disposti a sostituirsi allo stesso.

La scelta di quotazione in borsa rileva la volontà di affrontare tali tensioni focalizzandosi su una attenta politica delle remunerazioni e dell'accrescimento del valore del capitale economico dell'impresa e quindi delle azioni al fine poi di una loro successiva alienazione. Tutto questo comporta un'attenzione particolare al risultato economico che trova valorizzazione nella fase dei disinvestimenti e che al momento del rimborso e della remunerazione viene valutato nella caratteristica della distribuibilità.

Le tensioni nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni che sono alla base di una scelta di quotazione in borsa sono caratterizzate dal ruolo svolto dall'ambiente esterno ed in particolare vengono accentuate dalle esigenze di azionisti non interessati direttamente alla gestione aziendale e alle richieste dei mercati finanziari.

Infatti i soggetti esterni alla gestione dell'impresa ma titolari di capitale di rischio inserito nella stessa ricercano una liquidabilità a breve del proprio investimento e la possibilità di percepire un rendimento immediato¹⁶.

¹⁵ Una situazione particolare caratterizza le imprese dell'high tech statunitensi, le quali tuttora tendono a non distribuire utili e a reinvestirli in ricerca e sviluppo in quanto la remunerazione degli azionisti viene garantita attraverso l'ottenimento di elevati capital gain. In questo contesto si osservi come stia facendo notizia la decisione di Microsoft di distribuire un dividendo per l'anno 2002 anche se di importo limitato, in *Il dividendo di Microsoft non fa primavera*, IL SOLE 24 ORE 18/01/2003, n. 17, pag.27.

¹⁶Perrini sostiene che la quotazione in borsa rappresenti il passaggio fondamentale per permettere agli operatori, siano essi pubblici o privati, di disin-

La mancata rinuncia sia al rimborso sia alla remunerazione contribuiscono ad accentuare le difficoltà dell'impresa nel mantenere il potere d'acquisto inserito nella gestione. A questa difficoltà una scelta di quotazione risponde offrendo ai soggetti investitori una valutazione giornaliera derivante dalla quotazione delle azioni sul mercato che favorisce la conoscenza del valore del proprio investimento e la possibilità di cederlo agevolmente ad altri operatori senza privare l'impresa e la sua gestione del capitale inserito a titolo di rischio.

In conclusione è possibile osservare come l'ipotesi di una relazione causale tra tensioni presenti nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni e decisione di quotazione in borsa richieda di esaminare:

- le esigenze di equilibrio tra politica di autofinanziamento e di distribuzione
- le esigenze di liquidabilità dell'investimento e di remunerazione proprie del soggetto economico e di investitori esterni.

Tale analisi non può limitarsi alle sole esigenze che interessano l'impresa nel breve termine. Certo nel breve termine si hanno le tensioni maggiori ma è necessario guardare alla quotazione come ad una risposta alle tensioni anche nel lungo termine in quanto in tale fase è in gioco la sopravvivenza dell'impresa nel tempo.

E' importante così sottolineare come un'operazione di quotazione deve essere studiata come risposta sia a tensioni di brevissimo termine sia di lungo termine che si formano nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni in quanto l'attenzione al reddito distribuibile che alimenta la politica dei dividendi e al valore del capitale economico che determina il valore delle azioni presenti le caratteristiche di continuità nel tempo per garantire la sopravvivenza dell'impresa.

vestire per poi riavviare nuovi cicli di investimento, Cfr. PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (a), pag.56.

9.3 La coerenza delle determinanti gestionali di una scelta di quotazione in borsa

Lo studio analitico delle differenti tensioni riconducibili alle fasi della gestione aziendale costituisce un momento importante del processo di conoscenza delle determinanti una scelta di quotazione in borsa. Infatti, la scomposizione delle tensioni gestionali in relazione alle fasi che compongono il ciclo di gestione deve essere considerata come funzionale ad un approfondimento delle relazioni causali tra scelta di quotazione e forze gestionali.

Questa stessa scomposizione peraltro porta con sé il rischio di favorire l'individuazione di motivazioni alla base di una scelta di quotazione slegate tra loro e l'analisi delle stesse nella convinzione che vi possa essere una motivazione prevalente rispetto alle altre.

I caratteri di unitarietà e continuità propri della gestione aziendale richiedono invece di guardare alle tensioni gestionali anche nel loro insieme, pervenendo così all'individuazione del particolare *insieme di forze gestionali* che accanto a quelle organizzative e a quelle di rilevazione, hanno condotto il soggetto economico ad una scelta di quotazione.

9.3.1 Coerenza delle tensioni gestionali e unitarietà della gestione

La ricerca di una coerenza sistemica tra le forze gestionali a fondamento di una scelta di quotazione passa innanzitutto attraverso l'individuazione, ad un dato momento:

- delle relazioni esistenti tra tensioni emergenti all'interno della stessa fase del ciclo di gestione;
- delle relazioni esistenti tra tensioni derivanti dalle differenti fasi del ciclo di gestione.

Si è visto come una scelta di quotazione in borsa possa rispondere a peculiari tensioni finanziarie, di investimento, di disinvestimento e di rimborso e remunerazione presenti nella gestione dell'impresa.

Ciascuna tipologia di tensione peraltro deve tener conto della compresenza di altre tensioni nella stessa fase, la cui conoscenza è importante per comprendere al meglio le determinanti una scelta di quotazione.

Le tensioni finanziarie correlate ad una scelta di quotazione vanno viste alla luce dell'insieme delle altre esigenze finanziarie che possono rivelare concomitanti situazioni di squilibrio finanziario o monetario.

Le tensioni nell'area degli investimenti devono essere correlate alle altre esigenze di investimento in quanto la scelta di quotazione permette lo sviluppo di programmi di investimento che possono essere funzionali al realizzarsi degli altri investimenti o che sono condizionati dagli stessi.

La quotazione come risposta a peculiari tensioni emergenti nell'area dei disinvestimenti non può prescindere dal fatto che le stesse sono condizionate e a loro volta condizionano il successo delle operazioni di collocamento sul mercato dei prodotti non interessati direttamente dal progetto di quotazione.

Infine le tensioni nella fase dei rimborsi e delle remunerazioni dovrebbero tener conto dei risultati dei diversi cicli di gestione che si sviluppano nello stesso istante nell'ambito dell'impresa in quanto gli stessi condizionano le possibilità di risolvere tali tensioni attraverso un'operazione di quotazione in borsa.

L'individuazione dell'insieme delle forze gestionali che possono determinare una scelta di quotazione richiede inoltre di procedere all'analisi delle relazioni esistenti tra le peculiari tensioni derivanti da ogni fase del ciclo di gestione.

Recenti studi sulle scelte di quotazione sul mercato nazionale hanno ipotizzato l'esistenza di un forte legame tra tensioni finanziarie e tensioni di investimento. La presenza di programmi di sviluppo e di crescita comporta l'emergere di un fabbisogno finanziario elevato e quindi tensioni finanziarie la cui soluzione viene individuata in un'operazione di quotazione. La quotazione viene così studiata come uno strumento specifico di finanza per lo sviluppo.

Peraltro in un'ottica economico aziendale tale relazione causa – effetto si rivela incompleta in quanto le tensioni finanziarie e di

investimento sono solo alcune tra le forze gestionali che agiscono sull'assunzione delle scelte strategiche.

Rimanendo nell'ambito della gestione aziendale, infatti, è necessario tener presenti le correlazioni esistenti tra tensioni finanziarie e tensioni nell'area dei disinvestimenti e tensioni nell'area dei rimborsi e remunerazioni; tra tensioni di investimento e tensioni nell'area dei disinvestimenti e nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni; infine tra tensioni nell'area dei disinvestimenti e tensioni nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni.

E' possibile individuare una forte correlazione tra tensioni finanziarie e tensioni dei disinvestimenti sia in quanto dalla soluzione delle prime dipende la soluzione delle seconde, sia in quanto le esigenze connesse all'espansione dei mercati di collocamento del prodotto possono determinare particolari tensioni finanziarie oltre che di investimento.

Ancora la ricerca di una soluzione alle tensioni finanziarie rivela una forte correlazione con le tensioni emergenti nella fase dei rimborsi e delle remunerazioni. Basti pensare a come una soluzione alle tensioni finanziarie, quale la quotazione in borsa, non possa prescindere dall'analisi delle istanze di remunerazione del capitale e di liquidabilità dell'investimento che caratterizzano un'impresa.

La correlazione tra tensioni nell'area degli investimenti e tensioni nell'area dei disinvestimenti è importante ai fini dell'analisi delle determinanti una scelta di quotazione in quanto mette in evidenza le esigenze di redditività degli investimenti effettuati e l'esistenza delle condizioni per l'equilibrio economico della gestione aziendale.

Le tensioni nell'area dei disinvestimenti sono condizionate dalle tensioni presenti nell'area degli investimenti e a loro volta condizionano queste ultime in relazione alle peculiarità del mercato. Così l'esigenza di crescita esterna, di ampliamento della struttura produttiva, quali possibili tensioni nell'area degli investimenti alla base di una scelta di quotazione vanno esaminate in relazione alle possibilità di collocamento dei prodotti che ne risultano su mercati di sbocco ottenendo un risultato economico soddisfacente, così come all'opportunità di dismettere aste azien-

dali non redditizi modificando così la composizione dei fattori produttivi inseriti nella gestione dell'impresa.

E' di fondamentale importanza infine la correlazione tra tensioni nell'area dei disinvestimenti e tensioni nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni per comprendere appieno le potenzialità e i limiti di un'operazione di quotazione. Infatti se da una parte le tensioni presenti nell'area dei disinvestimenti sono pesantemente condizionate da quelle presenti nell'area dei finanziamenti e degli investimenti, dall'altra le stesse condizionano la tipologia di tensioni e di soluzioni alle stesse nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni. Di conseguenza la ricerca di una risposta alle esigenze emerse nell'area dei disinvestimenti non può prescindere dalle esigenze di rimborso e remunerazione compresenti all'interno della gestione dell'impresa.

In altre parole una scelta di quotazione che risponde a particolari esigenze di espansione sui mercati di sbocco dei prodotti o di dismissione di aste non redditizi, deve offrire anche l'opportunità di creare le condizioni per recuperare il potere d'acquisto inserito nell'impresa e per remunerarlo adeguatamente.

Spesso l'operazione di quotazione viene associata ad esigenze di sviluppo e di espansione dell'attività d'impresa, lasciando in secondo piano un'analisi delle compresenti e peculiari esigenze di reinvestimento e di remunerazione del capitale investito a titolo di rischio. In tal modo il rischio che si prospetta è quello di svincolare la scelta di quotazione dall'analisi delle tensioni presenti nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni e di privilegiare acriticamente una politica di distribuzione dell'intera ricchezza nuova prodotta dalla gestione.

Così facendo mentre l'inserimento di capitale a titolo di rischio nella gestione dell'impresa diviene sempre più appetibile grazie agli elevati dividendi distribuiti, l'impresa rischia di perdere la propria indipendenza economica¹⁷.

¹⁷ Sul concetto di indipendenza economica si veda ZAPPA G., *op. cit.*, Tomo I, pag.73 e seguenti.; MASINI C., *op. cit.*, 2° ed., 1979, pag.240; ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag.123; LAMBERTINI F., *L'autonomia quale condizione di*

9.3.2 *Coerenza delle tensioni gestionali e continuità nel tempo della gestione*

Si è detto all'inizio del paragrafo come l'analisi del rapporto causale tra insieme di forze gestionali e scelta di quotazione in borsa debba guardare anche alla caratteristica della continuità della gestione nel tempo.

L'insieme delle tensioni gestionali passate e la loro soluzione condiziona lo sviluppo della gestione futura e delle tensioni che la caratterizzeranno.

In altri termini una scelta di quotazione deve essere pensata sia come soluzione ad un insieme di forze gestionali attuali che come punto di partenza per l'individuazione di nuove soluzioni alle future tensioni aziendali. In questo senso l'ottenimento dello status di società quotata viene visto dal soggetto economico come un traguardo ma al tempo stesso come un'opportunità di risolvere future problematiche aziendali in modo più agevole, rapido e adeguato avvalendosi della posizione acquisita sul mercato dei capitali e della maggiore facilità di scambio dei propri titoli quotati.

Con riferimento ad una scelta di quotazione la continuità della gestione nel tempo richiede in particolare di soffermarsi sull'analisi della correlazione nel tempo delle tensioni presenti nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni con quelle finanziarie. Attraverso una risposta "equilibrata" alle tensioni nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni si creano infatti le condizioni per lo sviluppo di successivi cicli di gestione in quanto il potere d'acquisto disponibile al termine del ciclo viene reinvestito, totalmente o parzialmente, nella gestione dell'impresa.

L'operazione di quotazione vista come strumento di finanza per lo sviluppo deve quindi essere valutata anche in quanto risposta adeguata alle esigenze di continuità della gestione nel tempo.

Qualora invece la scelta di quotazione in borsa risponda ad esigenze, presenti nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni,

sviluppo dell'impresa, in AA.VV., Scritti in Onore di Carlo Masini, Tomo I-Istituzioni di economia d'azienda, Egea, Milano, 1993, pag.307 e seguenti.

incentrate sul rendimento nel breve termine del capitale investito accentuate anche da soggetti esterni alla gestione aziendale, il rischio che la gestione dell'impresa non continui nel tempo è elevato. In questo caso infatti la previsione futura di una remunerazione adeguata del capitale, tenuto conto dei rischi connessi alle previsioni formulate e dei rendimenti alternativi dei capitali può non essere sufficiente a garantire il reinvestimento del maggior valore prodotto dalla gestione.

Così mentre le tensioni finanziarie, di investimento e di disinvestimento, trovano nella quotazione una soluzione con valenza nel medio lungo termine, le tensioni presenti nell'area dei rimborsi e delle remunerazioni possono trovare nella quotazione una risposta nel brevissimo termine alle pressioni esterne inerenti la massimizzazione del reddito distribuibile.

CAPITOLO DECIMO

LE TENSIONI ORGANIZZATIVE

SOMMARIO: 10.1. Premessa. – 10.2. La classificazione delle tensioni organizzative. – 10.3. Le tensioni organizzative interne e l'operazione di quotazione in borsa. – 10.3.1. Le tensioni strutturali e la scelta di quotazione in borsa. – 10.3.2. Le tensioni di coordinamento e di collegamento e la scelta di quotazione in borsa. – 10.3.3. Le tensioni organizzative con riferimento ai meccanismi operativi. – 10.4. Le tensioni organizzative contingenti e l'operazione di quotazione in borsa. – 10.4.1. Età, dimensione e sistema tecnico. – 10.4.2. L'ambiente. – 10.4.3. Il potere.

10.1 Premessa

Nell'ambito di un approccio economico aziendale una scelta di quotazione deve essere analizzata anche in relazione all'insieme di tensioni generate nell'amministrazione dalla ricerca della miglior correlazione tra i fattori di produzione inseriti nell'impresa.

Oggetto di tale capitolo è l'insieme delle tensioni organizzative che possono condizionare una scelta di quotazione da parte del soggetto economico. Si procede innanzitutto all'analisi delle relazioni tra tensioni organizzative interne alla struttura organizzativa e tensioni organizzative sviluppate in relazione ai fattori situazionali e la scelta di quotazione, per pervenire successivamente ad affrontare la verifica di una coerenza generale rispetto alla scelta di quotazione.

Obiettivo di questo capitolo è di comporre in uno schema di analisi le diverse tensioni organizzative che possono essere alla base di una scelta di quotazione in borsa. Tale schema letto assieme a quello delle tensioni gestionali può contribuire all'individuazione e all'approfondimento delle cause di quotazione in borsa.

10.2 La classificazione delle tensioni organizzative

L'analisi delle tensioni aziendali presenti nell'ambito dell'organizzazione può essere articolata facendo riferimento alla distinzione tra variabili organizzative e fattori situazionali che caratterizzano l'organizzazione di ciascuna impresa¹.

Si distinguono così le tensioni organizzative interne quali risultato della contrapposizione tra una combinazione reale delle variabili organizzative ed una configurazione desiderata delle stesse, dalle tensioni organizzative contingenti quali esito dell'influenza dei fattori situazionali sulle combinazioni di variabili organizzative.

Come evidenziato nella Tabella 10. 1 le tensioni organizzative possono essere ulteriormente articolate al fine di favorire un approfondimento analitico delle relazioni causali tra ognuna di esse e la scelta di quotazione in borsa.

Così in relazione alle variabili organizzative interessate si potranno avere tensioni interne di tipo strutturale, di coordinamento e collegamento ed infine tensioni riguardanti i meccanismi operativi presenti nell'organizzazione.

Con riferimento ai fattori contingenti si distinguono invece le tensioni connesse alla dimensione e all'età, da quelle connesse all'ambiente e al potere.

L'operazione di quotazione può quindi essere studiata come una risposta all'esigenza del soggetto economico di individuare un'organizzazione efficace, cioè capace della miglior correlazione tra i fattori di produzione a disposizione in un dato momento. Questo richiede peraltro di verificare prima di tutto una coerenza interna tra variabili organizzative e successivamente una coerenza esterna tra variabili organizzative e fattori situazionali.

¹La distinzione tra variabili organizzative e fattori situazionali risponde all'approccio contingency di matrice mintzberghiana dove i secondi sono gli stati o condizioni dell'azienda che sono associati con l'utilizzo di determinati parametri di progettazione organizzativa. Cfr. MINTZBERG H., *La progettazione dell'organizzazione aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1985.

In altre parole la ricerca di un'organizzazione efficace impone di perseguire una coerenza tra il complesso delle risposte alle tensioni organizzative interne e alle tensioni organizzative esterne fornite da una scelta di quotazione in borsa.

Variabili organizzative	<i>Tensioni organizzative interne</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Struttura organizzativa ▪ Meccanismi di coordinamento e collegamento ▪ Meccanismi operativi
Fattori situazionali	<i>Tensioni organizzative contingenti</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dimensione ▪ Età ▪ Ambiente ▪ Potere

Tabella 10. 1- *La classificazione delle tensioni organizzative*

10.3 Le tensioni organizzative interne e l'operazione di quotazione in borsa

L'analisi delle tensioni interne è volta a fornire una lettura delle possibili determinanti una scelta di quotazione che provengono dalle esigenze emerse a livello organizzativo, in seguito alla formulazione di una strategia aziendale da parte del soggetto economico.

E' possibile scomporre la relazione causale esistente tra tensioni organizzative interne e una scelta di quotazione riferendosi alle principali variabili organizzative: struttura e parti dell'organizzazione; meccanismi di coordinamento e di collegamento; meccanismi operativi.

10.3.1 Le tensioni strutturali e la scelta di quotazione in borsa

Lo studio delle tensioni strutturali prende le mosse dalla parte dell'organizzazione alla quale viene attribuito il potere di scelta all'interno dei processi decisionali: l'alta direzione.

L'alta direzione è formata infatti dalle persone che devono assicurare che l'azienda assolva alla missione in modo efficace e che risponda ai bisogni di coloro che controllano o comunque

hanno un potere sull'azienda, quali in particolare i proprietari del capitale inserito a titolo di rischio. Nella parte organizzativa dell'Alta direzione si trovano pertanto coloro che hanno la responsabilità globale dell'organizzazione dell'impresa.

Lo studio della probabilità che una scelta di quotazione si ponga come risposta a determinate tensioni organizzative emerse a livello strutturale richiede di soffermarsi in particolare su due gruppi critici di tensioni: le tensioni presenti all'interno dell'area organizzativa dell'Alta Direzione; le tensioni originate dai rapporti tra l'Alta Direzione e le altre parti dell'organizzazione.

a) Le dinamiche che caratterizzano l'alta direzione quale parte di ogni organizzazione posta al vertice della struttura organizzativa dipendono dalla composizione e grado di variabilità della stessa² e dall'insieme delle regole che determinano l'agire dei componenti. Con riferimento alla composizione dell'Alta direzione è possibile evidenziare come le tensioni organizzative possano riguardare:

- il proprietario-imprenditore che intende ridurre il proprio impegno diretto nella gestione dell'impresa e porre le condizioni per un disimpegno definitivo o per un passaggio generazionale³;

² La composizione della compagine azionaria e la stabilità della stessa sono le due variabili alla base della classificazione dei modelli di corporate governance proposta da Donna. L'Autore precisa come "sotto il primo profilo, si possono distinguere i casi in cui l'azionariato si presenta unitario e monolitico da quelli in cui esso risulta articolato e frazionato tra una pluralità di soggetti anche eterogenei, nessuno dei quali occupa posizioni che gli consentano di detenere il controllo dell'impresa. Sotto il secondo profilo, è possibile distinguere il caso in cui la compagine si mantiene tendenzialmente stabile, almeno per la parte che detiene il controllo, da quello in cui essa si modifica in continuazione a seguito della compravendita delle azioni", DONNA G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Bari, 1999, pag.44.

³ Lo studio della quotazione quale strategia mobiliare per la successione d'impresa è stato approfondito da JOVENITTI P., *Strategie mobiliari per la continuità e la successione d'impresa*, Egea, Milano, 1998; cfr. PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (b), pag.28.

- i manager che hanno responsabilità globale sulla gestione dell'impresa⁴ e che intendono perseguire una valorizzazione maggiore del loro ruolo dal punto di vista sia organizzativo che economico⁵;
- gli investitori istituzionali⁶ che intendono assumersi solo per un limitato periodo di tempo la responsabilità globale dell'impresa.

Una scelta di quotazione può così essere vista come una soluzione a tensioni organizzative orientate ad ottenere una maggiore articolazione e variabilità della compagine societaria⁷. In particolare nel primo caso il soggetto economico individua nella quotazione uno strumento capace di rispondere, attraverso la liquidabilità delle azioni possedute alle esigenze di riorganizzazione della sua stessa composizione. Tali esigenze infatti esprimono in diverso modo pur sempre un'esigenza di un graduale trasferi-

⁴ Bruni osserva a tal proposito come esiste “una fondamentale distinzione, non solo di carriera, tra i manager intermedi a cui sono affidate responsabilità e i compiti più strettamente di direzione operativa e funzionale e quelli di alta direzione a cui sono affidati compiti e responsabilità di direzione generale, di coordinamento con gli organi di amministrazione e di indirizzo controllo del sistema operativo”; l'Autore definisce questi secondi come l'Alta direzione aziendale. Cfr. BRUNI G., *op. cit.*, 1990, pag.36.

⁵“Il fatto di lavorare in un'impresa sottoposta al quotidiano giudizio del mercato motiva il management stesso e lo porta ad assumersi una responsabilità maggiore e un impegno particolare nella risoluzione dei problemi aziendali, che coinvolgono una molteplicità di soggetti” in AIFI, *Guida alla quotazione*, 2001, pag.11.

⁶Con il termine investitore istituzionale si intende l'operatore specializzato che apporta risorse finanziarie sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni, per un arco temporale medio-lungo, in aziende dotate di un progetto e di un potenziale di sviluppo. Per un approfondimento dei fini e delle modalità con le quali operano gli investitori istituzionali si veda AIFI – PRICEWATERHOUSECOOPER, *Guida pratica al capitale di rischio*, 2000.

⁷ In altri termini rifacendosi alla classificazione dei modelli di governance individuati da Donna la tensione è tra un modello di proprietà ristretta dove l'azionariato è articolato e stabile verso un'impresa a proprietà diffusa o public company dove l'azionariato è articolato e variabile. Per un approfondimento sulle differenti caratteristiche dei due modelli si veda DONNA G., *op. cit.*, 1999, pag. 45 e seguenti.

mento delle responsabilità gestionali connesse alla titolarità del capitale di rischio ad altri soggetti.

Inoltre è importante sottolineare come attraverso l'operazione di quotazione si possa rispondere all'esigenza di separare proprietà e gestione dell'impresa. L'operazione di quotazione permette la collocazione sul mercato di un considerevole numero di azioni presso soggetti investitori differenti che non sono interessati ad assumersi la responsabilità della gestione d'impresa bensì al rendimento del capitale investito nella stessa. In tal modo la responsabilità della gestione non è più necessariamente correlata alla detenzione del controllo azionario ma trova una sua dimensione autonoma all'interno dell'Alta Direzione⁸.

Infine qualora l'imprenditore, giunto alla fase di passaggio generazionale, si trovi nell'impossibilità di identificare un successore nella conduzione della società, può vedere nella quotazione uno strumento in grado di favorire un riordino organizzativo orientato alla distinzione tra proprietà e gestione assicurando così la continuità nel tempo dell'impresa indipendentemente dall'identità del proprietario⁹.

L'area organizzativa dell'Alta Direzione può comprendere quei manager ai quali sono affidate responsabilità gestionali a livello globale. Tali managers possono farsi portatori di esigenze organizzative connesse alla individuazione chiara di responsabilità e di remunerazioni.

La quotazione in borsa può essere così fortemente promossa dagli stessi in quanto lo *status* di società quotata impone maggior chiarezza nella definizione dei rapporti all'interno della direzione al fine della loro comunicazione sul mercato e maggior visibilità e riconoscimento delle professionalità manageriali; consente una

⁸ E' importante osservare peraltro che gli amministratori della società devono aver presente che non amministrano solo il capitale di una maggioranza o di una minoranza di controllo, "bensì ogni risparmio, anche piccolo, di ciascun socio: quindi un'amministrazione responsabile non deve soggiacere a strumentalizzazione alcuna, da qualunque parte provenga", cfr. MAZZA G., *Gestione e responsabilità aziendale*, in "Scritti in onore di Carlo Masini - Tomo I - Istituzioni di economia d'azienda", Egea, Milano, 1993, pag.341.

⁹ JOVENITTI P., *op. cit.*, 1998.

determinazione più trasparente e affidabile delle remunerazioni ed infine offre l'opportunità, grazie alla maggior visibilità ottenuta, di attrarre altri manager qualificati rafforzando così la componente manageriale all'interno dell'alta direzione.

La presenza di investitori istituzionali all'interno dell'alta direzione¹⁰ può portare ad una scelta di quotazione in borsa per l'esigenza di ridurre la propria responsabilità gestionale attraverso la cessione delle proprie quote nell'impresa partecipata.

L'operazione di quotazione pertanto si pone come risposta alle tensioni organizzative individuate all'interno dell'Alta Direzione in quanto interviene sulla composizione della stessa favorendo un passaggio da un modello imprenditoriale a un modello dai connotati più o meno accentuati di tipo manageriale¹¹ attraverso la sostituzione di soggetti.

Al fine di una migliore comprensione di come la composizione del soggetto economico possa condizionare una scelta di quotazione in borsa è necessario conoscere i patti parasociali che possono essere costitutivi del soggetto economico stesso¹². In tal modo è possibile ricondurre la scelta di quotazione al soddisfacimento degli interessi di coloro che hanno partecipato al patto.

Una decisione di quotazione in borsa significa per il soggetto economico dare continua evidenza alla sua composizione e alla

¹⁰ Si tratta di investitori istituzionali che hanno scelto di partecipare fattivamente all'attività aziendale in cui hanno investito e in quanto tali rientrano nell'Alta Direzione.

¹¹ Bruni elabora una classificazione dei modelli di alta direzione aziendale sulla base della sfera di potere spettante all'imprenditore. Si hanno così il modello imprenditoriale assoluto, il modello imprenditoriale relativo, il modello imprenditoriale-manageriale, il modello manageriale relativo, fino a pervenire al modello manageriale assoluto. Quest'ultimo come osserva lo stesso Autore, tipico delle public company, si presenta senza un soggetto economico-volitivo di riferimento e con un management al quale sono attribuite le decisioni strategiche e la funzione di governo dell'impresa. Cfr. BRUNI G., *op. cit.*, 1990, pag.40.

¹² Il concetto di patto parasociale attiene ai rapporti tra i soci che governano l'impresa e il fine è quello di stabilizzare l'assetto proprietario o il governo dell'impresa. Differiscono in relazione al fatto che incidano sulla circolazione dei diritti proprietari (sindacati di blocco) o sulla gestione dell'attività d'impresa (sindacati di voto).

tipologia degli accordi tra i soggetti che lo compongono¹³. Di converso il soggetto economico può scegliere di non ricorrere al mercato dei capitali attraverso un'operazione di quotazione anche per esigenze di maggiore riservatezza sulle dinamiche e i patti che interessano lo stesso gruppo di comando¹⁴.

Al fine di individuare le logiche decisionali che possono portare ad una scelta di quotazione assume rilievo fondamentale accanto alla composizione del soggetto economico l'analisi del modello che caratterizza il governo dell'impresa, cioè il sistema della corporate governance.

All'eterogenea composizione dell'Alta Direzione corrispondono infatti una serie di tensioni organizzative connesse all'individuazione di un sistema di regole di comportamento dei soggetti nell'ambito dello sviluppo del processo decisionale, alla ricerca di un allineamento dei diversi obiettivi personali con quelli aziendali, all'individuazione di precise responsabilità e meccanismi di controllo dell'operato di tali soggetti.

Una scelta di quotazione può essere vista come volontà di valorizzare e rafforzare un processo di cambiamento organizzativo in atto all'interno del vertice aziendale, orientato a perseguire un equilibrio tra potere societario e rispetto del mercato.

Un aumento delle dimensioni e della complessità della gestione aziendale unitamente all'esigenza di attingere a risorse finanziarie a titolo di capitale di rischio può richiedere a livello di ver-

¹³ Il Testo Unico della Finanza all'art. 122 1° comma prevede che i patti parasociali siano:

- a) comunicati alla Consob entro cinque giorni dalla stipulazione;
- b) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana entro dieci giorni dalla stipulazione;
- c) depositati presso il Registro delle imprese del luogo ove la società ha sede legale entro quindici giorni dalla stipulazione, dal momento che è rimessa alla potestà regolamentare della Consob la determinazione delle modalità e contenuti della comunicazione dell'estratto e della pubblicazione (2° comma, art.122).

¹⁴ Si osservi come con la Riforma del diritto societario siano stati introdotti all'interno del Codice Civile due articoli riguardanti i patti parasociali. In particolare all'art.2341-ter viene previsto un regime pubblicitario per le società che fanno ricorso al capitale di rischio, cioè per le società diffuse in quanto quelle quotate seguono l'art.122 del TUF.

tice strategico la progettazione di un assetto organizzativo capace di rappresentare le istanze dei differenti stakeholder d'impresa.

Una scelta di quotazione può contribuire ad accelerare tale processo di riprogettazione del sistema di governance anche alla luce delle peculiari previsioni del Testo Unico della Finanza. Infatti la quotazione in borsa impone differenti modalità di nomina e ruolo del Collegio sindacale e del Consiglio di Amministrazione e richiede un profondo ripensamento dello Statuto anche alla luce di quanto previsto dal Codice di Autodisciplina delle società quotate¹⁵.

In particolare con riferimento al Consiglio di Amministrazione il Codice raccomanda la distinzione tra amministratori esecutivi e amministratori non esecutivi e la definizione dei loro poteri e ruoli nell'assunzione delle decisioni consiliari. I primi sono gli amministratori delegati nonché gli amministratori che ricoprono funzioni direttive nella società; i secondi invece sono figure esterne che apportano le loro specifiche competenze nelle discussioni consiliari, contribuendo all'assunzione di decisioni conformi all'interesse sociale¹⁶.

Il riconoscimento formale di queste due categorie di amministratori permette di attribuire ad alcuni membri del Consiglio di Amministrazione (amministratori non esecutivi) la responsabilità di rappresentare le istanze dei diversi gruppi di stakeholder al fine di assicurare l'equilibrio tra il perseguimento di obiettivi di breve

¹⁵ Il Codice di Autodisciplina redatto dal Comitato per la corporate governance (ed. rivisitata luglio 2002) delle società quotate riporta le linee alle quali sarebbe opportuno che le società quotate si attenessero nel disciplinare e le funzioni dell'organo amministrativo.

¹⁶ Il *Codice di Autodisciplina* (ed.2002) elaborato dal Comitato per la corporate governance delle società quotate osserva come “ Il fatto che le deleghe di gestione della società siano affidate solo ad una parte degli amministratori non elimina l'importanza che il consiglio, nello svolgimento dei suoi compiti di indirizzo strategico e di vigilanza, sia effettivamente in grado di esprimere giudizi autorevoli, frutto di autentiche discussioni fra persone professionalmente qualificate. La componente non esecutiva ha il ruolo primario di fornire un contributo positivo all'esercizio di tali compiti” (par.2.2., pag.18).

periodo, propri degli amministratori esecutivi, e la tutela di istanze di lungo termine¹⁷.

Per far questo è necessario che un numero adeguato di amministratori non esecutivi siano indipendenti sia dai restanti membri del Consiglio di amministrazione sia, nel caso di società con proprietà concentrata, anche dagli azionisti di controllo¹⁸.

In ultima istanza pertanto una scelta di quotazione può essere vista come espressione della volontà del soggetto economico di darsi un sistema di regole così come individuato dal Codice di Autodisciplina al fine di risolvere le tensioni organizzative presenti al proprio interno connesse ai potenziali conflitti di interesse tra management e tutti gli altri portatori di interessi nell'impresa.

E' necessario osservare peraltro come con l'introduzione della riforma del diritto societario si sia attenuato il ruolo della quotazione come acceleratore dell'adozione di tali sistemi di corporale governance. Questo è riconducibile al fatto che con riferimento modelli di governo si è ridotto il divario tra le società quotate e non a seguito della previsione civilistica del modello dualistico di amministrazione e controllo.

Infatti agli art. 2409 – octies e seguenti il Legislatore ha introdotto la facoltà per le imprese di adottare un assetto organizzativo per il Consiglio di amministrazione che prevede la presenza di un Consiglio di sorveglianza e di un consiglio di gestione. In tale modello infatti le più importanti funzioni dell'assemblea ordinaria, che nel modello tradizionale continuano a spettare ai soci e quindi alla proprietà, vengono attribuite ad un organo professionale, quale è il consiglio di sorveglianza. La proprietà pertanto non nomina gli amministratori e non approva il bilancio ma elegge il consiglio di sorveglianza, determinando così indirettamente le linee del programma economico della società e le modifiche di struttura della società.

In sintesi non si può mancare di osservare come se da un lato l'adozione del modello dualistico potrebbe ridurre la forza delle spinte organizzative ad una scelta di quotazione, dall'altro può

¹⁷ Cfr. TREQUATTRINI R., *Economia aziendale e nuovi modelli di corporate governance: esperienze a confronto*, Giappichelli, Torino, 1999, pag.148.

¹⁸ Cfr. CODICE DI AUTODISCIPLINA 3.2., pag. 19 e 20.

porsi come strumento facilitatore di un'ammissione al mercato di borsa mossa da altre tensioni aziendali.

Infine è necessario osservare come le stesse tensioni organizzative che possono spingere il soggetto economico ad una scelta di quotazione possano spiegare anche una rinuncia alla quotazione stessa quando l'interesse di alcuni componenti non sia quello di risolvere le problematiche organizzative in modo chiaro quanto piuttosto di sfruttare le aree di inefficienza organizzativa all'interno del processo decisionale a proprio favore.

b) Un secondo gruppo di tensioni organizzative strutturali viene generato dai rapporti che l'Alta Direzione ha e che vorrebbe avere con le altre parti dell'organizzazione.

E' opportuno precisare innanzitutto che tali relazioni dipendono dalle caratteristiche delle singole parti dell'organizzazione e si presentano biunivoche in quanto condizionate dal comportamento di entrambe le parti.

L'emergere di esigenze di pianificazione e di controllo strategico ed operativo a livello organizzativo impone di guardare alla relazione tra Alta Direzione e tecnostruttura.

La tecnostruttura, in quanto responsabile dei processi di standardizzazione all'interno dell'organizzazione, provvede a definire ruoli, responsabilità e modalità di sviluppo dell'operare dei componenti dell'Alta Direzione. Gli analisti della tecnostruttura possono vedere nell'operazione di quotazione un'opportunità di migliorare la propria posizione di potere all'interno della struttura organizzativa.

L'esigenza di una funzione di supporto all'Alta Direzione connessa alle problematiche finanziarie (reperimento capitale a titolo di rischio) può richiedere lo sviluppo di una specifica funzione di finanza straordinaria. Tale struttura di supporto può ricercare e promuovere presso l'Alta Direzione una scelta di quotazione in borsa in quanto la stessa è in grado di fornire nuove ed importanti opportunità in termini di operazioni finanziarie. Così

la quotazione viene vista come efficace modalità di accesso alle operazioni di finanza straordinaria¹⁹.

Con riferimento alle parti dell'organizzazione la cui relazione con l'Alta Direzione è di tipo gerarchico, la linea intermedia, dove trovano collocazione i manager che non detengono responsabilità globale sull'attività d'impresa, si trova spesso a subire i processi di riorganizzazione voluti dall'Alta Direzione. La quotazione può essere per gli stessi un'opportunità per condividere con l'Alta Direzione il processo di individuazione delle risposte ai problemi organizzativi in virtù degli obblighi informativi imposti dal mercato.

Il nucleo operativo infine può vedere nella quotazione uno strumento di conoscenza della compagine sociale, delle regole di governo, dei meccanismi retributivi e uno strumento che può consentire all'operatore di partecipare allo sviluppo dell'impresa non solo con il proprio lavoro ma anche con il proprio risparmio inserito a titolo di rischio nell'impresa.

La quotazione dovrebbe permettere una conoscenza del valore dell'investimento da essi effettuato nell'impresa, dell'andamento dei risultati aziendali e del comportamento dei componenti dell'Alta Direzione. Il condizionale è peraltro d'obbligo in quanto la conoscenza delle dinamiche organizzative interne passa attraverso le informazioni che giungono al mercato e che sono elaborate dall'Alta Direzione.

10.3.2 Le tensioni di coordinamento e di collegamento e la scelta di quotazione in borsa

In presenza di una crescita della dimensione e complessità gestionale e di un ambiente sempre più competitivo e dinamico,

¹⁹ A tal proposito Jovenitti osserva come la quotazione non possa intendersi come "una operazione di finanza straordinaria in senso proprio ma piuttosto come una efficace modalità di accesso alla fase finanziaria; essa inoltre si pone come un importante fattore moltiplicativo degli effetti finanziari e strategici delle operazioni di finanza straordinaria in senso stretto per il carattere di mobilità che conferisce ai titoli di un'impresa", cfr. JOVENITTI P., *op. cit.*, 1994, pag. 369.

possono svilupparsi all'interno dell'organizzazione dell'impresa alcune tensioni forti verso il decentramento del potere decisionale da parte dei proprietari del capitale investito a titolo di rischio a favore di figure manageriali²⁰.

L'adozione dell'istituto della delega dei poteri di gestione pur mantenendo quelli di controllo²¹ permette a ciascun soggetto di svolgere al meglio e con competenza la propria funzione all'interno dell'organizzazione: da una parte i proprietari azionisti che hanno potere di controllo sull'attività dei manager, dall'altra i manager che detengono i poteri di gestione²².

Si osservi peraltro come in ultima analisi le conseguenze delle azioni dei manager si riversino su soggetti diversi, differenti dagli stessi, ed in particolare, con riferimento al reddito, sugli azionisti. Si pone così la necessità di correlare i manager attraverso un sistema di incentivi alle conseguenze delle proprie decisioni in ambito gestionale.

Non è detto che il modello della separazione proprietà – manager professionali sia la soluzione organizzativa migliore²³. Ri-

²⁰ Cfr. MAZZA G., *op. cit.*, 1993, pag.323 e seguenti.

²¹ “Affinché le decisioni strategiche dei soggetti controllanti siano attuate, sono necessari organi di direzione delegati a deliberare queste decisioni, a interpretarle al modificarsi del contesto esterno, a coordinare l'attività dei diversi rami operativi dell'impresa. Tali funzioni sono generalmente assegnate agli amministratori e all'alta dirigenza”, IN BARCA F. E ALTRI, *op. cit.*, Vol.I, 1994, pag.101.

²² Sul binomio “potere nell'assunzione delle decisioni e responsabilità degli effetti delle decisioni prese” si veda CATTURI G., *op. cit.*, 2003, pag.544 e seguenti.

²³ Corbetta osserva con riferimento alle medie imprese familiari come non necessariamente i manager professionisti sono sempre migliori dei proprietari. Oltre al fatto che i proprietari possono essere preparati e motivati almeno quanto le figure manageriali Corbetta osserva anche che “la coincidenza tra proprietari e manager rende possibile accettare temporaneamente risultati non brillanti senza che questo generi un rapporto di sfiducia tra proprietà e management e senza che i manager debbano impegnarsi in poco lungimiranti politiche che migliorano i risultati annuali, ma indeboliscono strategicamente l'impresa”, cfr. CORBETTA G., *I manager azionisti fanno la differenza*, in *Il Sole 24 Ore*, 22/10/2001, n. 291, pag.39. Sull'argomento si veda COMPAGNO C., *op. cit.*, 2003, pagg. 50-51.

sponde ad una esigenza di divisione del lavoro ma richiede una solida struttura organizzativa in grado di supportarla.

La delega comunque porta a ricercare meccanismi di coordinamento oltre l'adattamento reciproco e la supervisione diretta tesi a supportare un adeguato decentramento verticale dei poteri e al contempo perseguire la ricerca di un allineamento degli obiettivi dei manager a quelli degli azionisti.

Il ricorso è ai processi di standardizzazione che consentono di specificare il contenuto della delega e di agevolare il controllo dell'operato dei subordinati.

In particolare una scelta di quotazione si pone quale rafforzativo di un coordinamento tra proprietari azionisti e manager fondato sulla standardizzazione dei risultati in quanto è ad essi che il mercato finanziario è interessato. Peraltro nasconde un'insidia rilevante connessa alla tipologia di risultati che divengono oggetto del meccanismo: si tratta per lo più di risultati di breve periodo perché il mercato accoglie le aspettative dei proprietari azionisti che sono interessati più al rendimento nel breve termine del proprio investimento che all'andamento nel medio-lungo termine della gestione d'impresa²⁴.

Quindi la quotazione può rivelarsi una soluzione rischiosa in quanto può contribuire a spostare il baricentro degli interessi della proprietà dal lungo termine al breve termine e di conseguenza anche quelli dei manager. In tal modo la creazione di valore nel breve termine per gli azionisti diviene la motivazione imprenditoriale totalizzante con la conseguenza rilevante di portare ad una disarticolazione dell'organizzazione aziendale dove ciascuno, manager e azionisti, persegue i propri personali interessi.

Accanto all'istituto della delega possono emergere, sempre all'interno della struttura organizzativa dell'impresa, una serie di

²⁴ Il riferimento è ai soci-speculatori "per i quali la partecipazione sociale è un fatto transitorio; un'operazione aleatoria da cui si prefiggono di ottenere, in breve tempo, un profitto, lucrando sulle oscillazioni dei corsi dei titoli" in contrapposizione ai soci risparmiatori, cioè "coloro che intendono la loro partecipazione alla società come un investimento duraturo allo scopo di ottenere un dividendo congruo e stabile, senza prendere parte effettivamente alle deliberazioni aziendali", TREQUATTRINI R., *op.cit.*, 1999, pag.9.

tensioni connesse all'esigenza di collegare i singoli operatori, in particolare i manager tra loro e con gli organi di staff.

L'alta direzione al suo interno si organizza soprattutto in comitati o task force ; il ricorso a tali forme di collegamento permette ai manager di correlarsi tra loro e con operatori di staff al fine di presidiare alcune aree critiche tipiche dell'organizzazione e risolvere i problemi correlati.

Ogni organizzazione, indipendentemente da una scelta di quotazione, può prevedere meccanismi di collegamento funzionali al proprio operare con efficienza ma una scelta di quotazione può contribuire a valorizzare ed arricchire tali meccanismi in quanto:

- una scelta di quotazione racchiude in sé un'adesione implicita alle disposizioni contenute nel codice di autodisciplina redatto dal Comitato per la corporate governance delle società quotate dove è raccomandata l'istituzione di una serie di comitati all'interno dell'Alta Direzione²⁵;
- lo status di società quotata comporta il rispetto degli obblighi di comunicazione con riferimento alle modalità di organizzazione dell'attività decisionale e pertanto spinge o rafforza l'intenzione di formalizzare e potenziare i meccanismi di collegamento;
- una scelta di quotazione racchiude una accettazione di pubblicizzare i propri principi organizzativi a salvaguardia degli interessi degli azionisti – investitori e i meccanismi di collegamento, in quanto formalizzati, possono essere garanzia di un buon funzionamento delle dinamiche decisionali dell'alta direzione;
- una scelta di quotazione contribuisce a formalizzare all'interno dell'alta direzione la distinzione tra ruoli operativi e ruoli consultivi e le modalità di collegamento tra le stesse cercando di perseguire la massima efficienza.

²⁵Tra i comitati di cui viene raccomandata l'istituzione vi sono il comitato per le proposte di nomina degli amministratori, per la remunerazione e per i piani di stock option e il comitato per il controllo interno. Funzioni e composizione di tali comitati trova previsione rispettivamente ai paragrafi 7, 8 e 9 del Codice di Autodisciplina (ed. 2002).

Peraltro è necessario osservare come la scelta organizzativa di operare soprattutto per comitati possa presentare insidie rilevanti connesse alla natura stessa del meccanismo di collegamento prescelto. Infatti il comitato, diversamente dalla task force, si pone quale gruppo di lavoro stabile, funzionale alla risoluzione dei problemi che si presentano e che sopravvive al venir meno degli stessi²⁶.

In tal modo il rischio nel quale si incorre è quello di mantenere attivo il comitato anche quando non esistono problemi da risolvere o ancor più che si creino i problemi dove non esistono. Con una scelta di quotazione in borsa tale rischio può essere ingigantito in quanto la raccomandazione di organizzarsi in comitati per presidiare il funzionamento dei meccanismi operativi del controllo e delle remunerazioni si sofferma sulla dimensione strutturale di tali modalità di collegamento lasciando in secondo piano quella processuale da cui dipende l'efficacia dei meccanismi di collegamento stessi.

In altre parole una scelta di quotazione può contribuire a rafforzare le soluzioni già individuate alle tensioni di collegamento ma non ne garantisce un efficiente ed efficace funzionamento.

Quotarsi in borsa quindi può essere una risposta al bisogno di rafforzare, formalizzare ma anche solo comunicare al mercato finanziario i propri meccanismi di collegamento, meccanismi il cui efficace funzionamento dipende non dallo status di quotata in cui si troverà la società, bensì dai fattori organizzativi e dalle qualità professionali dei soggetti che li compongono, che ne condizionano il grado di efficienza ed efficacia.

Questa osservazione è tanto più importante quanto più nelle intenzioni del soggetto economico la quotazione in borsa non è vista come un'occasione per migliorare o valorizzare la propria

²⁶ Mintzberg distingue tra i meccanismi di collegamento la task force dal comitato. Il primo si sostanzia in un "gruppo costituito per svolgere un particolare compito e che viene successivamente sciolto", mentre il comitato è definito come un gruppo meno temporaneo che si "riunisce regolarmente per discutere problemi di interesse comune", MINTZBERG H., *op. cit.*, 1985, pag. 149.

struttura organizzativa o gestionale dell'impresa ma bensì come "specchio per le allodole" che garantisce il rispetto formale di alcuni requisiti.

Così i comitati istituiti su raccomandazione della Borsa Italiana possono rivelarsi inattivi cioè dei semplici contenitori il cui scopo principale non è certo quello di migliorare il collegamento tra i soggetti, bensì quello di garantire formalmente un buon funzionamento dell'organizzazione aziendale dell'impresa. Si pensi in particolare al comitato per la remunerazione la cui istituzione è tipica per le società quotate, dove la separazione tra proprietà e management incoraggia l'individuazione di un comitato all'interno del Consiglio di amministrazione con poteri decisionali per la remunerazione e per i piani di stock option dei manager stessi²⁷. Si tratta di un comitato composto da un gruppo di persone, prevalentemente amministratori non esecutivi, che dovrebbe formulare proposte al consiglio di amministrazione, in assenza dei diretti interessati, per la remunerazione degli amministratori delegati e di quelli che ricoprono particolari cariche.

La tensione da cui nasce l'esigenza di istituire tale comitato peraltro è presente già nell'organizzazione delle imprese ante quotazione. Infatti in presenza di un rapporto di delega importante tra proprietà e manager viene a crearsi l'esigenza di un controllo sulle modalità di determinazione delle remunerazioni per i manager.

Una scelta di quotazione introducendo l'obbligo di informazione sulla composizione e funzionamento dei comitati dovrebbe contribuire a valorizzare e migliorare i meccanismi già esistenti. Spesso peraltro contribuisce solo a far presupporre che tali meccanismi siano operanti all'interno dell'alta direzione anche quando nella sostanza sono inattivi o meglio atrofizzati.

²⁷ Cfr. CODICE DI AUTODISCIPLINA, luglio 2002, par.8.1. Remunerazione degli amministratori.

10.3.3 Le tensioni organizzative con riferimento ai meccanismi operativi

All'interno dell'organizzazione i meccanismi operativi svolgono un ruolo di rinforzo e di completamento degli elementi strutturali, concorrendo a definire meglio le modalità di funzionamento della struttura stessa²⁸.

Il divario che può venire a crearsi tra le caratteristiche dei meccanismi operativi in essere in un'organizzazione e quelle ricercate dagli analisti della tecnostruttura in quanto ottimali per l'organizzazione dell'impresa, genera particolari tensioni all'interno dell'organizzazione. Tali tensioni possono essere analizzate in relazione al tipo di variabile operativa a cui si riferiscono: si avranno così tensioni riconducibili al sistema di pianificazione e controllo, al sistema delle remunerazioni e al sistema informativo e così via.

La soluzione a tali tensioni spetta agli analisti di tecnostruttura i quali intervengono sulle variabili operative con processi di riprogettazione ad *hoc* delle stesse in funzione delle mutate esigenze organizzative.

In questo contesto una scelta di quotazione in borsa può essere vista dal soggetto economico come un rafforzativo delle soluzioni individuate alle tensioni organizzative e non la soluzione alle stesse: così nell'operazione di quotazione viene riposta la speranza di accelerare un processo di riprogettazione dei meccanismi operativi, attraverso il rispetto di obblighi pubblicitari e di trasparenza verso il mercato di borsa e dei modelli di governance proposti nel codice di autodisciplina²⁹.

In particolare con riferimento al *sistema dei controlli* la quotazione in borsa si pone quale espressione di volontà del soggetto

²⁸ Cfr. BRUNETTI G., *Il controllo di gestione in condizioni ambientali perturbate*, Franco Angeli, Milano, 1989, pag.12.

²⁹ "Affinchè la quotazione in borsa sia proficua e non significhi solo maggiori obblighi, vincoli e costi, occorre che l'impresa sia caratterizzata da una struttura organizzativa efficiente in cui sia fatto largo uso degli strumenti di programmazione, controllo e gestione, cfr. AIFI, *Quotarsi in borsa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1998, pag.18.

economico di rafforzare il passaggio da un sistema di controllo poco formalizzato ad un'architettura del controllo che consenta di attrarre nuovi capitali a titolo di rischio³⁰, da sistema di controllo coerente con una struttura organizzativa accentrata a sistema di controllo coerente con una struttura organizzativa fondata sulla delega tra proprietari e manager.

Un'adeguata formalizzazione di un sistema di controllo interno³¹ infatti consente al consiglio di amministrazione di assumersi la responsabilità sulla gestione e sui rischi che ne conseguono. Inoltre la presenza di un modello imprenditoriale all'interno dell'Alta direzione può portare a sviluppare meccanismi operativi di controllo incentrati sul governo dei conflitti con i manager che emergono a causa della forte presenza accentratrice imprenditoriale, mentre la presenza di un modello manageriale o misto permette lo sviluppo di sistemi di programmazione e controllo articolati dove l'imprenditore, titolare di capitale di rischio, diviene l'anima politica dell'azienda e i manager sono l'anima tecnica della stessa³².

Mentre i requisiti del sistema di controllo interno sono previsti nel Codice di Autodisciplina sulla base della prassi internazionale³³, il Testo Unico della Finanza individua i principali organi di controllo definendone gli ambiti di attività: il Collegio Sindacale

³⁰ Cfr. AIFI, *op.cit.*, 1998, pag.24.

³¹ Il sistema di controllo interno è definito nel Codice di Autodisciplina come l'insieme dei processi diretti a monitorare l'efficienza delle operazioni aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria e la salvaguardia dei beni aziendali.

³² Cfr. BERTINI U., *op. cit.*, 1995, pag.31. Inoltre si veda FERRERO G., *op. cit.*, 1980.

³³ Il Codice fa esplicito riferimento ai lavori del Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO Report). Per un'analisi critica del concetto di controllo adottato nel documento si veda CORBELLA S., *Il sistema di controllo interno: una rivisitazione nella prospettiva dell'attività di auditing*, in RIREA, n.5 e 6, 2000; *Il sistema di controllo interno*, in CORBELLA S., PECCHIARI N. (curatori), *Internal Auditing. Aspetti di struttura e di processo*. I risultati di una ricerca empirica, Egea, Milano, 1999; COMOLI M., *I sistemi di controllo interno nella corporate governance*, Egea, Milano, 2002, pag 9 e segg.

è incaricato del controllo sulla gestione³⁴, mentre la società di revisione effettua il controllo contabile³⁵.

Accanto all'attività di controllo è prevista quella di vigilanza che spetta alla Consob il cui fine è sia la tutela degli investitori sia l'efficienza e la trasparenza del mercato³⁶. Peraltro tali organi di controllo e loro competenze possono ritrovarsi anche in società non quotate che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio³⁷.

Ciò che comporta una scelta di quotazione è il fatto che in questo modo il soggetto economico manifesta una volontà di agire in modo trasparente e controllabile nel rispetto degli interessi degli investitori soprattutto di minoranza³⁸.

Rimane il dubbio se la struttura dei controlli sia la migliore per gli scopi che si è prefissato il Testo Unico della Finanza oppure se sia preferibile pensare ad un sistema dualistico, come previsto dal codice civile agli articoli 2409 octies e seguenti, dove il controllo degli azionisti sugli amministratori (consiglio di gestione) viene esercitato attraverso il consiglio di sorveglianza. In presenza infatti di una struttura proprietaria diffusa, dove la ge-

³⁴ Articoli da 148 a 154

³⁵ articoli da 155 a 165

³⁶ Articoli 91-93

³⁷ La riforma del diritto societario ha provveduto per le società che fanno ricorso al capitale di rischio ad avvicinare il tradizionale modello organizzativo del controllo a quello richiesto nel TUF per le società quotate. Infatti l'art.2409-bis del Codice Civile attribuisce l'esercizio del controllo contabile ad una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili, mentre quello del controllo sulla gestione spetta al Collegio Sindacale, che deve così vigilare "sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento" (art.2403 Codice Civile).

³⁸ A questo proposito è stato osservato come "le norme del Testo Unico che tendono ad assicurare un buon governo delle società quotate, sotto il profilo dell'organizzazione interna delle società, si muovono essenzialmente in due direzioni: a) cercano di rafforzare il controllo sui gestori, senza peraltro compromettere l'autonomia delle scelte imprenditoriali, allo scopo di incentivarne l'efficienza nell'interesse della generalità degli azionisti e b) mirano ad impedire che la maggioranza che detiene il potere di gestione persegua propri interessi in conflitto con quello della generalità degli azionisti", COSTI R., *op. cit.*, 2000, pag.298.

stione è affidata ai manager, l'introduzione di un consiglio di sorveglianza di nomina assembleare permette agli azionisti di esercitare un controllo sull'operato degli amministratori avvalendosi di figure altamente professionali.

Infine è necessario osservare come spesso nella quotazione si ripongano le aspettative più ambiziose in materia di controlli, ritenendo che sia sufficiente rispettare le disposizioni del TUF e le raccomandazioni contenute nel Codice di Autodisciplina, per realizzare un meccanismo operativo efficiente.

In realtà la scelta di quotazione può fungere solo da stimolo e da rinforzo ad un processo di riprogettazione del sistema dei controlli che deve essere verificato nella sua efficienza ed efficacia in relazione alla struttura organizzativa.

Non basta in altre parole una decisione di quotazione in borsa per migliorare il sistema dei controlli interni aziendali così come non sono sufficienti la presenza della società di revisione e della Consob per garantire un'efficace esercizio del controllo dall'esterno a tutela degli investitori e del mercato.

Quotarsi può rispondere pertanto ad un'esigenza di comunicare al mercato e agli investitori l'esistenza e il funzionamento di un adeguato sistema dei controlli interni capace di contenere i rischi aziendali, di individuare correttamente le responsabilità connesse alla gestione dell'azienda e di garantire il perseguimento degli interessi di tutti i soggetti interessati³⁹.

Con riferimento al *sistema delle ricompense* una scelta di quotazione risponde alla volontà di pervenire ad un meccanismo di remunerazione dei manager correlato ai risultati della gestione aziendale, riponendo in esso le aspettative di realizzare

³⁹ Il riferimento è in particolare al conflitto di interessi che si genera tra proprietario controllante e proprietario non controllante. Come è stato osservato "il controllante, che detiene solo una quota dell'impresa e che può trarre dal suo controllo benefici personali, non è necessariamente incentivato ad assicurare l'utilizzo del bene nell'interesse di tutti i proprietari. Se i proprietari non controllanti non ricevono garanzie adeguate circa tale utilizzo, potrebbero non essere disposti a fornire il capitale", BARCA F. E ALTRI, *op. cit.*, Vol.I, 1994, pag.66.

l'allineamento tra obiettivi della proprietà intesi come massimizzazione del risultato economico e quindi del rendimento dell'investimento e quelli dei manager ai quali spetta il potere sulla gestione aziendale.

L'intento di allineare questi interessi può portare quindi ad un sistema delle remunerazioni che prevede che i compensi complessivi degli amministratori delegati siano per una parte legati a risultati economici conseguiti dall'impresa ed eventualmente al raggiungimento di obiettivi specifici. L'adozione di un meccanismo operativo così configurato viene ad essere stimolata o rafforzata da una scelta di quotazione in borsa.

L'ingresso sul mercato finanziario, infatti, contribuisce alla trasparenza dei risultati economici permettendo ai soggetti interessati di verificare la modalità di determinazione delle remunerazioni. Inoltre permette all'impresa di perseguire una politica di incentivi attraverso l'emissione di *stock option*.

In altre parole una scelta di quotazione in borsa può contribuire ad arricchire le soluzioni con riferimento ai sistemi di remunerazione, in quanto fornisce la possibilità di correlare ai valori di mercato delle azioni il compenso dei componenti dell'alta direzione e di corrispondere parte dello stesso attraverso la cessione delle azioni perseguendo così maggior trasparenza nella definizione delle retribuzioni.

Peraltro se da una parte si può pensare ad una scelta di quotazione come ad un momento che sugella l'implementazione di strumenti di remunerazione in grado di ricondurre ai manager le conseguenze dell'esercizio del loro potere decisionale sull'attività d'impresa, è necessario osservare come sia possibile che i manager siano portati a stressare i risultati di breve periodo e a ricercare i rendimenti immediati per valorizzare le *stock option* tralasciando le strategie di lungo termine.

Si deve prestare attenzione al fatto che la *stakeholder value* ha individuato, quale soluzione al problema dell'allineamento degli interessi dei manager a quelli degli azionisti, l'implementazione di piani di *stock option* che legano l'incentivazione dei manager all'andamento dei prezzi di borsa delle imprese dagli stessi gestite. Un rimedio possibile è quello di ricercare differenti tipi di

incentivi che siano in grado di legare i manager ai destini dell'azienda sul lungo termine⁴⁰.

Con riferimento al *sistema informativo* infine è possibile evidenziare come le tensioni possano essere generate dal particolare rapporto di delega che può instaurarsi tra proprietà e management.

Si è detto infatti che all'aumentare della complessità organizzativa e ambientale i titolari del capitale di rischio investito nell'impresa possono non coincidere con coloro che dispongono del potere decisionale all'interno dell'impresa. Tanto più marcata è la separazione, tanto maggiore è il ricorso all'istituto della delega il quale pone un problema anche a livello informativo.

In altre parole il sistema informativo aziendale⁴¹ assume un'importanza particolare all'interno dell'organizzazione in quanto supportando la rilevazione e la diffusione dei dati, fornisce alla proprietà gli strumenti per l'esercizio del controllo sull'operato dei propri manager delegati⁴².

⁴⁰ Si veda a questo proposito l'intervento di Andreas Hinterhuber, Ph.D. Manager, Strategic Project Aventis CS Japan, dove viene sottolineata l'importanza di programmi di stock options che riescano a motivare i dirigenti non solo nel breve periodo. "Per questo tutti i programmi prevedono dei periodi di congelamento (withholding periods) solitamente variabili da tre a cinque anni, entro i quali le opzioni concesse non possono essere esercitate. Con questo si evita, con efficacia, che i risultati vengano gonfiati nel breve o che si prendano decisioni mirate a muovere prezzi azionari solo nel breve, ed, in genere, questo allineamento tra interessi aziendali, necessariamente di lungo periodo, ed interessi manageriali, non sempre di lungo periodo, produce un orientamento gestionale contrattuale compatibile con gli interessi della società", HINTERHUBER A., *Dallo shareholder allo stakeholder value management. Esperienze e riflessioni*, in La valutazione delle aziende, Finanza e Valore, Milano, n.18, 2000, pag.46.

⁴¹ Bruni afferma che "il sistema informativo inteso in senso lato è costituito dall'insieme organico delle informazioni, quantitative e qualitative, afferenti il sistema aziendale", BRUNI G., *op. cit.*, 1990, pag.102.

⁴² Accanto alle finalità di supporto alle decisioni e all'esercizio del controllo, il sistema informativo aziendale assolve anche la finalità di memoria dei fatti accaduti. Come osserva Bruni "si tratta fundamentalmente di una funzione di rilevazione in senso storico, il cui significato può essere inteso sotto due aspetti: il primo, quello documentale, volto a comprovare e a rappresentare, convenientemente, un fatto accaduto; il secondo, volto a stabilire la fonte ori-

Una scelta di quotazione in borsa, in quanto richiede la diffusione delle informazioni societarie richieste dal mercato, si pone quale stimolo ulteriore per la progettazione di un sistema informativo ben definito, chiaro e preciso⁴³. Una scelta di quotazione infatti attribuisce un ruolo fondamentale alle informazioni e si traduce sempre in un aumento della visibilità e in una maggiore comunicazione economico finanziaria dell'impresa verso l'esterno.

Le tensioni connesse alla formazione dei dati e alla loro gestione all'interno dell'organizzazione aziendale trovano soluzione nell'impostazione di un adeguato sistema informativo aziendale, che a sua volta può trovare un fattore di spinta e di arricchimento in una scelta di quotazione. A tale scopo infatti lo stesso codice di Autodisciplina raccomanda l'introduzione di procedure interne per la gestione delle informazioni, con particolare riguardo a quelle riservate, al fine di rispettare al meglio gli obblighi di diffusione di informazione sulla società sia in termini di forma che di contenuti.

La quotazione pertanto funge da stimolo all'implementazione di un sistema informativo aziendale coerente con l'organizzazione aziendale in quanto richiede una comunicazione trasparente dei dati aziendali e delle modalità della loro formazione. In ogni caso la capacità dell'impresa di trasmettere all'esterno informazioni precise, puntuali e affidabili dipende dalla capacità di generare internamente dette informazioni, ossia dalla chiarezza a livello di gestione strategica e operativa e dall'efficienza della funzione amministrativa⁴⁴.

ginaria delle informazioni elementari che vanno a imputarsi e a elaborarsi in scritture di grado più complesso ancorchè non sempre sistematico", BRUNI G., *op. cit.*, 1990, pag.106.

⁴³ Bruni individua per il sistema informativo aziendale l'oggetto, la metodologia e il processo. In particolare l'oggetto attiene ai fatti interni all'azienda, ai fatti di relazione economica e alle circostanze di mercato, economiche e di ambiente. Le metodologie vengono distinte in quantitative e qualitative. Il processo della rilevazione aziendale infine si presenta articolato nelle fasi della ricognizione, classificazione, sistemazione, elaborazione e rappresentazione, Cfr. BRUNI G., *op. cit.*, 1990, pagg.104 e 105.

⁴⁴ Cfr. AIFI, *Quotarsi in borsa*, 1999, pag.25.

Peraltro si osservi come le informazioni richieste sul mercato finanziario dagli azionisti anche potenziali siano solo alcune, prevalentemente di ordine economico finanziario. Questo potrebbe portare in estrema analisi a risolvere le tensioni a livello informativo concentrandosi sullo sviluppo di solo alcuni dati aziendali. Il sistema informativo aziendale che ne risulta sarebbe parziale e se considerato assieme alla separazione proprietà – manager che caratterizza le imprese che si apprestano alla quotazione può portare ad un meccanismo operativo poco efficiente ed efficace in quanto limitato e condizionato dagli interessi di un particolare gruppo di soggetti: i proprietari azionisti.

10.4 Le tensioni organizzative contingenti e l'operazione di quotazione in borsa

L'analisi della relazione causale tra tensioni organizzative e scelta di quotazione in borsa non può prescindere dalla conoscenza della "situazione" in cui si trova l'organizzazione al momento della decisione.

Le tensioni contingenti infatti condizionano la soluzione delle tensioni organizzative interne e a loro volta ne sono influenzate.

L'età, la dimensione, il sistema tecnico, l'ambiente esterno e il potere concorrono a definire il contesto nel quale il soggetto economico assume le proprie decisioni.

L'operazione di quotazione in borsa deve quindi essere studiata non solo in relazione alle variabili organizzative ma anche con particolare attenzione al condizionamento delle stesse da parte dei fattori situazionali.

La relazione causale tra tensioni contingenti e scelta di quotazione in borsa risulta così mediata dall'organizzazione intesa nelle sue variabili interne. Non esiste pertanto una semplice relazione causa effetto tra singolo fattore situazionale e scelta di quotazione, ma va ricercata una connessione più ampia che investe l'insieme dei fattori e l'organizzazione all'interno della quale trovano formulazione le scelte aziendali.

10.4.1 Età, dimensione e sistema tecnico

Età e dimensione aziendale sono i fattori contingenti principali che condizionano una scelta di quotazione in borsa.

Alla ricerca di un nesso causale tra età e dimensione da un lato e una scelta di quotazione in borsa dall'altro hanno contribuito gli studi di finanza e di *strategic management* con l'elaborazione di modelli decisionali fondati sul ciclo di vita dell'impresa.

L'elemento che accomuna i diversi modelli è la variabile tempo, cioè l'età dell'impresa, e la correlazione della stessa con la dimensione aziendale.

Si è osservato come ad una scelta di quotazione pervengono innanzitutto imprese che si collocano nello stadio della maturità, dove il tasso di sviluppo del fatturato si stabilizza e si pone la necessità di rinnovare i processi di sviluppo. Peraltro se questo è verificato per il tradizionale mercato di borsa, differente è la situazione per le società che intendono quotarsi sul Nuovo Mercato.

La Tabella 10. 2 riporta una suddivisione in classi d'età al momento della quotazione per le società del Mercato Principale e del Nuovo Mercato con riferimento al periodo dal 1.1.1997 al 10.09.2001.

Quanto emerge dall'analisi del campione è che in media le società ammesse al Nuovo Mercato hanno circa otto anni di vita mentre l'età media delle società ammesse al mercato principale di borsa è pari a 50 anni⁴⁵.

⁴⁵ Cfr. CASSIA L., D'ADAMO M., PALEARI S., *Le quotazioni e le diverse categorie di investitori: chi guadagna?*, In *Analisi Giuridica dell'Economia*, n.1, Il Mulino, Bologna, 2002, pag.115.

ETA' DELLE IMPRESE <i>al momento della quotazione</i>	MERCATO PRINCIPALE		NUOVO MERCATO	
	n° società	% sul totale	n° società	% sul totale
0 - 2 anni	1	1,5	12	31,6
2 - 5 anni	0	0,0	5	13,2
5 - 10 anni	5	7,4	5	13,2
10 - 15 anni	7	10,3	7	18,4
15 - 20 anni	7	10,3	8	21,1
20 - 30 anni	12	17,6	1	2,6
30 - 50 anni	17	25,0	0	0,0
Oltre i 50 anni	19	27,9	0	0,0
TOTALE	68	100	38	100

Tabella 10. 2- *Età e quotazione delle imprese* (Fonte: Cassia L., D'Adamo M., Paleari S., op. cit., 2002, pag.115)

Alla maturità su base temporale viene poi spesso associata una maturità dimensionale⁴⁶.

Con il passare del tempo e l'aumento delle dimensioni l'organizzazione dell'impresa si presenta sempre più formalizzata e diversificata⁴⁷. In questa fase, definita anche *fase finanziaria*⁴⁸ o

⁴⁶ Si veda in particolare lo studio empirico condotto da Pagano e altri (1998) su un campione di 69 società non finanziarie quotate alla borsa di Milano dal 1982 al 1992, dove emerge che la probabilità di una IPO è positivamente influenzata dall'età e dalla dimensione delle imprese, Cfr. PAGANO M., PANETTA F., ZINGALES L., *op. cit.*, 1998.

⁴⁷ Cfr. MINTZBERG H., *op. cit.*, 1985, pag. 202 e seguenti.

⁴⁸ Jovenitti distingue le fasi del ciclo di vita dell'impresa in: fase tecnica, fase funzionale, fase finanziaria e fase politica. Il modello si concentra sulla relazione tra dimensione ed età dell'impresa prestando attenzione particolare alla funzione finanziaria e al rapporto tra proprietà e manager. In particolare nella fase finanziaria "l'impresa abbandona la sua missione per individuare altrove nuovi spazi di redditività. Essa persegue un'intensa attività di diversificazione industriale e finanziaria (...) In questo contesto la funzione finanziaria assume completa autonomia e viene gestita dal management, ormai affrancato dalla proprietà: anzi, quest'ultima è sempre meno identificabile in uno specifi-

*maturità*⁴⁹, l'età e le dimensioni rilevanti comportano a livello organizzativo:

- un elevato grado di diversificazione industriale;
- un incremento del fabbisogno finanziario e il perseguimento di un elevato grado di diversificazione finanziaria;
- il perseguimento di una politica di crescita esterna tramite acquisizioni, fusioni e alleanze;
- una maggiore articolazione e differenziazione delle unità organizzative e un ruolo sempre più rilevante della componente direzionale a scapito della compagine azionaria⁵⁰.

Si deve precisare peraltro che una sola dimensione aziendale rilevante non è sufficiente a spiegare una scelta di quotazione in borsa. L'analisi dei fattori che causano tale scelta deve tener in considerazione le dimensioni in quanto fattore situazionale che influenza l'organizzazione.

Un ulteriore fattore situazionale è rappresentato dal sistema tecnico inteso come l'insieme degli strumenti e mezzi utilizzati

co soggetto o nucleo di soggetti e si sviluppa un modello di proprietà diffusa". La quotazione viene studiata come uno strumento facilitatore dell'ingresso e della permanenza dell'impresa nella fase finanziaria. JOVENITTI P., *op.cit.*, 1988, pag.293 - 362.

⁴⁹ Il modello del ciclo di vita dell'impresa adottato dall'AIFI (1998) presenta quattro stadi: la nascita, lo sviluppo, la maturità e il declino. Tale modello è teso a mostrare come le problematiche di finanziamento della crescita aziendale si modificano in funzione della fase di sviluppo in cui si colloca l'impresa (PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (a), pag. 49). Con riferimento allo stadio della maturità le principali problematiche attengono alla necessità di diversificare le attività produttive e finanziarie al fine di rilanciare lo sviluppo dell'impresa. "In questo stadio, l'azienda ha precisi progetti di sviluppo anche finanziario e chiede un programmato intervento per seguirli al meglio. Spesso questa fase è caratterizzata dal consolidamento della maggioranza, che rileva le posizioni di minoranza interessate al disinvestimento, e può sfociare nella quotazione", PERRINI F., *op.cit.*, 1999 (a), pag.52.

⁵⁰ Sulla relazione tra dimensione e management si veda VOLPATTO O., *Diversificate caratteristiche del management a seconda dei tipi di impresa e delle contingenze strategiche*, in "Saggi di Ragioneria e di Economia Aziendale – Scritti in onore di Domenico Amodeo", Cedam, Padova, 1987, pag.914 - 915.

nel nucleo operativo per trasformare gli input in output⁵¹. Negli studi sulle scelte di quotazione in borsa, infatti, emerge come la differente tecnologia alla base dell'operatività aziendale possa condurre alla quotazione in momenti differenti del proprio ciclo di vita dell'impresa.

In particolare è stato osservato come la tecnologia che caratterizza le imprese della new economy, la cd. tecnologia internet⁵², abbia condotto le stesse imprese a ricercare lo sbocco sul mercato finanziario nella fase iniziale del proprio ciclo di vita. La nascita tale tipologia di imprese necessita di un'ingente disponibilità di mezzi finanziari per far fronte agli investimenti ad altissimo contenuto tecnologico necessari per lo sviluppo dell'attività. L'immaterialità che caratterizza tali investimenti orienta il soggetto economico fin dall'inizio al reperimento di finanziamenti a titolo di rischio presso il mercato finanziario a scapito di un indebitamento bancario che richiederebbe un basso rischio delle attività da finanziare.

Questo permette di osservare come non sempre una decisione di quotazione in borsa venga assunta in una fase matura dell'impresa, dove dimensione ed età sono crescenti, ma essa può trovare formulazione nella fase iniziale, dove età e dimensioni sono minime e un ruolo importante è ricoperto dalla tecnologia.

Si osservi infine l'importanza di non limitarsi a guardare ad una relazione causale tra questi tre fattori situazionali e scelta di quotazione in borsa tralasciando il ruolo svolto dalle tensioni organizzative interne e dalle tensioni gestionali.

I modelli decisionali sviluppati a partire dal ciclo di vita del prodotto, infatti, rispondono più alla logica di conoscenza dei soggetti che si trovano all'esterno dell'impresa, come accade per

⁵¹ Cfr. MINTZBERG H., *op. cit.*, 1985, pag.209 e seguenti.

⁵² Con il termine tecnologie internet si fa riferimento alle "infrastrutture per la trasmissione dei dati (routers, switches, fibra ottica,..) e la comunicazione tra i server e P.C. e alle tecnologie che permettono alle imprese internet di operare, i cosiddetti abilitatori che possono variare da software per la gestione di data base fino alle applicazioni per gestire correttamente una piattaforma di commercio elettronico business to business o i sistemi operativi utilizzati sui server degli ISP", cfr. LIVIAN M., *Valutazioni.com*, Egea, Milano, 2000, pag.21.

gli investitori istituzionali che intendono conoscere se è il momento giusto per investire capitale a titolo di rischio all'interno dell'impresa stessa.

10.4.2 L'ambiente

Alla definizione del momento nel quale una scelta di quotazione viene assunta dal soggetto economico d'impresa concorre anche l'ambiente, inteso sostanzialmente come tutto ciò che è esterno all'azienda e che condiziona o potrebbe condizionare in futuro le decisioni prese dal soggetto economico stesso⁵³.

Al fine di pervenire all'individuazione delle possibili tensioni ambientali che concorrono ad una scelta di quotazione è necessario osservare come il concetto di ambiente sia articolabile in quattro stadi, "partendo dal più diretto ed immediato per giungere al più indiretto e mediato degli ambienti in cui l'impresa sviluppa la propria attività"⁵⁴.

⁵³ L'ambiente in cui opera l'azienda viene definito da Ferrero (1987) come il "sistema di condizioni e circostanze, di diritto e di fatto, qualunque sia la loro specie ed origine, nel cui ambito l'impresa stessa trova condizioni di vita, di sopravvivenza, di sviluppo", in Ferrero G., *op. cit.*, 1987, pag.125; Per un approfondimento si veda BERTINI U., *op. cit.*, 1990; CODA V., *op.cit.*, 1988; DUBINI P., *op. cit.*, in "Scritti in onore di Carlo Masini, Tomo I – Istituzioni di economia d'azienda", 1993; D'ATRI A., *op. cit.*, in "Scritti in onore di Carlo Masini, Tomo I – Istituzioni di economia d'azienda", Egea, Milano, 1993, pag.635 e seguenti; CAFFERATA R., *La famiglia, la proprietà e il controllo nell'amministrazione dell'azienda minore*, in "Scritti in onore di Carlo Masini, Tomo I- Istituzioni di economia d'azienda", Egea, 1993, pag.251.

Si osservi come l'analisi dell'ambiente quale fattore contingente non deve guardare all'impresa solamente come soggetto passivo, ma anche come soggetto attivo dal momento che le scelte aziendali generano effetti sull'ambiente esterno. A questo proposito si veda BANDETTINI A., *Responsabilità sociali dell'azienda e bilancio di esercizio*, in AA. VV., *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese*, Scritti in onore di Pietro Onida, Giuffrè, Milano, 1981; ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997; PALMA A., *La funzione economica e sociale dell'impresa e il ruolo dell'imprenditore*, in "Scritti in onore di Carlo Masini, Tomo I – Istituzioni di economia d'azienda", Egea, Milano, 1993, pag. 772.

⁵⁴ Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997, pag. 39.

Come è possibile osservare in Figura 10. 1 ad un primo livello si colloca il settore di attività⁵⁵, al secondo l'ambito concorrenziale⁵⁶, al terzo l'ambiente pubblico ed infine il macro ambiente.

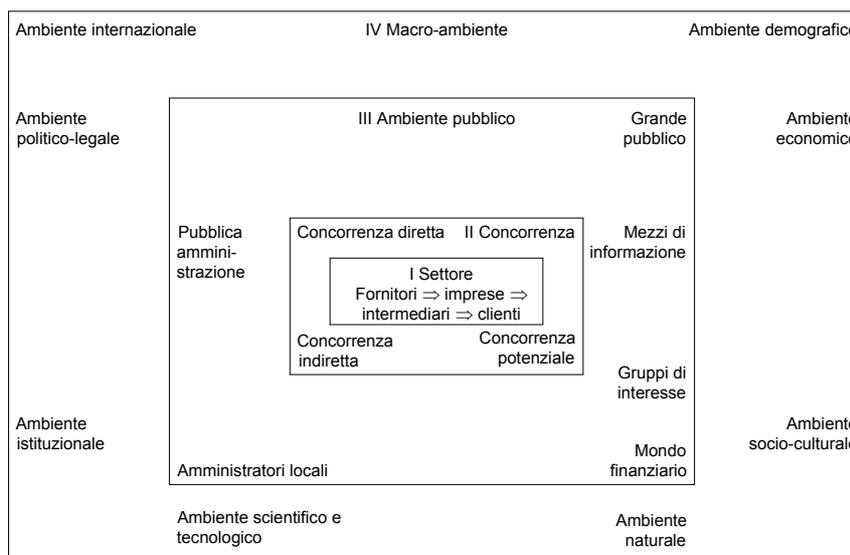


Figura 10. 1- *L'ambiente e i livelli di analisi* (Fonte: Alberti G.B., *op. cit.*, 1997, pag.41)

Nell'analisi della relazione causale tra ambiente e decisione di quotazione un ruolo fondamentale è attribuito all'ambiente finanziario.

⁵⁵«Il settore di attività è composto dall'insieme delle controparti che definiscono l'attività esterna dell'impresa: i fornitori, gli operatori intermedi, i consumatori o comunque i destinatari dei beni e servizi.», ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997, pag.39.

⁵⁶«L'ambito concorrenziale è rappresentato dall'insieme degli organismi, che possono essere di impresa o professionali che sono o tendono ad entrare in competizione con l'impresa per soddisfare i bisogni del mercato che l'impresa tende a coprire e che loro stessi vogliono soddisfare. Questa concorrenza si può indicare come diretta qualora lo stesso prodotto sia offerto sul mercato da differenti imprese o indiretta se i prodotti o i servizi possono soddisfare, pur essendo differenti, lo stesso bisogno. Tale concorrenza può essere inoltre attuale o potenziale, rispettivamente se i nuovi soggetti sono già inseriti nel mercato o se tendono a inserirvisi.», ALBERTI G.B., *op. cit.*, 1997, pag.39.

Le caratteristiche dell'ambiente finanziario infatti intervengono a condizionare la valutazione di una scelta di quotazione in borsa. Un basso grado di stabilità ed un elevato grado di complessità dell'ambiente finanziario possono portare il soggetto economico a desistere dall'intraprendere una scelta di quotazione.

Questo perché l'elevata imprevedibilità e la ridotta comprensibilità che caratterizzano il mercato finanziario spingerebbero le imprese a ricorrere a finanziamenti a titolo di credito per i quali esiste certezza sia nell'ammontare del debito che dei costi da sostenere⁵⁷.

Si osservi peraltro che:

- il grado di comprensibilità può essere fortemente condizionato a sua volta dalle conoscenze professionali del soggetto economico stesso;
- il grado di imprevedibilità dipende anche dall'assenza di strumenti e funzioni organizzative all'interno dell'impresa, preposte all'analisi dei mercati finanziari.

Diversamente un elevato grado di diversificazione dei mercati dei capitali ed un elevato grado di generosità dell'ambiente nei confronti delle imprese, può favorire una scelta di quotazione.

In questo senso possono essere visti i recenti interventi di Borsa Italiana orientati all'istituzione di segmenti specifici per le piccole e medie imprese e per le imprese della *new economy* per le quali le condizioni di accesso sono più generose.

L'analisi delle caratteristiche del solo ambiente finanziario peraltro non è sufficiente a comprendere il ruolo svolto dalle tensioni ambientali in una scelta di quotazione.

Stabilità, complessità, diversità dei mercati e generosità sono dimensioni attribuibili in diverso grado anche a tutte le altre componenti e livelli dell'ambiente. Solo il loro effetto combinato complessivo è in grado di far conoscere al meglio l'influenza del fattore situazionale ambientale in una decisione di quotazione.

⁵⁷ Con l'introduzione degli accordi elencati nel progetto "Basilea 2" verrà a determinarsi una radicale trasformazione della valutazione dei rischi di credito da parte del sistema bancario, nei confronti delle imprese. La nuova valutazione comporterà, in particolare per le piccole e medie imprese, un ricorso al capitale di credito più difficile ed oneroso.

Mentre il ruolo dei primi due livelli, settore e concorrenza, in una scelta di quotazione in borsa, ha trovato approfondimento specifico negli studi di *strategic management*, il quarto livello, spesso trascurato, si rivela di fondamentale importanza per la comprensione delle scelte di quotazione⁵⁸.

Lo scenario politico, economico ed istituzionale, infatti, interviene pesantemente in un processo di valutazione dell'operazione di quotazione. La valutazione attiene al quando quotarsi peraltro può spesso condurre alla fine a scegliere se quotarsi o meno⁵⁹.

In questo modo la conoscenza delle dinamiche che caratterizzano il macro ambiente al momento della valutazione di una scelta di quotazione diviene fondamentale per la composizione del quadro dei fattori scatenanti una tale scelta.

In un momento di congiuntura favorevole in cui gli investitori mostrano un'elevata propensione ad investire in titoli azionari e la maggior valutazione degli stessi permette un afflusso più ampio di risorse, il soggetto economico può essere portato a lanciare un'offerta pubblica di sottoscrizione sul mercato di borsa⁶⁰.

⁵⁸ Con riferimento al livello III – ambiente pubblico, nel quale Alberti (1997) colloca il mondo finanziario, è possibile osservare come la Pubblica Amministrazione possa esercitare una pressione rilevante all'interno di una scelta di quotazione, attraverso la previsione di meccanismi di agevolazione fiscale siano essi permanenti (il meccanismo della Superdit) o congiunturali (agevolazione Tremonti). Si veda AIFI, *Guida alla quotazione*, 2001, pag. 11; per le problematiche connesse ad una prospettiva di riforma fiscale si consulti il RAPPORTO REF.IRS *sul mercato azionario – Borsa 2002*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, pag. 147 e seguenti; per comprendere l'importanza relativa della determinante agevolazioni fiscali all'interno di una scelta di quotazione si veda PERRINI F., *op. cit.*, 1998, pag.28.

⁵⁹ Si pensi al caso delle aziende municipalizzate per le quali il contesto normativo interviene ad incoraggiare sia una scelta di quotazione, sia il momento nel quale assumere una tale decisione. L'articolo 35 della legge finanziaria del 2002 infatti dispone che le società municipali che entro la fine del 2003 non saranno quotate in Borsa saranno obbligate a separare le reti dai servizi.

⁶⁰ Si veda lo studio empirico condotto da Belcredi e Gualtieri (1995) su 25 società non finanziarie quotate fra il 1985 e il 1990 alla Borsa di Milano dove emerge che le società scelgano di quotarsi dopo un periodo di risultati operativi elevati e in un momento favorevole al mercato di borsa; cfr. BELCREDI M., GUALTIERI P., *Gli effetti della quotazione: un'indagine empirica*

Peraltro l'esistenza di una relazione causale tra congiuntura favorevole e scelta di quotazione in borsa richiede di precisare che:

- un momento in apparenza estremamente favorevole, può essere pericoloso in quanto porterebbe a valutazioni iniziali troppo elevate e destinate a calare in un momento di recessione con conseguente disaffezione degli investitori⁶¹;
- alcune delle operazioni rivelatesi ben riuscite nel medio periodo sono state fatte proprio in momenti di mercato difficili⁶²;
- l'andamento riflessivo dei titoli guida porta a deprimere in modo generalizzato il corso dei titoli quotati e rende scarsamente convenienti le operazioni di raccolta di nuovi mezzi finanziari⁶³;
- pur essendoci una congiuntura favorevole l'impresa può non essere pronta per un'operazione di quotazione;
- l'ambiente socio culturale può rappresentare un ostacolo rilevante al ricorso al mercato finanziario.

In altri termini una congiuntura economica, politica ed istituzionale favorevole è una componente determinante per comprendere la relazione causale tra ambiente, organizzazione e scelta di quotazione ma non è l'unica⁶⁴. L'analisi delle determinanti una scelta di quotazione in borsa richiede infatti, con riferimento all'ambiente, di approfondire le dinamiche settoriali, la concorrenza e le caratteristiche dell'ambiente pubblico, così come con

sulle società entrate in borsa nel periodo 1985-1990, in *Banche e Banchieri*, n.2, 1995.

⁶¹ AIFI, *Guida alla quotazione*, 2001, pag. 16.

⁶² Questo perché la prudenza nella determinazione dei valori di collocamento ne consente la mantenibilità nel tempo, cfr. AIFI, *Guida alla quotazione*, 2001, pag. 16.

⁶³ Cfr. JOVENITTI P., *op. cit.*, 1988, pag.303.

⁶⁴ A questo proposito si vedano i risultati di un questionario così come rielaborati da Perrini dove emerge che l'andamento favorevole della Borsa svolge un ruolo importante nel processo decisionale che porta ad un ingresso sul mercato; cfr. PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (b), pag. 28.

riferimento agli altri fattori situazionali, di approfondire le interazioni con l'età, la dimensione e la tecnologia⁶⁵.

10.4.3 Il potere

Il potere quale fattore situazionale si esplica essenzialmente attraverso la presenza di un controllo esterno sull'azienda⁶⁶ e viene qui inteso come una determinante del contesto nel quale la decisione di quotazione può essere assunta.

In presenza di un aumento delle dimensioni e della complessità gestionale dell'impresa si può assistere ad un incremento delle pressioni di controllo sull'operato dei manager da parte degli azionisti. Questi ultimi infatti si vedono costretti dalle caratteristiche interne ed esterne all'organizzazione stessa a ricorrere alla delega del potere decisionale preservandosi l'esercizio del potere di controllo. Si viene così a creare una tensione organizzativa connessa al passaggio da una situazione dove potere decisionale e potere di controllo vengono esercitati dalle stesse persone ad una realtà organizzativa dove il controllo spetta a soggetti estranei alla gestione aziendale e pertanto esterni all'organizzazione aziendale: gli azionisti.

Maggiori sono le esigenze di controllo esterno tanto più la struttura organizzativa dell'impresa tende a dotarsi di standard definiti sotto forma di regole e norme al fine di mettere coloro che assumono le decisioni nelle condizioni di giustificare le proprie scelte e i risultati ottenuti.

In questo contesto un'operazione di quotazione in borsa può rispondere all'esigenza del soggetto economico di agevolare l'esercizio del controllo da parte degli azionisti sull'attività dell'impresa. Tale scelta infatti implica l'impegno a rispettare gli obblighi di trasparenza in materia di informazione societaria previsti per le società quotate.

⁶⁵ Si veda per un approfondimento l'analisi del contesto ambientale condotta da Trequattrini con riferimento al modello di corporate governance nel Regno Unito, TREQUATTRINI R., *op. cit.*, 1999, pag.82 e seguenti.

⁶⁶ Cfr. MINTZBERG H., *op. cit.*, 1985, pag. 233.

Peraltro è necessario osservare come a livello organizzativo un'operazione di quotazione, in quanto favorisce l'esercizio del potere di controllo esterno mediante la pubblicità delle informazioni societarie, può comportare il rischio di accentuare l'attenzione sull'aspetto formale delle comunicazioni a scapito del contenuto informativo delle stesse. Inserendosi infatti sulla rilevante asimmetria informativa che caratterizza il rapporto tra proprietari del capitale di rischio e management, una scelta di quotazione contribuisce ad aggravare il rischio che i manager possano sfruttare a loro favore tale situazione, scegliendo quali informazioni e dati aziendali rendere oggetto di comunicazione.

CAPITOLO UNDICESIMO

LE TENSIONI RILEVATIVE

SOMMARIO: 11.1. Premessa. – 11.2. La tipologia delle tensioni rilevative. –
11.3. Le tensioni rilevative esterne e l'operazione di quotazione in borsa.
– 11.4. Implicazioni.

11.1 Premessa

L'aumento della complessità e dinamicità del contesto ambientale e la crescita delle dimensioni aziendali pone un problema informativo connesso da una parte al crescere delle esigenze dei soggetti a vario titolo interessati all'impresa e dall'altra al crescere della complessità delle informazioni da gestire all'interno dell'impresa.

L'analisi economico aziendale considera quale presupposto fondamentale per la soluzione del problema la conoscenza approfondita delle diverse classi di interesse coinvolte nell'impresa, delle loro aspettative, delle informazioni di cui ciascuno dispone e delle possibilità di utilizzo delle stesse¹.

Il divario presente tra le informazioni prodotte ed offerte dall'impresa sulla propria attività e sui propri risultati e le esigenze conoscitive dei diversi portatori di interesse è all'origine delle tensioni presenti all'interno dell'area amministrativa della rilevazione.

La soluzione di tali tensioni è di fondamentale importanza se si considera che dalla capacità dell'impresa di soddisfare le diffe-

¹ “L'azienda nel suo complesso, i soggetti che al suo interno prestano la propria opera e i soggetti che intrattengono con essa relazioni che comportano l'emergere di specifici interessi hanno bisogno, per poter operare, di numerose e variegate informazioni”, RIZZOTTI D., *Informazione e sistemi contabili*, Cedam, Padova, 1997, pag.17.

renti aspettative sul risultato dell'attività di produzione dipende, in ultima analisi, la sopravvivenza nel tempo della stessa. La continuità dell'impresa nel tempo infatti è subordinata al mantenimento del potere d'acquisto inserito a titolo di rischio che dipende a sua volta essenzialmente dal fatto che la ricchezza nuova prodotta sia in grado di remunerare in modo soddisfacente il potere d'acquisto investito nell'impresa².

L'analisi delle tensioni connesse alla determinazione e rappresentazione dei risultati aziendali in relazione ai fabbisogni informativi in capo ai differenti soggetti portatori di interessi nell'impresa permette di arricchire lo studio dei fattori determinanti una scelta di quotazione in borsa.

L'originalità del contributo degli studi economico aziendali con riferimento alle problematiche di rilevazione dei risultati va ricercata nella possibilità di analizzare le esigenze rilevative non solo come conseguenze di un processo di quotazione ma anche come fattori che possono concorrere all'assunzione della scelta stessa accanto alle esigenze gestionali ed organizzative.

L'attenzione si concentra così sulla relazione causa – effetto tra esigenze rilevative e scelta di quotazione nell'intento di completare uno schema di analisi dei fattori che possono condurre ad una scelta di quotazione.

11.2 La tipologia delle tensioni rilevative

Nell'area della rilevazione le tensioni sorgono in relazione ad un problema di tipo informativo sull'andamento dell'attività d'impresa attraverso l'utilizzo di quantità di sintesi.

In particolare le tensioni rilevative possono emergere sia in fase di ottenimento delle informazioni e determinazione del risultato economico sia in fase di rappresentazione e comunicazione dello stesso a tutti i soggetti interessati. Peraltro mentre le prime rappresentano più una conseguenza di una scelta di quotazione, le

² Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag.122.

seconde possono essere studiate come cause della stessa scelta (Figura 11. 1).

La scelta di quotare in borsa le azioni porta il soggetto economico a concentrare l'attenzione sul risultato economico, sulle sue determinanti principali e sulle sue configurazioni, in quanto parametro principale di valutazione della gestione dell'impresa da parte del mercato. In questa logica la tensione verso la massimizzazione dell'utile distribuibile³, verso la massimizzazione del valore creato per gli azionisti⁴ e in generale verso i risultati di breve termine⁵ rappresentano, nell'ambito delle attività di rilevazione, le conseguenze più evidenti di una scelta di quotazione in borsa.

³La distribuibilità dell'utile è determinata sulla base del valore massimo che può essere attribuito ai portatori di capitale di rischio al fine di non compromettere la gestione futura dell'impresa. Il valore dell'utile distribuibile è peraltro un valore massimo che può essere attribuito ai soci. Qualora si superi il valore distribuito si porrebbero in essere le condizioni per un disequilibrio generale dell'impresa. Cfr. ALBERTI G.B., *op. cit.*, 2002, pag.189.

⁴ Si osservi come i concetti di utile distribuibile e valore dell'impresa siano riconducibili ad un'unica problematica quella della remunerazione del capitale inserito nell'impresa a titolo di rischio. Tale remunerazione può avvenire in maniera diretta quando si distribuisce reddito di esercizio ed in maniera indiretta mediante l'aumento del valore dell'impresa.

Un'accezione negativa della conseguenza in termini di valore viene affermata da Mintzberg: "Le crisi di Enron e Worldcom, che hanno messo in ginocchio i due giganti dell'industria Usa, non sono soltanto il frutto delle frodi perpetrate da amministratori truffaldini. Rappresentano anche la conseguenza esasperata di una malattia che negli ultimi anni ha contagiato l'industria statunitense (e non solo quella), la sindrome da *shareholder value*. Quella pressione a "creare valore per gli azionisti" come totalizzante motivazione imprenditoriale, ha messo i manager su un piedistallo, li ha trasformati in eroi ed interamente responsabili delle performance e del profitto aziendale (...)", in IL SOLE 24 ORE del 2 luglio 2002.

⁵ La tensione verso i risultati di breve termine è testimoniata anche dal fatto che le società quotate spesso elaborano per il mercato delle previsioni dell'andamento economico finanziario su base trimestrale. A questo proposito si veda la scelta dell'a.d. di Coca Cola (IL SOLE 24 ORE del 14/12/2002) quale conferma del fatto che non sempre la comunicazione dei risultati di breve periodo è correlata ad una maggior trasparenza per gli investitori.

Infatti fissare gli obiettivi di breve periodo può distogliere l'attenzione dai veri programmi di crescita e dalle strategie di lungo periodo, favorendo il gioco

Diversamente le esigenze di trasparenza e pubblicità sulla rappresentazione e comunicazione dei risultati che trovano origine nelle istanze connesse al controllo e alla remunerazione del capitale di rischio e del fattore lavoro, si pongono quali fattori determinanti una scelta di quotazione.

L'analisi dei fattori determinanti una scelta di quotazione in borsa, riconducibili all'area della rilevazione, impone così di concentrarsi sulle istanze conoscitive insistenti sull'impresa, con particolare riferimento alla rappresentazione dei risultati e comunicazione degli stessi ai diversi soggetti interessati.

Presupposto fondamentale è la conoscenza del sistema informativo aziendale inteso quale insieme di variabili che determinano la struttura e i contenuti dei flussi informativi presenti in azienda a supporto dei processi decisionali e di controllo e che si rivolgono all'esterno per soddisfare il fabbisogno di conoscenza dei soggetti interessati agli andamenti gestionali.

Tensioni rilevative	<i>interne</i>	alta direzione linea intermedia nucleo operativo
	<i>esterne</i>	azionisti clienti dipendenti fornitori finanziatori pubbliche autorità

Tabella 11. 1- *La tipologia di tensioni rilevative*

Come evidenziato in Tabella 11. 1, l'indagine sulle possibili tensioni rilevative può essere condotta su due livelli in relazione alla posizione rispetto all'azienda dei destinatari dei flussi informativi.

delle stime, che consiste nell'annunciare poco prima della fine del trimestre stime di utile più basse di quelle attese realmente in modo tale da presentare poi agli investitori risultati migliori del previsto. Così si ottiene un gonfiamento dei titoli quotati in borsa.

Un primo livello fa riferimento ai fabbisogni conoscitivi in capo ai soggetti interni, quali l'alta direzione, la linea intermedia e il nucleo operativo, ed evidenzia le tensioni rilevative interne.

In relazione ad essi il sistema informativo dovrebbe fornire le informazioni necessarie per prendere le decisioni, strategiche o operative, e per assumere provvedimenti correttivi al fine di riportare convenientemente e con continuità i mezzi ai fini aziendali.

Mentre l'Alta Direzione e la linea intermedia manifestano esigenze conoscitive sui risultati, connesse all'attività di pianificazione e controllo, il nucleo operativo necessita prevalentemente di informazioni per assumere decisioni operative. Particolare è il caso di una configurazione organizzativa divisionale dove il nucleo operativo presenta quale meccanismo di coordinamento la standardizzazione degli output. In questo caso infatti le tensioni sul momento della rilevazione dei risultati sono rilevanti e riconducibili anche al nucleo operativo.

La risposta alla presenza di tensioni rilevative interne passa pertanto attraverso la progettazione di un adeguato ed efficiente sistema informativo aziendale.

Una scelta di quotazione può intervenire a valorizzare e rafforzare un sistema informativo esistente ma non può sostituirlo nella soddisfazione delle tensioni rilevative interne all'impresa stessa.

Un secondo livello attiene al rapporto tra l'azienda e i soggetti esterni che hanno interesse a conoscere l'andamento della gestione al fine di valutare l'opportunità di mantenere o meno i rapporti con l'azienda⁶. Possono essere gli azionisti, i lavoratori, i finanziatori, i fornitori, i clienti, ai quali, pertanto, fanno capo le tensioni rilevative esterne.

⁶ "Il sistema informativo, per l'esterno, deve servire a fare conoscere ai terzi, quanto occorre per mantenere o no, i rapporti con l'azienda, e per esercitare l'opera di controllo, di competenza specifica, o di legalità generica", AMADUZZI A., *Il sistema informativo aziendale nei suoi caratteri fondamentali*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 1973, pag.4.

Una scelta di quotazione può essere studiata in relazione alle tensioni rilevative esterne che caratterizzano l'agire dell'impresa in un dato momento.

La ricerca dei fattori determinanti una scelta di quotazione all'interno dell'area della rilevazione richiede così di soffermarsi ad analizzare le principali tensioni rilevative esterne.

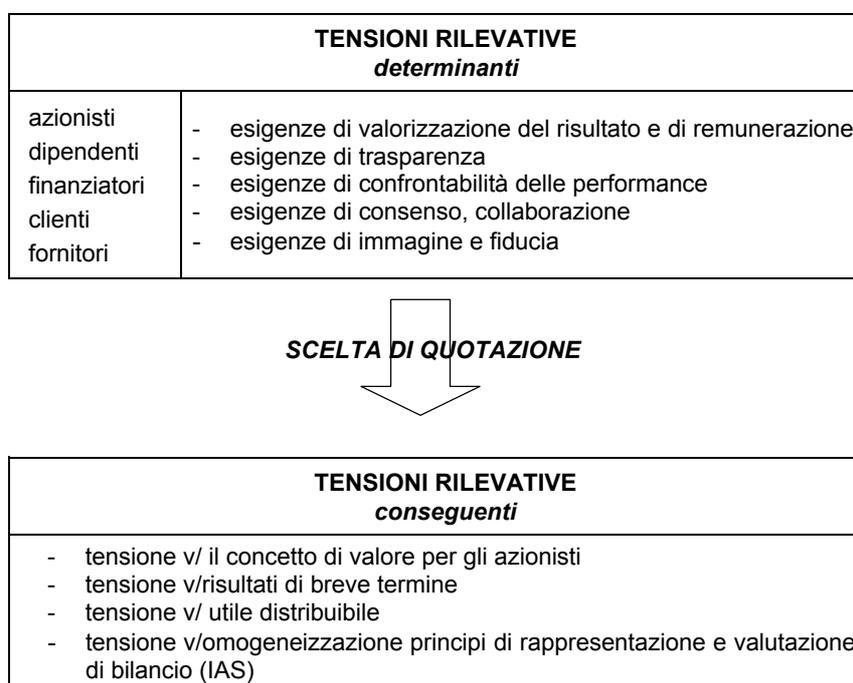


Figura 11. 1- *La tipologia delle tensioni rilevative e l'operazione di quotazione in borsa*

11.3 Le tensioni rilevative esterne e l'operazione di quotazione in borsa

L'aumento del numero di soggetti interessati a diverso titolo all'andamento dell'attività d'impresa, connesso ad una crescita dimensionale e ad una crescita della complessità aziendale, pone all'impresa un problema informativo connesso all'esigenza di rendere percepibile a tutti coloro che sono interessati, la qualità di operatore economico che la contraddistingue.

L'importanza dell'analisi delle tensioni che vengono a crearsi nell'area della rilevazione è correlata al fatto che al crescere dei soggetti interessati all'attività di impresa la comunicazione agli stessi della capacità di produrre ricchezza nuova nel futuro condiziona la stessa sopravvivenza dell'impresa nel tempo. Ne discende che l'esistenza di tensioni rilevative esterne che insistono sull'impresa concorre a motivare l'assunzione di determinate scelte strategiche.

La ricerca dei fattori determinanti una scelta di quotazione in borsa non può così prescindere dall'analisi delle principali tensioni rilevative esterne che caratterizzano le imprese che intendono quotarsi. L'individuazione dei nessi causali tra tensioni rilevative esterne e scelta di quotazione in borsa richiede l'analisi delle esigenze conoscitive dei diversi soggetti in relazione agli specifici interessi che li legano all'attività d'impresa.

Prima di procedere all'esame dei rapporti tra singole esigenze informative e scelta di quotazione, è necessario osservare come il passaggio da società non quotata a società quotata comporti sul fronte dell'informazione:

- un aumento della trasparenza e della pubblicità delle informazioni societarie;
- il passaggio da un'informativa *una tantum* ad un'informativa continua, tempestiva⁷ e completa⁸;

⁷ Nella "Guida alla Quotazione" Borsa Italiana interviene a precisare come "è molto importante che tali informazioni vengano fornite in modo coerente e con continuità in maniera tale da soddisfare le richieste di chiarezza ed attendibilità derivanti dal mercato". A tal proposito viene specificata la necessità di:

□ un aumento delle informazioni dovute, connesso ai particolari obblighi informativi previsti nel Testo Unico della Finanza e nei regolamenti della Consob⁹.

-“predisporre le principali informazioni in modo chiaro e sintetico supportandole con adeguata informazione finanziaria;
 -predisporre un timetable, inerente alla tempistica con cui devono essere fornite le informazioni richieste dalla normativa vigente e dalle necessità del mercato;
 -individuare i mezzi di distribuzione (posta, fax, e-mail, sito internet);
 -definire i rapporti da intrattenere con la stampa, esplicitando i contenuti dei comunicati stampa e le modalità di diramazione degli stessi e, in seguito, le diverse modalità di presentazione dei comunicati agli analisti” (*Guida alla Quotazione*, 2001, pag. 32 e 33).

⁸ Ai fini di migliorare il grado di completezza dell’informativa accanto alle previsioni normative, sono intervenuti Assonime, Borsa Italiana, Assogestioni e Aiaf elaborando una *Guida per l’informazione al mercato*, dove vengono specificati i criteri generali sul contenuto delle comunicazioni (correttezza, chiarezza, parità di accesso alle informazioni) e le modalità secondo cui le informazioni possono essere comunicate.

⁹ Diversamente dagli strumenti di comunicazione che sono sostanzialmente analoghi a quelli delle società non quotate, gli obblighi informativi per le società quotate presentano la richiesta di un maggior numero di informazioni. In generale il Testo Unico della Finanza dispone all’art.114 che gli enti che emettono titoli negoziati su un mercato regolamentato siano tenuti ad informare “il pubblico dei fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle società controllate non di pubblico dominio ed idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari”.

In particolare il Testo Unico della Finanza dispone in merito all’obbligatorietà del prospetto informativo, delle comunicazioni sugli assetti di controllo, sui patti di sindacato, mentre la Consob interviene con i Regolamenti a disciplinare i contenuti e le modalità di comunicazione dell’informativa. In particolare il Regolamento Consob (Regolamento 14 maggio 1999, n. 11971, art. 66 e seguenti) ha definito comunque eventi rilevanti e pertanto soggetti a comunicazione, le delibere di approvazione del progetto di bilancio, di distribuzione dei dividendi, del bilancio consolidato e della revisione semestrale, la presentazione di istanze e l’emanazione di provvedimenti di assoggettamento a procedure concorsuali, le decisioni sul capitale, l’emissione di obbligazioni, la fusione e la scissione, l’acquisto e la vendita di partecipazioni di rilievo o di rami d’azienda, l’autorizzazione ad effettuare operazioni sulle proprie azioni, la modificazione dei diritti delle categorie speciali di azioni, lo scioglimento della società. Si osservi peraltro come possano essere rilevanti anche altri eventi differenti da quelli previsti.

Tutto questo è finalizzato ad agevolare una risposta alla crescita delle istanze conoscitive connessa alle dimensioni e alla complessità rilevanti che caratterizzano le imprese, garantendo a tutti gli operatori un'uguaglianza nell'accesso alle informazioni aziendali.

I lavoratori e la scelta di quotazione

I lavoratori possono essere inseriti sia a livello operativo sia a livello gestionale-strategico all'interno dell'organizzazione dell'impresa.

Differenti sono le esigenze conoscitive che li caratterizzano e così anche le tensioni rilevative alle quali l'impresa deve far fronte. L'attenzione viene concentrata su quelle tensioni che possono concorrere per una scelta di quotazione in borsa.

In generale i lavoratori dipendenti spingono per un'informativa più chiara, intelligibile e continua della situazione economica, finanziaria e patrimoniale futura al fine di conoscere e valutare la stabilità del proprio rapporto di lavoro e le possibilità di carriera.

Lo *status* di società quotata garantisce ai dipendenti un accesso alle informazioni analogo a quello di ogni altro soggetto. Pubblicità e trasparenza fanno sì che l'informativa societaria possa essere indipendente dalla posizione gerarchica nell'impresa. Inoltre può favorire un senso di appartenenza all'impresa dato dal fatto che tutti conoscono l'andamento economico finanziario dell'impresa.

In particolare, in presenza di una situazione organizzativa di separazione tra proprietà e management, i dirigenti presentano un fabbisogno informativo rilevante di informazioni aziendali funzionale all'assunzione delle decisioni fondamentali per l'impresa, all'apprezzamento da parte della proprietà del loro operato e al fatto che una parte della propria remunerazione può essere collegata ai risultati operativi¹⁰.

¹⁰ Il sistema di valutazione dei risultati in quanto "strumento di base per la gestione della dinamica dei sistemi retributivi e di carriera" funge da *trait d'union* tra il sistema di ricompensa ed il sistema informativo presenti

Inoltre gli stessi possono essere fortemente interessati alla divulgazione delle informazioni economiche, finanziarie e patrimoniali per favorire un giusto apprezzamento delle proprie capacità personali da parte del mercato del lavoro così come dalla struttura aziendale in cui opera.

In sintesi un'operazione di quotazione può essere individuata come risposta:

- alle tensioni facenti capo ai manager in quanto permette di validare i risultati economico finanziari dell'impresa stessa attraverso il mercato, di far conoscere l'impresa e i suoi risultati sul mercato dei capitali e conseguentemente di aumentare fama e notorietà dei manager a capo della stessa¹¹ e le remunerazioni connesse ai risultati raggiunti¹²;
- alle tensioni facenti capo agli altri lavoratori dipendenti in quanto la pubblicità e la trasparenza informativa che ne segue sull'andamento gestionale e sulle prospettive di riconversione produttive, di ristrutturazioni aziendali o di espansione, permette di supportare le contrattazioni collettive ed aziendali.

all'interno di una struttura organizzativa. Il sistema informativo aziendale presiede infatti alla determinazione di quei risultati economici che sono alla base della determinazione della parte variabile della retribuzione dei manager e dei passaggi individuali di carriera. Cfr. AIROLDI G., *op. cit.*, 1980.

¹¹ A questo proposito Perrini osserva come la quotazione rappresenta una sorta di "salto di qualità per ciascun amministratore; con essa si aprono una serie di relazioni tipiche dell'intreccio tra realtà industriale e mondo finanziario, Cfr. PERRINI F., *op. cit.*, Egea, Milano, 1999, pag. 74.

Una scelta di quotazione permette ai manager di scindere la retribuzione nella componente fissa e variabile correlando quest'ultima anche all'assegnazione di azioni. Come osserva acutamente Perrini l'assegnazione di azioni è possibile anche nelle società non quotate ma le stesse risulterebbero difficilmente monetizzabili dai manager, cfr. PERRINI F., *op. cit.*, 1999 (a), pag. 74; RAPPAPORT A., *op. cit.*, 1986.

Gli azionisti e la scelta di quotazione

Le tensioni rilevative facenti capo agli azionisti possono essere distinte in relazione alle differenti motivazioni che hanno portato gli stessi a conferire il capitale a titolo di rischio nella gestione dell'impresa.

Qualora l'investimento azionario sia inteso al mantenimento della partecipazione per lungo tempo all'interno dell'impresa, le tensioni rilevative rispondono ad un fabbisogno informativo ampio e articolato in capo agli azionisti di controllo. Tale fabbisogno è correlato all'assolvimento delle funzioni di valutazione e controllo dell'operato dei manager.

Azionisti di controllo e azionisti di minoranza¹³ necessitano poi di conoscere le prospettive di medio lungo termine dell'impresa alla luce delle scelte strategico-operative assunte, al fine di valutare la congruità della remunerazione del proprio capitale investito sia attuale che futura.

Diversamente se l'investimento risponde alla convinzione di poter conseguire nel breve termine plusvalenze sul valore azionario, si è in presenza di azionisti speculatori. Il fabbisogno informativo e le conseguenti tensioni rilevative in capo a questa categoria di azionisti attengono più al valore economico del capitale dell'impresa e agli elementi congiunturali che possono condizionarne la determinazione, piuttosto che all'andamento economico della gestione aziendale visto in un'ottica di continuità dell'impresa nel tempo.

In linea generale pertanto la pressione esercitata sull'attività di rilevazione aziendale dagli azionisti è tesa verso l'individuazione di parametri sempre più sintetici ad espressione dell'andamento della gestione aziendale: questo per supportare i processi decisionali e di controllo in capo agli azionisti di maggioranza, per sod-

¹³ Gli azionisti di minoranza possono a loro volta essere ulteriormente distinti in azionisti attivi e dormienti, dove i primi presentano tensioni rilevative connesse alla trasparenza e correttezza delle informazioni societarie, mentre i secondi limitano le proprie esigenze alla conoscenza della redditività aziendale nel lungo termine (azionisti cassettisti). Cfr. CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano, 1997.

disfare le esigenze di conoscenza sulla gestione da parte degli azionisti di minoranza, ed infine per permettere al socio investitore di comparare il rendimento ed il rischio connesso all'investimento nella società con quelli di altri.

La quotazione si pone come una possibile risposta alle tensioni in capo agli azionisti in quanto:

- attraverso il collocamento delle azioni sul mercato ottiene una valorizzazione del capitale economico d'impresa sulla base del quale è possibile in qualunque momento liquidare l'investimento ad un valore definito;
- impone all'impresa il rispetto di una serie di obblighi di trasparenza informativa sui risultati della gestione che vanno ad aggiungersi a quelli interni rafforzando i controlli sull'operato dei manager e permettendo di verificare le condizioni operative e le prospettive di crescita dell'impresa nella quale si è investito o si intende farlo (azionisti potenziali);
- attraverso la pubblicità e la trasparenza informativa viene rafforzato il sistema di garanzie per coloro che hanno investito a titolo di rischio nella stessa¹⁴;
- l'attenzione per gli interessi delle minoranze e la connessa trasparenza informativa richiesta alle società quotate può contribuire a rafforzare un clima di consenso, collaborazione e fiducia tra gli azionisti e l'impresa.

¹⁴ Con riferimento alle motivazioni di una scelta di quotazione l'AIFI scrive: "il nuovo status di società quotata non diventa solo elemento di notorietà e di prestigio, ma anche di garanzia, alla luce della trasparenza collegata alla certificazione dei bilanci, all'obbligo di garantire un'adeguata informativa sui principali accadimenti societari, all'esistenza di organismi preposti al controllo esterno e quindi all'apertura a uno scrutinio esterno che è certo fattore di condizionamento, ma che, se correttamente inteso, può diventare un forte stimolo a ben operare", in AIFI, *Quotarsi in borsa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999, pag.8.

Gli altri soggetti portatori di interessi e la scelta di quotazione in borsa

Accanto alle istanze conoscitive dei portatori di capitale a titolo di rischio e di lavoro, l'impresa nella sua attività di rilevazione deve tenere in considerazione anche gli interessi di numerosi altri soggetti.

Le banche e più in generale i *conferenti capitali a titolo di credito* necessitano di tutte quelle informazioni che consentono di valutare la capacità dell'azienda finanziata o da finanziare di restituire il capitale di prestito nei tempi e nei modi stabiliti. Le tensioni rilevative che ne risultano sono così funzionali alla verifica della fattibilità del progetto finanziato e del piano economico finanziario presentati per ottenere i finanziamenti e all'inserimento dell'impresa in una specifica classe di rischio.

Una scelta di quotazione può essere un segnale di attenzione per tali soggetti in quanto con essa l'impresa si vincola a predisporre una informativa continua sull'andamento della gestione dell'impresa e conseguentemente anche sulla sua capacità di remunerare e rimborsare i propri debiti. Peraltro si osservi come gli istituti di credito, e più in generale gli intermediari finanziari, possano ingenerare tensioni rilevative connesse alle esigenze conoscitive proprie dei potenziali azionisti che ad essi si rivolgono. In tal caso la funzione di intermediario che vengono a svolgere richiede di esprimere un giudizio di sintesi sulla bontà dell'investimento nella società. Il reperimento delle informazioni sarà più agevole, tempestivo e meno costoso per quelle società che sono quotate in borsa in virtù della trasparenza e della pubblicità che le caratterizza oltre alla disponibilità di una valutazione del rischio di insolvenza della società elaborato dalle società di *rating*¹⁵.

¹⁵ Il rating consente di mostrare al mercato il rischio insito nell'investimento nella società, sia esso fatto con capitale di credito che con capitale di rischio. Il rating assolve rispetto all'investitore ad una duplice funzione: "in primo luogo l'analisi condotta dall'agenzia si basa su una massa di informazioni molto più ampia e dettagliata di quella di cui potrebbe disporre il singolo, poiché l'agenzia durante l'assegnazione ha contatti diretti con il ma-

Le istanze di *fornitori e clienti* attengono rispettivamente alle esigenze di conoscere la solvibilità dell'impresa cliente e le condizioni di pagamento, e dall'altra la capacità dell'impresa di rispettare gli impegni assunti, la qualità dei prodotti e le prospettive di stabilità e continuità del rapporto. In altri termini tali soggetti ricercano informazioni che soddisfino i loro bisogni di sicurezza nei confronti dell'impresa. Queste informazioni sono solo in parte desumibili dalle analisi dei prospetti di bilancio in quanto sono necessari anche contatti diretti, visite, reperimento di informazioni bancarie, etc..

In questo contesto una scelta di quotazione può rappresentare una soluzione alle istanze di fornitori e clienti in virtù del fatto che in quanto l'impresa sottopone la propria attività al giudizio incondizionato del mercato ed adempie ad una serie di obblighi informativi, si dota di un'immagine di credibilità strategica e reddituale che va oltre i risultati economici ottenuti¹⁶.

Le *pubbliche autorità* infine esercitano una pressione nell'area della rilevazione dei risultati aziendali in virtù delle funzioni di controllo del prelievo fiscale e di regolamentazione dell'attività economica. L'esistenza di tale pressione peraltro si rivela di fatto un fattore determinante una rinuncia di quotazione in borsa. Infatti la trasparenza informativa che segue una scelta di quotazione così come la presenza di una serie di istituzioni ad *hoc*, quali Borsa Italiana e Consob¹⁷, che manifestano una specifica e continua

nagement e la realtà operativa della società, venendo a conoscenza di informazioni riservate, anche perché nulla di tutto ciò trasparirà nel giudizio finale". (..) In secondo luogo mentre "il costo per l'investitore di un'analisi effettuata in proprio sarebbe proibitivo, il costo di utilizzo del rating è per lo più nullo in quanto sono gli emittenti che chiedono di avere la valutazione pagando all'agenzia di rating un corrispettivo per ottenere il giudizio che poi diviene di pubblico dominio", PERRINI F., *Le società di rating*, in Corvi E., *op. cit.*, 1997, pag.73.

¹⁶ Una scelta di quotazione ha una valenza in termini di credibilità e affidabilità molto rilevante quando l'azienda eroga servizi finanziari ai clienti.

¹⁷ "Vi è una divisione del lavoro fra la Consob e Borsa Italiana in tema di informazione societaria. La Consob stabilisce quali siano le informazioni da fornire al mercato ed esercita il controllo sul contenuto dei relativi comunicati;

domanda di informazioni economico finanziarie sull'impresa, sono viste dal soggetto economico non tanto come opportunità quanto come vincoli onerosi alla propria attività.

11.4 Implicazioni

L'approccio economico aziendale consente di riconoscere un ruolo importante alle istanze informative facenti capo ai diversi soggetti che si relazionano con l'impresa all'interno delle motivazioni che possono essere alla base di una scelta di quotazione.

L'ipotesi dell'esistenza di una relazione causale tra tensioni rilevative e scelta di quotazione in borsa presenta alcune implicazioni di rilievo.

Innanzitutto è necessario osservare come la disciplina dei mercati regolamentati sia formulata per soddisfare le istanze conoscitive in modo particolare degli investitori a titolo di capitale di rischio.

La Tabella 11. 2 riporta le principali informazioni richieste dagli operatori esterni mettendo in evidenza come accanto ai risultati economico finanziari vengano richieste una serie di dati attinenti alla dimensione organizzativa e strategica della società quotata.

Peraltro questi stessi obblighi di trasparenza e pubblicità delle informazioni aziendali vanno a beneficio anche di tutti gli altri soggetti che presentano un interesse sull'andamento della gestione dell'impresa.

Così attraverso la quotazione in borsa il soggetto economico offre a tutti gli operatori che si relazionano con l'impresa un'uguaglianza nell'accesso alle informazioni aziendali.

la società di gestione provvede alla diffusione di tali informazioni al pubblico”
in COSTI R., *op. cit.*, 2000, pag. 258.

Risultati finanziari
Bilanci di esercizio, relazioni semestrali e trimestrali ¹⁸ Riclassificazioni di bilancio, valutazioni redatte da esperti indipendenti relative a particolari operazioni poste in essere Documentazione derivante da obblighi di quotazione all'estero Dati di sintesi delle informazioni comunicate in sede di IPO dalla Direzione Aziendale Dati relativi alle diverse fasi di implementazione delle strategie indicate Evidenziazione dei risultati ottenuti e la giustificazione degli eventuali scostamenti
Aspetti organizzativi e normativi
Evoluzione dello scenario competitivo e di quello operativo Cambiamenti organizzativi Cambiamenti normativi
Eventi importanti
Lancio di nuovi prodotti Scelte strategiche in materia di investimenti, disinvestimenti di attività aziendali, accordi, ... Dichiarazioni del management

Tabella 11. 2- *Tipologia di informazione richiesta dagli investitori* (fonte: adattamento da *Guida alla quotazione*, 2001)

Le principali implicazioni sono:

- l'importanza di fondare una scelta di quotazione sulla base di un sistema informativo aziendale, nelle sue componenti di struttura e processo, coerente con la struttura organizzativa¹⁹;

¹⁸ Per i criteri di redazione e pubblicazione della relazione semestrale si veda il combinato del Regolamento 11971/99 come modificato dalla comunicazione e dalla delibera Consob del 2000 e del Principio contabile italiano della Commissione di dottori commercialisti e di ragionieri italiani, n.30.

¹⁹ Beretta sottolinea come “data l'ampiezza del pubblico interessato ad investire nei mercati dei capitali e, soprattutto in alcuni paesi, la crescente rilevanza della partecipazione dei dipendenti nel capitale di rischio delle public companies, l'efficienza e il buon funzionamento dei mercati mondiali dei capitali dipendono in misura sempre crescente dalla fiducia che il pubblico ripone nella trasparenza dei comportamenti comunicativi delle imprese quotate.

- la peculiarità degli interessi tutelati porta il soggetto economico ad optare per una scelta di quotazione quando prevalgono le esigenze conoscitive sull'andamento economico finanziario dell'impresa da parte dei soggetti potenziali investitori;
- le informazioni diffuse presentano la caratteristica di essere di tipo prevalentemente economico finanziario e in ogni caso *price sensitive*, cioè in grado di influenzare la determinazione dei valori delle azioni sul mercato di borsa.

E' possibile affermare così che il collocamento sul mercato dei capitali delle proprie azioni può rispondere in ultima analisi all'esigenza del soggetto economico di ampliare i soggetti investitori che hanno fiducia nella gestione dell'azienda nella convinzione che la fiducia sia correlata fortemente al grado di disponibilità di informazioni sui fatti aziendali²⁰.

Inoltre il particolare regime di trasparenza e pubblicità al quale l'impresa si sottopone consente di rendere fruibile a chiunque sia interessato le informazioni sull'andamento gestionale dell'impresa; una scelta di quotazione comporta così una diffusione di informazioni societarie che può costituire un danno per

Tale trasparenza dipende dalla affidabilità dei processi di rilevazione, elaborazione, diffusione e impiego delle informazioni. In questa catena di erogazione della comunicazione finanziaria ogni anello deve essere solido giacché la forza di una catena, come sempre, è quella del suo anello più debole", in BERETTA S., *La comunicazione volontaria: opportunità e limiti*, Preliminary Draft presentato al XII Seminario di Studio "La comunicazione economica con gli stakeholder: tra l'obbligatorio e il volontario", Bressanone, 29-30 settembre 2003.

²⁰ Della Bella osserva come la crisi di fiducia degli investitori possa essere risolta solo favorendo "un irrobustimento del flusso informativo verso il mercato, nella forma del rilascio di maggiore informazione volontaria e dell'assunzione di una guidance in favore di un suo corretto uso. Così almeno insegnerebbe il caso Capita, dinamica azienda inglese inclusa nel FTSE 100, che optando per un raddoppio della informazione diffusa al pubblico, riuscì a contrastare la crisi di fiducia", DELLA BELLA C., *Riapprovazioni di bilancio e fiducia degli investitori: il ruolo della qualità della informativa degli emittenti*, in *La Valutazione delle aziende*, Milano, Riv. Trim., n.27, dicembre 2002, pag. 49.

l'impresa in quanto rischia di perdere alcuni vantaggi competitivi svelando informazioni ai concorrenti²¹.

L'analisi della relazione causale tra esigenze informative degli investitori e scelta di quotazione richiede, infine, una valutazione della soluzione individuata in termini di costi da sostenere. Così i costi connessi al rispetto dei maggiori obblighi informativi conseguenti una scelta di quotazione in borsa, chiedono di essere confrontati in sede decisionale con i costi delle altre soluzioni e in relazione ai benefici derivanti dalla soddisfazione dei bisogni informativi dei soggetti interessati²².

In secondo luogo l'ipotesi di un nesso causa-effetto tra tensioni rilevative e scelta di quotazione in borsa permette di arricchire l'analisi delle cause di delisting o di mancata quotazione in capo alle imprese.

Si tratta di situazioni patologiche che si configurano diversamente in relazione al grado di separazione della proprietà con la gestione che caratterizza l'assetto organizzativo dell'impresa.

²¹ Cfr. MAKSIMOVIC V., PICHLER P., *Technological Innovation and Initial Public Offerings*, in *Review of Financial Studies*, Vol.14, n.2, pag.459-494; FAMA E. F., *op. cit.*, 1980. Si è osservato a proposito come accanto al carattere fondamentale dell'informativa societaria rappresentato dalla trasparenza nella descrizione dei fatti e dei dati forniti dalle società a tutela della corretta rappresentazione della situazione aziendale, è prevista la riservatezza sugli aspetti gestionali la cui divulgazione potrebbe rappresentare un danno per l'impresa. Tale riservatezza consente al soggetto economico di non soddisfare compiutamente le esigenze di trasparenza proprie degli investitori. Cfr. CORVI E., *op. cit.*, 1997, pag.130 e seguenti; MANZONETTO P., *Il prospetto informativo*, in CATTANEO M., CESARINI F., COLOMBO G.E., MARCHETTI P., RUOZI R., *L'ammissione alla quotazione di borsa*, Milano, Vita e Pensiero, 1988, pag.246.

²² I costi possono essere distinti in relazione alla loro natura in costi diretti e costi indiretti che sono sostenuti dall'impresa al momento della quotazione e in via continuativa negli anni successivi. Tra i costi diretti si trovano i costi delle consulenze dell'advisor, della certificazione dei bilanci, della redazione della documentazione; i costi indiretti sono quei costi conseguenti agli obblighi connessi allo status di società quotata, quali l'istituzione di un servizio di investor relation e potenziamento del sistema informativo aziendale e del sistema di controllo.

Nel caso in cui proprietà e gestione siano nelle mani delle stesse persone, la tensione rilevativa evidenzia un'esigenza di non diffusione delle informazioni sui risultati della gestione dell'impresa e sulle modalità di formazione degli stessi oltre quanto obbligatorio ai sensi del codice civile.

Inoltre qualora non vi sia l'esigenza di rendere manifesto un risultato economico di esercizio elevato per attrarre nuovi portatori di capitale di rischio, il soggetto economico tenderà a definire il risultato economico al valore più basso possibile per limitare l'imposizione fiscale.

Quando vi è separazione tra proprietà e management ma non vi sono adeguati sistemi operativi di controllo e di incentivo, il soggetto economico può rifuggere da una scelta di quotazione in quanto teme che i manager possano ritrovarsi in una situazione di strapotere in presenza di una proprietà altamente frazionata.

Al management infatti spetterebbe il compito di presidiare l'elaborazione e la sintesi delle informazioni sull'andamento della gestione sulla base della quale viene valutato l'operato dello stesso management da parte della proprietà. In altre parole il management viene controllato e remunerato sulla base dei risultati che lui stesso ha determinato (predisposizione del bilancio di esercizio) e comunicato al mercato. Può accadere così che lo stesso management sia portato ad assumere una visione di breve termine correlata alla necessità di soddisfare le esigenze di rendimenti elevati proveniente dal mercato e monetizzare in termini di remunerazione gli effetti delle decisioni assunte²³.

²³ A questo proposito Della Bella osserva come "al crescere dell'importanza rivestita dal valore dell'utile nel mercato finanziario, cresce l'incentivo per il manager ad influenzarne la determinazione. (...) Il maggior incentivo all'earning management sta nel cd. *earning game*, il gioco nel rilascio dell'informazione societaria, istauratosi tra società quotate e mercato di borsa. Le imprese che giocano l'earning game concentrano la disclosure finanziaria su specifici obiettivi di performance che il mercato monitora con particolare attenzione, dando prova di premiare, sotto il profilo della valutazione, i titoli delle aziende che li centrano con continuità. Con il passare del tempo, l'earning game da prassi semplificatrice del flusso informativo aziendale verso l'esterno, si trasforma in obiettivo assoluto, DELLA BELLA C., *op. cit.*, 2002, pag. 47.

Si osservi peraltro come la minaccia di uno strapotere dei manager connesso alla realtà delle società quotate possa essere superata dalla presenza all'interno della struttura organizzativa dell'impresa di un sistema operativo di controllo e di incentivi coerente con i fabbisogni organizzativi dell'impresa.

In altre parole non è sufficiente un sistema informativo aziendale e il controllo esercitato dal mercato sulla base delle stesse informazioni diffuse dai manager ma diviene necessario l'operare di un efficiente ed efficace sistema dei controlli interni, cioè capace di condizionare il comportamento dei soggetti, in particolare dei manager, che operano all'interno dell'organizzazione²⁴.

Un'ulteriore osservazione attiene al progressivo allineamento delle caratteristiche, sotto il profilo degli obblighi di informativa, delle società non quotate che ricorrono al mercato del capitale di rischio a quelle delle società quotate²⁵. Questo può rivelarsi sia un

²⁴ In quest'ottica deve essere analizzata la previsione inserita nel Codice di Autodisciplina di un sistema di controllo interno definito come "insieme dei processi diretti a monitorare l'efficienza delle operazioni aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti, la salvaguardia dei beni aziendali"(CODICE DI AUTODISCIPLINA 2002, art.9 comma 1). In altre parole l'attenzione deve concentrarsi sul sistema di controllo quale meccanismo operativo (AIROLDI G., *op. cit.*, 1980), verificandone l'effettiva capacità di incidere sull'operato dei manager. Per una critica costruttiva alla definizione mutuata nel Codice di Autodisciplina dal Report del Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (*CoSo Report*), cfr. CORBELLA S., *op. cit.*, 2000.

²⁵ Con la Riforma del diritto societario è stata introdotta con l'art.2325 bis comma 1 la categoria più ampia delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, le cd. "società aperte" che ricomprende anche le società emittenti di azioni quotate in mercati regolamentati. Galgano osserva come "alla base dello statuto speciale delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio c'è la dichiarata esigenza di apprestare un'adeguata protezione del risparmio investito in azioni, anche al fine di incentivare un più vasto afflusso del risparmio al capitale di rischio delle grandi imprese." A questo proposito la norma di legge ha previsto una serie di strumenti di pubblica informazione sui fatti societari e di garanzia di veridicità delle comunicazioni sociali, che hanno significato "solo per quegli azionisti il cui fabbisogno di informazioni nasce dal fatto di essere estranei al gruppo di comando della società (tutela del risparmio)", Cfr. GALGANO F., *Il nuovo Diritto Societario*, in

incentivo alla quotazione in virtù dei limitati costi aggiuntivi da sostenere per adeguare la realtà aziendale alle richieste di Borsa Italiana e della Consob, sia un disincentivo alla quotazione stessa in quanto le esigenze informative in capo agli investitori sono ugualmente soddisfatte senza ricorrere alla quotazione.

In altri termini, rispetto alle altre tensioni gestionali e organizzative, la tensione informativa viene ad assumere un peso limitato nella scelta di quotazione all'interno di una società aperta, e connessa alla capacità del mercato e delle autorità regolatrici dello stesso di fornire una garanzia aggiuntiva della bontà e tempestività delle informazioni societarie che vengono comunicate dalle società quotate.

Il mercato borsistico in quanto funge da garante della bontà dell'investimento presso gli investitori, presenta un'attrattiva per le imprese connessa alla capacità dello stesso di conferire all'impresa un'immagine di solidità e redditività elevate.

Per rispondere alla domanda perché le imprese scelgono di quotarsi diviene necessario approfondire le dinamiche che interessano l'attività di rilevazione delle imprese nel periodo antecedente alla quotazione. In particolare l'attività di rappresentazione e comunicazione del risultato aziendale assume un ruolo centrale al fine di soddisfare i fabbisogni informativi di coloro che sono interessati all'impresa.

E' necessario così soffermarsi sull'analisi dei bisogni informativi di tutti coloro che si rapportano a vario titolo con l'impresa, in quanto tutti a diverso titolo concorrono a condizionare la realizzazione di una particolare strategia sociale da parte del soggetto economico.

Ne deriva che i fattori determinanti una scelta di quotazione devono essere approfonditi non solo in relazione agli obiettivi strategici di tipo economico finanziario ma anche alla luce di quelli sociali. Una risposta alle differenti tensioni rilevative deve perseguire una coerenza con la soddisfazione dei diversi portatori di interessi nell'impresa.

La quotazione viene così ad essere studiata anche come strumento prescelto dal soggetto economico per implementare una strategia sociale che ha il compito di generare, alimentare e mantenere il consenso da parte degli interlocutori sociali²⁶

²⁶ Invernizzi sottolinea come si tratti di compiti essenziali. “Infatti, affinché il sistema aziendale possa raggiungere un equilibrio duraturo, è necessario che tutti gli attori sociali siano soddisfatti contemporaneamente e che da tutti gli specifici interlocutori giungano il consenso e la collaborazione essenziali per il realizzarsi di una duratura economicità di gestione”, INVERNIZZI G., *op. cit.*, 1999, pag.173. Palma individua una serie di aree di responsabilità che fanno capo all’impresa in seguito all’espletamento della propria funzione sociale: area del personale; area dell’informazione, area del prodotto, area dell’ambiente naturale, area del rapporto tributario. “Le sollecitazioni rivolte all’impresa provenienti dai soggetti che con essa hanno relazioni dirette o indirette (...) rendono ancor più evidente come all’impresa siano richiesti, oltreché una funzione meramente economico produttiva, un ruolo di imprenditorialità sociale” PALMA A., *op. cit.*, in AA.VV., *Scritti in Onore di Carlo Masini*, Tomo I, Istituzioni di Economia d’azienda, Egea, Milano, 1993, pag.773-774; SCIARELLI S., *op. cit.*, 1985, pag.45 e seguenti.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

L'obiettivo di individuare le possibili determinanti della decisione di quotarsi di un'impresa è stato a fondamento di numerose analisi empiriche su campioni di imprese quotate alla borsa italiana in differenti periodi di tempo. Un recente tentativo di sistematizzare i risultati delle più importanti ricerche ha messo in evidenza quattro categorie di motivazioni, distinguendo i benefici di natura operativa, di natura finanziaria, di natura organizzativa e quelli di natura fiscale (Tabella 1).

Benefici di natura operativa	<ul style="list-style-type: none">– ingresso di nuovi soci privati nell'impresa può generare efficienza nella gestione operativa dell'impresa (Pagano, 1998);– leva di marketing (Stoughton, 1997)
Benefici di natura finanziaria	<ul style="list-style-type: none">– riduzione dell'indebitamento e il costo del capitale (Pagano, 1998)– rinegoziazione delle condizioni di credito– diversificazione delle risorse finanziarie– accesso al capitale esterno a costi più contenuti e con maggior facilità (Rajan, 1992) che permette di finanziare crescita esterna o interna (Roell, 1996)– opportunità con la quotazione di sfruttare momenti particolarmente favorevoli nel ciclo del mercato finanziario per beneficiare di un pricing più favorevole dei titoli sul mercato (Ritter, 1991)
Benefici di natura organizzativa	<ul style="list-style-type: none">– la quotazione implica l'esistenza di un flusso informativo interno all'impresa e dall'impresa verso il mercato;– piani di incentivazione con assegnazione dei titoli azionari a favore dei dipendenti (Holstrom e Tirole, 1993)
Benefici di natura fiscale	<ul style="list-style-type: none">– convenienza fiscale in capo agli azionisti controllanti (Hand e Skantz, 1999)

Tabella 1– *I benefici individuati alla base di una scelta di quotazione* (Fonte: adattamento da Giorgino M., Giudici G., Paleari S., 2001, pag.21-22)

Si può osservare come tale quadro sia formato dall'accostamento di una serie di singole relazioni causali, individuate dalle diverse indagini empiriche, tra esigenze aziendali e scelta di quotazione. Le motivazioni elencate risultano così non necessariamente compresenti e correlate tra loro¹.

Diversamente l'approccio di analisi economico aziendale affronta una ricerca sistematica delle motivazioni di una scelta di quotazione guardando al soggetto che assume la decisione nell'ambito della attività di amministrazione dell'impresa.

Domandarsi il perché una società decide di affacciarsi sul mercato borsistico significa indagare le condizioni gestionali, organizzative e rilevative in un dato momento della vita dell'impresa che possono aver condotto a tale scelta.

Al fine di ottenere un quadro sistemico delle possibili determinanti una scelta di quotazione l'analisi del rapporto causale tra tensioni aziendali e scelta di quotazione in borsa da parte del soggetto economico è stata condotta innanzitutto scomponendo le tensioni in relazione alle diverse aree dell'amministrazione; in un secondo momento si sono ricercate le principali correlazioni tra le singole tensioni e tale scelta. Queste tensioni sono state così ricomposte in uno schema come emerge in Tabella 2.

¹ Perrini afferma che i vantaggi di una quotazione per l'impresa possono essere ricondotti a due ordini di obiettivi: gli obiettivi primari e gli obiettivi secondari in relazione alla capacità degli stessi di incidere sulla decisione di quotazione in una prospettiva strategica (primari) o in una prospettiva di breve periodo (secondari). Gli obiettivi primari possono essere: di natura economico-finanziaria o di natura gestionale-operativa. Gli obiettivi secondari sono di natura finanziaria – fiscale o gestionale – organizzativa. Per un approfondimento si veda PERRINI F., *I vantaggi aziendali e per gli azionisti della quotazione delle imprese alla Borsa Italiana: una valutazione del periodo 1995-2001*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n.1, Il Mulino, Bologna, 2002, pag.143 e seguenti.

AREA AMMINISTRATIVA: GESTIONE	Determinanti una scelta di quotazione
Finanziamenti	<ul style="list-style-type: none"> – squilibrio finanziario – diversificazione fonti di finanziamento – riduzione dipendenza finanziaria dalle banche e costi finanziari – disimpegno dell'azionista di maggioranza
Investimenti	<ul style="list-style-type: none"> – ampliamento eccezionale delle dimensioni produttive – nuovi programmi di investimento – modalità di crescita esterna
Disinvestimenti	<ul style="list-style-type: none"> – diversificazione e internazionalizzazione – consolidamento leadership – aumento redditività vendite – dismissione asset non redditizi – riduzione indebitamento bancario
Rimborsi e remunerazioni	<ul style="list-style-type: none"> – equilibrio tra politica autofinanziamento e politica delle remunerazioni (dividendi) – liquidabilità dell'investimento

AREA AMMINISTRATIVA: ORGANIZZAZIONE	Determinanti una scelta di quotazione
Variabili organizzative	<ul style="list-style-type: none"> – esigenze riorganizzative all'interno del Vertice strategico – delega e decentramento verticale – formalizzazione, efficienza ed efficacia dei sistemi operativi
Fattori situazionali	<ul style="list-style-type: none"> – dimensione rilevante – età avanzata – complessità e dinamicità dell'ambiente finanziario, ambiente favorevole – potere

AREA AMMINISTRATIVA: RILEVAZIONE	Determinanti una scelta di quotazione
Esigenze informative	<ul style="list-style-type: none"> – valorizzazione del risultato e remunerazione – trasparenza – confrontabilità delle performance – consenso e collaborazione – garanzia di stabilità e qualità – immagine e fiducia

Tabella 2 – *Le tensioni aziendali e l'operazione di quotazione*

La quotazione vista come possibile soluzione ad un insieme di tensioni aziendali ha portato all'individuazione di uno schema di analisi della situazione aziendale ante quotazione al fine di cogliere i complessi e molteplici fattori che possono condurre alla scelta stessa. L'interesse così si incentra sull'analisi della situazione aziendale antecedente in relazione ad una situazione differente che si desidera ottenere attraverso la scelta di quotazione.

Il divario tra le due situazioni può fornire una chiave di lettura articolata, sistemica e dinamica dei fattori determinanti una scelta di quotazione da parte del soggetto economico d'impresa, che richiede peraltro alcune precisazioni.

Innanzitutto, l'importanza di analizzare assieme le tensioni gestionali, organizzative e rilevative è connessa al fatto che una scelta di quotazione deve tener conto delle rilevanti interdipendenze che possono esservi tra le diverse esigenze. Questo fa sì che un'operazione di quotazione venga scelta dal soggetto economico in relazione alla capacità di soddisfare non solo le esigenze di natura finanziaria ma anche le più ampie problematiche gestionali e le correlate questioni organizzative e rilevative.

Se da una parte questo rende meno agevole l'individuazione di fattori determinanti una scelta di quotazione, dall'altra permette di arricchire le motivazioni individuate e di approntare un'analisi più coerente con la complessità delle realtà aziendali.

In secondo luogo è necessario osservare come le motivazioni per cui un'impresa può quotarsi non possano trovare determinazione esaustiva ed univoca.

Non esaustiva in quanto le determinanti riportate nello schema rappresentano solamente alcune delle possibili tensioni che possono motivare il soggetto economico ad una scelta di quotazione.

Non univoca in quanto le motivazioni singolarmente considerate possono muovere il soggetto economico a scelte differenti dalla quotazione.

L'intento della tabella è quindi quello di offrire uno schema logico funzionale sia al riordino delle differenti motivazioni individuate in letteratura, sia all'individuazione di nuovi e differenti

fattori determinanti una scelta di quotazione alla luce di un particolare quadro teorico di riferimento.

Il riferimento ad una realtà aziendale in divenire impone infatti la necessità di adeguare e arricchire continuamente le motivazioni alla base di una scelta di quotazione in relazione alle mutate esigenze organizzative, gestionali e rilevative connesse all'attività dell'impresa e dell'ambiente in cui la stessa opera.

Tale schema pertanto può offrire un particolare contributo allo studio delle determinanti una scelta di quotazione in borsa da parte del soggetto economico in quanto:

- non presenta un elenco delle differenti cause possibili di una scelta di quotazione, bensì l'insieme articolato delle esigenze provenienti dalla gestione, organizzazione e rilevazione, che la condizionano;
- l'approfondimento delle correlazioni tra le differenti tensioni permette di non cadere nell'errore di affermare l'esistenza di una sola motivazione per una scelta di quotazione, sia essa di natura finanziaria, strategica o informativa, e di riconoscere invece la presenza di un insieme di fattori la cui articolata composizione in un dato momento della vita dell'impresa definisce i presupposti di una scelta di quotazione;
- permette di approfondire le cause gestionali, organizzative e rilevative anche in relazione a decisioni di *delisting* o di mancata quotazione. Non vi sono, infatti, solo gli elevati costi diretti ed indiretti alla base di una rinuncia al mercato finanziario da parte delle imprese, bensì è necessario guardare anche alle dinamiche gestionali, organizzative e rilevative che caratterizzano l'impresa stessa.

Nell'ambito di un percorso di ricerca che intende indagare i fattori determinanti una decisione di quotazione in borsa, lo schema delineato rappresenta una tappa intermedia obbligata che deve la sua importanza alla funzione di sintesi delle principali ipotesi guida e di punto di partenza per l'implementazione dell'indagine empirica. Lo schema pertanto potrà subire modifi-

che in seguito alla verifica con la realtà dinamica degli andamenti e comportamenti delle imprese, nell'intento ultimo di elaborare un modello generale di sintesi².

² Cfr. FERRARIS FRANCESCHI R. (a cura di), *Il modello della ricerca*, in Collana di Studi e Ricerche – Il Modello Aziendale italiano, Giuffrè, Milano, 1990, pag. XIII e seguenti.

BIBLIOGRAFIA

- ABELL D.F., *Defining the Business: The starting point of strategic planning*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1980 (trad. it. *Business e scelte aziendali*, Ippsoa, Milano, 1986).
- , *Managing With Dual Strategies. Amstering the present, preempting the future*, The Free Press, New York, 1993 (trad. it. *Strategia duale. Dominare il presente, anticipare il futuro*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1994).
- AIFI – PRICEWATERHOUSECOOPER, *Guida pratica al capitale di rischio*, 2000.
- , *Quotarsi in borsa – la scelta, la preparazione e la procedura alla luce delle nuove regole*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999.
- AIROLDI G., *Modelli di capitalismo e modelli d'impresa*, in *Economia & Management*, n. 2, 1993.
- , *Assetti istituzionali e assetti organizzativi*, in Costa G., Nacamulli R.C.D., *Manuale di Organizzazione Aziendale*, vol.I, Utet, Torino, 1996.
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *Lezioni di economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1989.
- ALBERTI G.B., *Finanziamento e forma giuridica dell'azienda*, Isedi, Torino, 1977.
- , *Il capitale proprio nelle imprese industriali*, Giuffrè, 1982.
- , *L'evoluzione dell'impresa*, Cedam, Padova, 1997.
- , *Elementi di Economia Aziendale – dalla gestione al bilancio*, Cedam, Padova, 2002.
- AMADUZZI A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1963.
- , *Il sistema informativo aziendale nei suoi caratteri fondamentali*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 1973.
- , *Economia aziendale. Principi e procedure*, Cacucci, Bari, 1982.
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2001.
- ANDREWS K., *The concept of Corporate Strategy*, Irwin, Homewood, 1971.
- ANSOFF I.H., *Corporate Strategies*, Mc Graw Hill, New York, 1965 (trad.it. *Strategia aziendale*, Etas Kompass, Milano, 1968).
- , *Implanting strategic management*, Prentice Hall, 1984.

- ARCHIBALD R.D., *Project Management. La gestione di progetti e programmi complessi*, Franco Angeli, Milano, 1987.
- ARDEMANI E., *L'autofinanziamento. Nell'economia dell'impresa e la sua misurazione*, Marzorati, Milano, 1958.
- , *L'impresa – L'economia delle imprese* Vol.I, 3° ed., Giuffrè, Milano, 1989.
- ARROW K.J., *Scelte sociali e valori individuali*, Etas, Milano, 1977.
- BALDINI M., MIOLA A., NERI A., *Lavorare per progetti : project management e processi progettuali*, Milano, Angeli, 1992; BORSA ITALIANA, *Linee Guida per la redazione della relazione in materia di corporate governance*, emanate in data 14 marzo 2002.
- BANDETTINI A., *Responsabilità sociali dell'azienda e bilancio di esercizio*, in AA. VV., *Scritti in onore di Pietro Onida, Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1981.
- BARCA F. E ALTRI, *Aspetti proprietari e mercato delle imprese*, Vol.I. - *Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane*, Il Mulino, Bologna, 1994.
- BARNARD C.I., *Le funzioni del dirigente. Organizzazione e direzione*, Utet, Torino, 1986.
- BARNEY J.B., *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, in *Journal of Management*, vol.17, n.1, 1991.
- BARNEY J.B., OUCHI W.G., *Organizational Economics*, Jossey- Bass, 1986.
- BELCREDI M., GUALTIERI P., *Gli effetti della quotazione: un'indagine empirica sulle società entrate in borsa nel periodo 1985-1990*, in *Banche e Banchieri*, n.2, 1995.
- BERETTA S., *La comunicazione volontaria: opportunità e limiti*, Preliminary Draft presentato al XII Seminario di Studio “La comunicazione economica con gli stakeholder: tra l'obbligatorio e il volontario”, Bressanone 29-30 settembre 2003.
- BERLE A., MEANS G., *The Modern Corporation and private property*, New York, 1932.
- BERRETTI C., DI MASSA F., FARINA A., ORSINI E., PELLIZZONI E., *Attività, tempi e costi del processo di quotazione*, Borsa Italiana Spa, Milano, 2002.
- BERTINI U., *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, 1990.
- , *Il sistema aziendale delle idee*, in “Scritti in onore di Carlo Masini, Tomo I- Istituzioni di economia d'azienda”, Egea, Milano, 1993.
- , *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, 1995, 3° ed.,
- BIANCHI T., *L'autofinanziamento*, Giuffrè, Milano, 1963.
- Borsa 2002 – Rapporto ref.irs sul mercato azionario*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002.
- BORSA ITALIANA, *Quotarsi in borsa*, gennaio 2001.

- BOSCHETTI C., LIPPARINI A., *Il vantaggio competitivo nella prospettiva resource-based tra controllo e combinazione di risorse*, in LIPPARINI A. (a cura di), *Le competenze organizzative*, Carocci, Roma, 1998.
- BROGLIA A., *La concettualità dell'azienda per la consapevole creazione di valore*, Giappichelli Editore, Torino, 2001.
- BRUGGER G., *La funzione finanziaria nell'impresa*, Franco Angeli, Milano, 1979.
- BRUNETTI G., *Evoluzione e recenti tendenze di sviluppo della finanza aziendale*, in Atti del Seminario Nazionale svoltosi a Cagliari su "L'evoluzione della Finanza Aziendale", Clueb, Bologna, 1984.
- , *Banche e imprese del Nord Est: un rapporto in evoluzione*, in Banco Ambrosiano Veneto (a cura di), *Nord est. Fattori di competitività*, Il Mulino, Bologna, 1996.
- , *Il controllo di gestione in condizioni ambientali perturbate*, Franco Angeli, Milano, 1989.
- BRUNI G., *Contabilità per l'alta direzione*, Etas, Milano, 1999, 2° edizione.
- , *Capitalizzazione economica e finanziaria delle società quotate: convergenze e discrasie*, Società Cattolica di Assicurazione, Verona, settembre 2002.
- BUTTIGNON F., *La strategia aziendale e il valore economico del capitale*, Cedam, Padova, 1990.
- CAFFERATA R., *La famiglia, la proprietà e il controllo nell'amministrazione dell'azienda minore*, in "Scritti in onore di Carlo Masini, Tomo I- Istituzioni di economia d'azienda", Egea, 1993.
- CAMPEDELLI B., *Il piano d'impresa*, Giappichelli, Torino, 2001.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*, Utet, Torino, 2002.
- , *Diritto Commerciale, 1, diritto dell'impresa*, Utet, Torino, 1988.
- CANZIANI A., *La strategia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1984.
- , *Relazione*, in "Strategie e politiche aziendali", Clueb, Bologna, 1989.
- CAPALDO P., *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1967.
- , *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1968.
- CAPASSO A., *Economia e finanza delle Acquisizioni aziendali*, Cedam, Padova, 1990.
- CAPRIO L., *Vitalità e capitale di rischio e crescita delle imprese italiane*, in *Vitalità del capitale di rischio e fattori di sviluppo delle piccole e medie aziende*, AIDEA, Bologna, 1996.
- CARAMIELLO C., *L'equilibrio economico della gestione. Alcune riflessioni sulla proiezione nel tempo prospettico*, in *Scritti in onore di Carlo Masini – Istituzioni di Economia d'azienda, Tomo I*, Egea, Milano, 1993.
- CARLESÌ L., TERZI V., TORTORICI V., *Una Corporate Governance per crescere*, in *La Valutazione delle aziende*, Finanza e Valore, Milano, n. 23, 2001.
- CASANOVA M., *Impresa e azienda*, in *Trattato di Diritto civile italiano diretto da F. Vassalli*, 1974.

- CASSIA L., D'ADAMO M., PALEARI S., *Le quotazioni e le diverse categorie di investitori: chi guadagna?*, In *Analisi Giuridica dell'Economia*, n.1, Il Mulino, Bologna, 2002.
- CATTANEO M., *Economia delle aziende di produzione*, Etas, Milano, 1969.
- , *L'impresa all'inizio degli anni novanta*, in A.A. V.V., *Scritti in onore di Carlo Masini*, Tomo I, Istituzioni di Economia d'azienda, 1993.
- , *Finanza aziendale. Il capitale circolante netto*, Utet, Torino, 1998.
- , *Manuale di finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1999.
- CATTURI G., *Riflessioni sull'autofinanziamento come fattore di crescita delle imprese*, in *Scritti in onore di D. Amodeo – Saggi di Ragioneria e di Economia Aziendale*, Cedam, Padova, 1987.
- , *L'azienda universale, L'idea forza, la morfologia e la fisiologia*, Cedam, Padova, 2003
- CECCHERELLI A., *Economia aziendale e amministrazione delle imprese*, Firenze, 1948.
- CESARINI F., GUALTIERI P., *La Borsa*, Il Mulino, Bologna, 2001.
- CHANDLER A.D. *Strategy and Structure*, Mit Press, Cambridge, 1962.
- CODA V., *Introduzione alle valutazioni dei capitali economici di impresa*, Giuffrè, Milano, 1963.
- , *Il capitale economico d'impresa*, in CODA V., FRATTINI G., *Valutazioni di bilancio*, Libreria Universitaria Editrice, Venezia, 1978.
- , *L'analisi delle relazioni causa-effetto nel governo delle imprese*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n.2, 1983.
- , *La valutazione della formula imprenditoriale*, in *Sviluppo e Organizzazione*, marzo aprile, 1984.
- , *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1988.
- COLOMBO G.E., *L'azienda e il mercato* in *Trattato di Diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Cedam, Padova, 1979.
- COMOLI M., *I sistemi di controllo interno nella corporate governance*, Egea, Milano, 2002.
- COMPAGNO C. (a cura di), *Piccole e medie imprese in transizione – Una comparazione internazionale*, Utet, Torino, 2003.
- CORBELLA S., *Il sistema di controllo interno*, in CORBELLA S., PECCHIARI N. (curatori), *Internal Auditing. Aspetti di struttura e di processo*. I risultati di una ricerca empirica, Egea, Milano, 1999.
- , *Il sistema di controllo interno: una rivisitazione nella prospettiva dell'attività di auditing*, in *RIREA*, n.5 e 6, 2000.
- CORTICELLI R., *La dimensione dell'azienda sotto il profilo economico*, in
- CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano, 1997.
- COSTA G., *Economia e direzione delle risorse umane*, Utet, Torino, 1990.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, 2000.
- Codice di Autodisciplina*, ed. rivisitata - luglio 2002, Giuffrè, Milano, 2002.

- COTTINO G., *Diritto commerciale*, Cedam, Padova, 1986.
- DALLOCCIO M., *Finanza d'azienda*, Egea, Milano, 1995.
- D'ATRI A., *La rilevanza dei fini delle persone in azienda e il concetto di soggetto economico*, in "Scritti in onore di Carlo Masini, Tomo I – Istituzioni di Economia d'azienda", Egea, Milano, 1993.
- DE ANGELI S., *Il finanziamento esterno delle imprese attraverso il credito bancario e parabancario*, Utet, 1986.
- DELLA BELLA C., *Riapprovazioni di bilancio e fiducia degli investitori: il ruolo della qualità della informativa degli emittenti*, in *La Valutazione delle aziende*, Milano, Riv. Trim., n.27, dicembre 2002.
- DELL'AMORE V., *Economia delle aziende di credito*, Vol.I, Giuffrè, Milano, 1965.
- DESSY A., *Il finanziamento a medio termine della piccola e media impresa*, Giuffrè, Milano, 1987.
- DESSY A., GERVASONI A., VENDER J., *Le piccole e medie imprese ed il capitale di rischio*, Egea, Milano, 1989.
- DE BONO E., *Tactics: the art and science of success*, 1984.
- DE LEO F., *Ripensare l'impresa come piattaforma di conoscenze*, in *Economia & Management*, n.4, 1995.
- D'IPPOLITO T., *L'avviamento*, Abbaco, Roma, 1963.
- DONNA G., *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1992.
- , *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Bari, 1999.
- DRUCKER P.F., *The Practice of Management*, Harper & Row, New York, 1956.
- DUBINI P., *L'evoluzione dell'economia aziendale di fronte al dinamismo d'impresa e d'ambiente*, in "Scritti in onore di Carlo Masini, Tomo I – Istituzioni di Economia d'azienda", Egea, Milano, 1993.
- EMINENTE G., *Pianificazione e gestione strategica dell'impresa*, Il Mulino, Bologna, 1981.
- FACCIPIERI S., *Concorrenza dinamica e strategie d'impresa*, Cedam, Padova, 1988.
- FAMA E.F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in "Journal of Law, Economics & Organization", n.26, 1980.
- FAMA E.F., JENSEN M.C., *Separation of Ownership and Control*, in Barney J.B., Ouchi W.G., *op. cit.*, 1986, pag. 283 e 284.
- FAMA E.F., MILLER M.H., *The Theory of Finance*, New York, Holt, Rinehart and Winston, 1972.
- FERRARINI G., *Sollecitazione del pubblico risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Vol.X, Torino, 1993.
- FERRARIS FRANCESCHI R. (a cura di), *Il modello della ricerca*, in *Collana di Studi e Ricerche – Il Modello Aziendale italiano*, Giuffrè, Milano, 1990.
- FERRERO G., *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1963.

- , *La valutazione economica del capitale d'impresa*, 1966.
- , *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1968.
- , *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, 1980.
- , *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981.
- FERRI G., *Manuale di Diritto Commerciale*, Utet, Torino, 1991.
- FORRESTER J.W., *Principles of System*, Wright Allen Press, 1968 (trad. it. *I principi dei sistemi*, Etas Kompass, Milano, 1974).
- FUMAGALLI T., *L'ammissione di strumenti finanziari alla quotazione ufficiale in Borsa nella disciplina del regolamento dei mercati organizzati*, in *Il nuovo management*, Franco Angeli, Milano, n.3/2000.
- GABROVEC MEI O., *Economia, etica e valori d'impresa*, in *Scritti in onore di C. Masini, op. cit.*, 1993.
- GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, II, Tomo I, Cedam, Padova, 1990.
- , *Il nuovo Diritto Societario*, in *Trattato di Diritto commerciale e di Diritto pubblico dell'Economia*, Vol.XXIX, Cedam, Padova, 2003.
- GALLETTI D., *Il recesso nelle società di capitali*, *Quaderno di giurisprudenza commerciale*, n.214, Giuffrè, Milano, 2000.
- GALLINARO S., *Teorie del controllo*, Franco Angeli, Milano, 1990.
- GIANNESI E., *Il Kreislauf tra costi e prezzi*, Cursi, Pisa, 1958.
- , *Le aziende di produzione originaria*, Vol. I: *Le aziende agricole*, C.Cursi, Pisa, 1960.
- GIANNESI E., *L'equazione del fabbisogno di finanziamento*, Giuffrè, Milano, 1982.
- GRANDORI A., *L'organizzazione delle attività economiche*, Il Mulino, Bologna, 1995, pag. 74.
- GRANT R.M., *Contemporary Strategy Analysis. Concepts, Techniques, Applications*, Blackwell, Oxford, 1991 (trad.it. *L'analisi strategica nella gestione aziendale*, Il Mulino, 1994).
- GUATRI L. (a cura di), *Trattato di Economia delle aziende industriali*, Egea, Milano, 1988.
- , *La valutazione delle aziende: teoria e pratica a confronto*, Egea, Milano, 1990.
- , *La teoria di creazione del valore. Una Via Europea*, Egea, Milano, 1991.
- , MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992.
- , VICARI S., *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto. Creazione di valore in diversi contesti*, Egea, Milano, 1994.
- GUISSO L., TERLIZZESE D., *Economia dell'incertezza e dell'informazione*, Milano, 1994.
- HAMEL G., *Competition for competence and Inter-partner learning within International Strategic Alliances*, in *Strategic Management Journal*, vol.12, 1991.
- , PRAHALAD C.K., *Strategic Intent*, in *Harvard Business Review*, May-June 1989.

- , PRAHALAD C.K., *Core Competencies*, in Harvard Business Review, vol.68, n.3, 1990.
- HAX A. C., MAJLUF N.S., *The Strategy Concept and Process: a pragmatic Approach*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1991 (trad. it., *La gestione strategica dell'impresa*, Edizioni scientifiche Italiane, Napoli, 1991).
- HINTERHUBER A., *Dallo shareholder allo stakeholder value management. Esperienze e riflessioni*, in La valutazione delle aziende, Finanza e Valore, Milano, n.18, 2000.
- HOFER C.W., SCHENDEL D., *Strategy formulation: Analytical Concepts*, West Publishing Company, 1978, (trad. it., *La formulazione della strategia aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1984).
- HUBERMAN G., *A simple Approach to Arbitrage Pricing Theory*, n. 28, 1982.
- INVERNIZZI G., *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, Mc Graw Hill, 1999.
- , CORTESI A., RUSSO P., *Gestione strategica d'impresa*, Egea, Milano, 1994
- ITAMI H., *Mobilizing Invisible Assets*, 1987 (trad. it. *Le risorse invisibili*, Isedi, Torino, 1988).
- JENKINSON T., MAYER C., *Hostile Takeover. Defence, Attack and Corporate Governance*, Mc Graw Hill, 1994.
- JENSEN M.C., *Organization Theory and Metodology*, in Accounting Review, 1983.
- , *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, in American Economic Review, Vol.76, n. 2, 1986.
- , *Takeover: Folklore and Science*, in Hoffman J. Moore, Business Ethics, Mc Graw Hill, 1990.
- , MECKLING W. H., *Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in Journal of Financial Economics, III, 1976.
- , MECKLING W.H., *Theory of the Firm: managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in BARNEY J.B., OUCHI W.G., *Organizational Economics*, Jossey- Bass, 1986.
- , RUBACK R., *The market for Corporate Control. The Scientific Evidence*, in Journal of Financial Economics, 11, 1983 pag.6”, Melis A., *op. cit.*, 1999.
- JOVENITTI P., *Osservazioni in tema di valutazione di azienda ai fini della quotazione di borsa*, in “Scritti in onore di Ugo Caprara”, Vallardi, Milano, 1975.
- , *L'operazione di finanza straordinaria*, in Trattato di Economia delle Aziende Industriali, Tomo II, Egea, Milano, 1988.
- , *Finanza mobiliare*, Egea, Milano, 1994.
- , *Strategie mobiliari per la continuità e la successione d'impresa*, Egea, Milano, 1998.
- KERZNER H., *Project management. A system approach to planning, scheduling and controlling*, Van Nostrand, 1979.

- KOONTZ H., O'DONNELL C., *Principles of Management*, McGraw Hill, New York, 1968.
- KOTLER P., *Marketing Management: Analysis, Planning and Control*, Prentice – Hall, New York, 1984.
- KREPS D.M., *Corso di microeconomia*, Bologna, 1993.
- LEVINTHAL D., *A survey of agency models of organizations*, in *Journal of Economic Behavior and Organization*, n.9, 1988.
- LEVITT T., *Exploit the product life cycle*, in *Harvard Business Review*, nov.-dic., 1965.
- LINEE GUIDA per la redazione della relazione in materia di corporate governance, Borsa Italiana, 14.03.2002.
- LIVIAN M., *Valutazioni.com*, Egea, Milano, 2000.
- LOCK D., *Project management*, Great Britain, Gower, 3° edizione, 1984.
- LORENZONI G., *L'architettura di sviluppo delle imprese minori*, Il Mulino, Bologna, 1990.
- MANNE H., *Mergers and the market for Corporate Control*, in *Journal of Political Economy*, n.73, 1965.
- MANZONETTO P., *Il prospetto informativo*, in CATTANEO M., CESARINI F., COLOMBO G.E., MARCHETTI P., RUOZI R., *L'ammissione alla quotazione di borsa*, Milano, Vita e Pensiero, 1988.
- MARCH J.G., SIMON H.A., *Organizations*, Wiley, New York, 1958.
- MARTELLI A., *La strategia*, in Costa G., Nacamulli R.C.D. (a cura di), *Manuale di Organizzazione Aziendale*, Vol.2, Utet, Torino, 1997.
- MASINI C., *Il dinamismo moderno e l'osservazione quantitativa di azienda*, Giuffrè, Milano, 1964.
- , *Lavoro e risparmio. Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1979.
- MASSARI M., *Le politiche finanziarie aziendali*, in *Trattato di Economia delle Aziende Industriali*, (a cura di Guatri), Tomo III, Egea, Milano, 1988.
- MAKSIMOVIC V., PICHLER P., *Technological Innovation and Initial Public Offerings*, in *Review of Financial Studies*, Vol.14, n.2,
- MAZZA G., *Gestione e responsabilità aziendale*, in “*Scritti in onore di Carlo Masini – Tomo I – Istituzioni di economia d'azienda*”, Egea, Milano, 1993
- MAZZA G., *Problemi di assiologia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981;
- MAZZOLA P., *La diagnosi strategica nella gestione dell'impresa*, Egea, Milano, 1996.
- MELIS A., *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, 1999.
- MELLA P., *Lineamenti di economia aziendale*, Isdaf, Pavia, 1988;
- METALLO G., PENCARELLI T., *I circuiti finanziari tra localismi e globalizzazione. Verso un'integrazione*, Giuffrè, Milano, 1995.
- MINTZBERG H., *Structure in Fives. Designing Effective Organizations*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1983 (trad. it. *La progettazione dell'organizzazione aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1985).

- MINTZBERG H., *The Rise and Fall of Strategic Planning*, Prentice Hall International, Hertfordshire, 1994 (trad.it. *Ascesa e declino della pianificazione strategica*, Isedi, Torino, 1996).
- , WATERS, J.A., *Of Strategies, Deliberate and Emergent*, in *Strategic Management Journal*, Vol.6, 1985 (trad. it. *La formazione della strategia*, in *Problemi di gestione*, n.10, 1987).
- MIOLO VITALI P., *Obiettivi di impresa, motivazioni imprenditoriali e sistema decisionale*, Giappichelli, Torino, 1993.
- MODIGLIANI F., MILLER M.H., *The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, n.48, 3, 1958
- ., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction*, in *American Economic Review*, n. 53, 3, 1963
- MOMENTÉ F., *Finanza d'affari e sviluppo d'impresa*, Egea, Milano, 2000.
- MONTI M., ONADO M., *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Il Mulino, Bologna, 1989.
- MYERS C.S. *The Capital Structure Puzzle*, in *Journal of Finance*, Luglio, 1984.
- , *Still searching for optimal capital structure*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1993.
- , MAJLUF N.S., *Corporate financing and investment decisions when firm have information that investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, n. 13, 1985.
- MURDOCK R.G., *Nature of Planning and Plans*, in *Advanced Management Journal*, vol.30,n.4., 1965.
- NACAMULLI R.C.D., RUGIADINI A. (a cura di), *Organizzazione e Mercato*, Il Mulino, Bologna, 1985.
- NELSON R.R., *Why do Firms differ and How Does it matter?*, in “*Fundamental Issues in Strategy*”, Harvard Business School Press, Cambridge, 1994.
- NOBILI R., *Le clausole di gradimento*, in *Rivista Soc.*, 1990.
- NORMANN R., *Management for Growth*, John Wiley & Sons, 1977 (trad. it. *Le condizioni di sviluppo dell'impresa*, Etas, Milano, 1979).
- OLIVOTTO L., *La valutazione economica dell'impresa*, Cedam, Padova, 1983;
- ONIDA P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1968.
- OUCHI W.G., *Markets, Bureaucracies and Clans*, in *Administrative Science Quarterly*, n.25.
- PAGANELLI O., *Il sistema aziendale*, Clueb, Bologna, 1977.
- , *Valutazione delle aziende: principi e procedimenti*, Utet, Torino, 1990.
- PALMA A., *La funzione economica e sociale dell'impresa e il ruolo dell'imprenditore*, in “*Scritti in onore di Carlo Masini, Tomo I – Istituzioni di economia d'azienda*”, Egea, Milano, 1993.
- PANATI G., GOLINELLI G.M., *Tecnica economica industriale e commerciale. Imprese strategiche e management*, Nis, Roma, 1990.
- PASCALE R.T., ATHOS A.G., *The art of Japanese Management: Applications for American Executives*, Simon & Schuster, New York, 1981.

- PENROSE E., *Facteurs, conditions et mécanismes de la croissance*, Ed. Hommes et Techniques, 1961.
- PERRINI F., *Le società di rating*, in CORVI E., *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano, 1997.
- , *Capitale di rischio e mercati per le piccole e medie imprese. Metodologie e canali di accesso al capitale per lo sviluppo*, Egea, Milano, 1998.
- , *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana – evidenze empiriche delle pmi*, Egea, Milano, 1999 (a).
- , *Creare valore per gli azionisti attraverso le quotazioni in Borsa. Alcune evidenze empiriche*, in *La valutazione delle aziende*, Finanza e Valore, Milano, n.14, settembre 1999 (b).
- , *I vantaggi aziendali e per gli azionisti della quotazione delle imprese alla Borsa Italiana: una valutazione del periodo 1995-2001*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n.1, Il Mulino, Bologna, 2002.
- PETER T.J., WATERMAN R.H., *In search of Excellence. Lessons from America's Best-Run Companies*, Harper & Row, New York, 1982.
- PILOTI L., *Teoria dell'Agenzia e teoria dell'impresa*, in *Sviluppo e Organizzazione*, n. 136, marzo – aprile, 1993.
- PIVATO S., *Introduzione*, in Perrini F., *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana – evidenze empiriche delle pmi*, Egea, Milano, 1999.
- , GILARDONI A., PERRINI F., *Progetto per la realizzazione di una rete Nazionale Telematica di Mercati Mobiliari Locali. Un mercato mobiliare per le piccole e medie imprese*, Milano, 1994.
- POCHETTI G., *Finanza aziendale*, Utet, Torino, 2001.
- PORTER M. E., *Competitive Strategy: Techniques for analyzing Industries and Competitors*, The Free Press, New York, 1980 (trad. it. *La strategia competitiva*, Clueb, Bologna, 1982).
- , *Competitive Advantage. Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, New York, 1985, (trad. it. *Il vantaggio competitivo*, Ed. Comunità, 1987).
- , *Competition in Global Industries*, Harvard Business School Press, Boston, 1986 (trad. it. *Competizione globale*, Isedi, Torino, 1987).
- PROTOCOLLO di Autonomia per le società di gestione del risparmio, 2001.
- QUATRARO B., D'AMORA S., ISRAEL R., QUATRARO G., *Trattato teorico pratico delle operazioni sul capitale*, 2° edizione, Tomo II, Giuffrè, Milano, 2001.
- QUINN J.B., *Formulating strategy one step at a time*, *Journal of Business Strategy*, 1981.
- RAPPAPORT A., *Creating Shareholder Value: the new Standard for business performance*, The Free Press, New York, 1986 (trad. it. *La strategia del valore*, Franco Angeli, Milano, 1989).
- REED R., DE FILIPPI R.J., *Causal Ambiguity, Barriers to Imitation, and Sustainable Competitive Advantage*, in *Academic of Management Review*, Vol.15, n.1, 1990.

- RESCIGNO P. (a cura di) *Codice civile*, Giuffrè, Milano, 1994, 2° edizione.
- RIPARBELLI A., *Il contributo della ragioneria nell'analisi dei dissesti aziendali*, Stab. Grafici Vallecchi, Firenze, 1950.
- RISPOLI M., *Le strategie*, in "L'impresa industriale. Economia e Management", (a cura di Rispoli), Il Mulino, Bologna, 1984.
- , *Per un approccio storico allo studio dell'impresa*, in *Economia e Politica Industriale*, n.46, 1985.
- RIZZOTTI D., *Informazione e sistemi contabili*, Cedam, Padova, 1997.
- ROSS S., WESTERFIELD R.W., JAFFE J.F., *Corporate finance*, Homewood, Irwin, 1996, (trad. italiana *Finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1997).
- ROGERS E.M., *The diffusion of Innovation*, free Press, New York, 1962.
- ROSS S.A., *The Economic theory of agency: the principal's problem*, in *American Economic Review*, vol.62, n.2, 1973.
- SARACENO P., *La produzione industriale*, Libreria Universitaria Editrice, Venezia, 1978.
- SCHILLACI C.E., *Management e Proprietà*, Giappichelli, Torino, 1997.
- SCHUMPETER J.A., *Capitalismo, socialismo, democrazia*, Edizioni Comunità, Milano, 1955.
- SCIARELLI M., *Processo decisionale e valutazione strategica*, Cedam, Padova, 1996.
- SCIARELLI S., *Il sistema d'impresa*, Cedam, Padova, 1985.
- SHARPE W., *Investments*, Prentice-Hall, London, 1985.
- SIMON H. A., *Administrative Behaviour*, MacMillan, New York, 1947 (trad. it. *Il comportamento amministrativo*, Il Mulino, Bologna, 1958).
- , *Una teoria formale della relazione di impiego*, in *Causalità, razionalità, organizzazione*, Il Mulino, Bologna, 1985.
- SOLOMON E., *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1972.
- TAGI G., *Finanza aziendale*, Utet, Torino, 1994.
- TEDESCHI G.U., *Le disposizioni generali sull'azienda* in *Trattato di Diritto Privato*, diretto da P. Rescigno, Utet, Torino, 1983.
- TEECE D.J., *Economic analysis and strategic management*, in *California Management Review*, XXVI, n.3, 1984.
- TRACOGNA, A., *Risorse strategiche e vantaggio competitivo*, Libreria Goliardica, Trieste, 1996.
- TREQUATTRINI R., *Economia aziendale e nuovi modelli di corporate governance: esperienze a confronto*, Giappichelli, Torino, 1999.
- VIGANÒ E., *La natura del valore economico del capitale d'impresa e le sue applicazioni*, Giannini, Napoli, 1967.
- VOLPATO O., *Per una ridefinizione dell'approccio strategico. Il ciclo di trasformazione del settore*, in *Economia e politica industriale*, n.26, 1980.
- , *Diversificate caratteristiche del management a seconda dei tipi di impresa e delle contingenze strategiche*, in "Saggi di Ragioneria e di Economia Aziendale – Scritti in onore di Domenico Amodeo", Cedam, Padova, 1987.

- , *I fondamenti delle strategie d'impresa nell'opera di Gino Zappa visti alla luce delle evoluzioni in corso*, in "Strategie e politiche aziendali", Clueb, Bologna, 1989.
- , *Per una corretta lettura delle problematiche strategiche*, introduzione all'edizione italiana di HAX A.C., *Alla guida del futuro*, Ipsoa, Milano, 1989.
- , *L'elaborazione della strategia*, in Volpato G. (a cura di), *La gestione dell'impresa*, Cedam, Padova, 1996.
- WEBER M., *Economia e società*, Ed. Comunità, Milano, 1968.
- WEICK K.E., *I sostituti della strategia d'impresa*, in Teece D.J. (a cura di), *La sfida competitiva*, Mc Graw Hill, Milano, 1989.
- WESTON J.F., BRIGHAM E., *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1974.
- ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, II Edizione, Giappichelli, Torino, 1994.
- ZAPPA G., *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano, 1927.
- , *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1950.
- , *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Volume I, Giuffrè, Milano, 1957.