

Economia e Gestione delle Imprese

Dipartimento di Management



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

I rapporti tra i sistemi impresa e finanziario

5.1 Considerazioni introduttive

5.2 La qualificazione in chiave vitale del sistema finanziario

5.3 Dal rapporto intersistemico alle relazioni tra componenti

5.4 Ruolo, significato e modelli organizzativi del trasferimento di risorse finanziarie

5.5 La dinamica evolutiva del sistema finanziario, tra integrazione di sistemi nazionali, internazionalizzazione de-gli intermediari e globalizzazione dei mercati

5.5.1 Il progressivo compimento dei sistemi finanziari nazionali

5.5.2 La globalizzazione della finanza e i suoi riflessi sul compimento del sistema finanziario

5.5.3 Per un sistema finanziario su scala globale qualificato da compiutezza e vitalità superiori

5.6 Il profilo rischio-rendimento quale modello di analisi del rapporto tra sistema impresa e sistema finanziario

5.6.1 Dal rischio sotteso all'attività di finanziamento al profilo rischio-rendimento quale «ponte» relazionale tra i sistemi finanziario e impresa

5.6.2 Il legame tra rischio e rendimento: l'ottica dell'intermediario finanziario e dell'impresa

5.1. Considerazioni introduttive

Perché occuparsi del sovrasisistema finanziario?

- Le problematiche di carattere finanziario rivestono pregnante rilievo ai fini dell'azione di governo dell'impresa.

Il comporsi nel tempo della dimensione reale e finanziaria nel sistema impresa è condizione determinante per la sopravvivenza dell'impresa (vedere anche i capitoli VIII e IX)

- Logica del rischio: il sistema finanziario

ha nel rischio il proprio fondamentale criterio guida nella veicolazione di risorse finanziarie dalle unità in surplus a quelle in deficit finanziario

ha il merito storico di aver favorito l'affermazione della cultura tra gli operatori anche non finanziari (famiglie, imprese, pubbliche amministrazioni ecc.)

5.1. Considerazioni introduttive

- La qualificazione del «mondo della finanza» in chiave sistemico vitale è interessante per:
 - comprendere la natura di sistema del complesso degli operatori finanziari (banche, altri intermediari finanziari in senso stretto, compagnie assicurative, investitori istituzionali, mercati finanziari, operatori informativi rilevanti nelle transazioni finanziarie ecc.) e degli organismi deputati al loro indirizzo, coordinamento e controllo (comitati interministeriali, banche centrali, autorità di vigilanza ecc.)
 - evidenziare che le tendenze evolutive ed i mutamenti nella struttura e nell'operatività del sistema finanziario non sono stati privi di effetti sulle sue prospettive di stabilità e, quindi, sull'azione del suo organo di governo. Ne consegue l'adozione di regole tese ad incentivare il corretto ed efficace funzionamento complessivo del sistema finanziario, ponendo attenzione alla tutela dei risparmiatori e ai rapporti con gli operatori a cui trasferire le risorse finanziarie (ad es: le aziende).

5.1. Considerazioni introduttive

- Il sistema finanziario, rispetto al sistema impresa:
 - esercita *ex ante* attese e pressioni
 - *ex post*, svolge una continua attività di monitoraggio del percorso evolutivo aziendale

Variegate sono le impostazioni a base del processo di pressione-monitoraggio-intervento sull'impresa alla cui realizzazione è deputato il sistema finanziario:

- migliorare la *corporate governance*
- suggerire e facilitare processi di riposizionamento e/o sviluppo
- migliorare gli assetti e le *performance* finanziarie

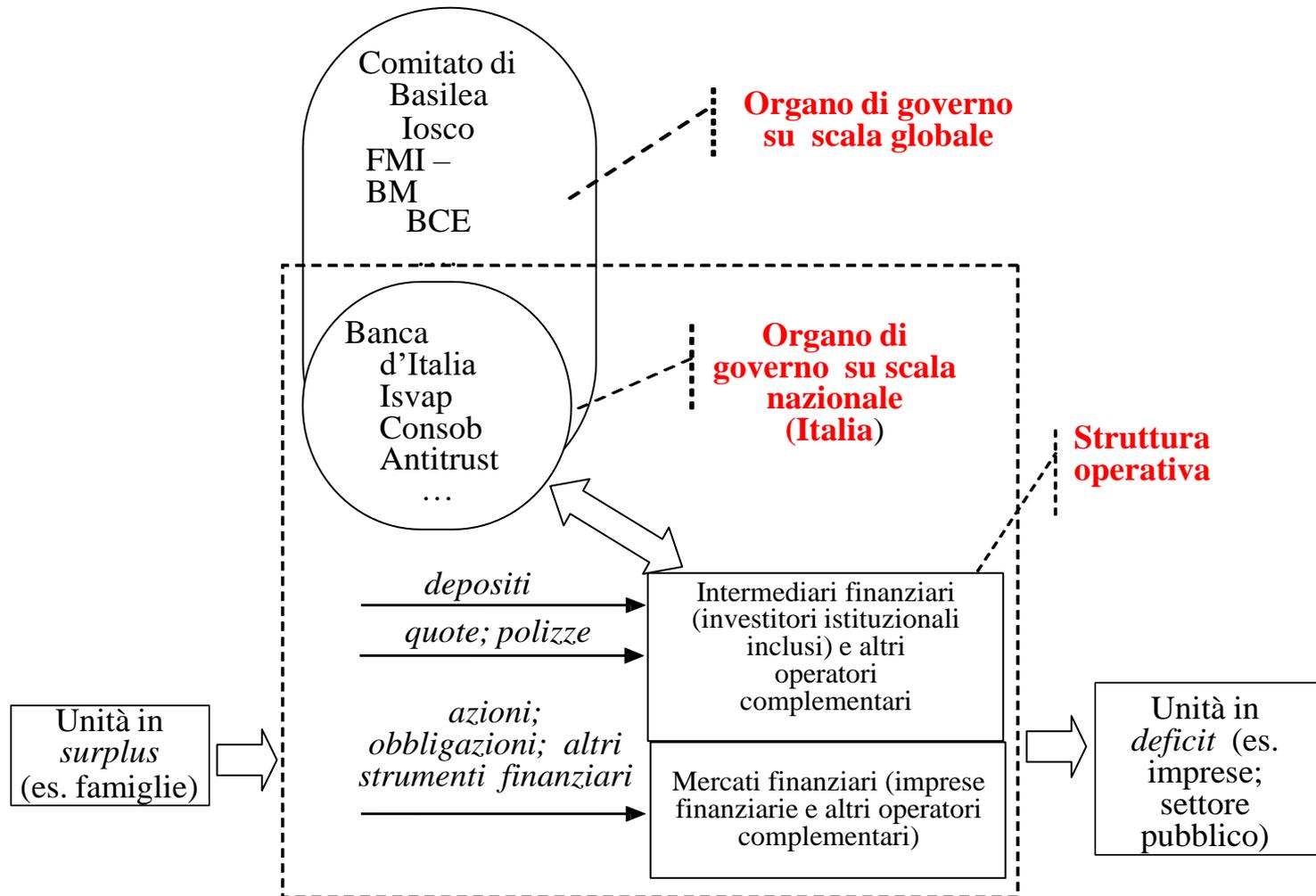
Tali pressioni vengono esercitate secondo diverse modalità:

- incontrando frequentemente i dirigenti
- richiedendo maggiori informazioni sui piani societari
- stimolando modificazioni nella struttura e *performance* migliori
- sollecitando il cambiamento dei *manager*
- richiedendo consigli di amministrazione più forti e indipendenti

5.2. La qualificazione in chiave vitale del sistema finanziario

- Sistema finanziario è di ordine L+1 rispetto all'impresa
- Finalità sistemica: sopravvivenza
 - nel sovrasistema finanziario, la sopravvivenza si traduce nella capacità a realizzare il processo di intermediazione finanziaria (collegamento tra unità in *surplus* e unità in *deficit*), perseguendo condizioni di efficienza ma, al contempo, prevenendo e contrastando l'instabilità
- Isotropia (organo di governo e struttura operativa)
 - nel sistema finanziario, si riscontra un organo di governo (pur molto articolato e complesso) ed una struttura di operativa fatta di operatori finanziari tra loro interdipendenti ma soggetti a regole comuni

5.2. La qualificazione in chiave vitale del sistema finanziario



5.2. La qualificazione in chiave vitale del sistema finanziario

- Organo di governo assai composito, articolato e complesso, in quanto costituito da molteplici istituzioni ed organizzazioni che, oltretutto a livelli geografici differenti, svolgono azioni di indirizzo, coordinamento e controllo del sistema
 - **a livello internazionale**, la regia del sistema finanziario è connessa all'attività di importanti organismi, come il Forum per la Stabilità Finanziaria, il Comitato di Basilea delle Banche Centrali, l'Organizzazione Mondiale delle Autorità di Vigilanza sui Mercati Finanziari (Iosco), la Banca Mondiale (BM) e il Fondo Monetario Internazionale (Fmi)
 - **a livello comunitario**, invece, istituzioni di significativo rilievo sono la Banca centrale europea (Bce), il Sistema europeo delle banche centrali (Sebc) ed il Comitato Europeo dei Supervisor di Compagnie Assicuratrici e dei Fondi Pensione (Ceios)
 - **a livello nazionale**, infine, figurano la Banca d'Italia, l'Isvap, la Consob, l'Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato ecc.

5.2. La qualificazione in chiave vitale del sistema finanziario

Struttura operativa anch'essa composita.

Macro-distinzione tra:

- **intermediazione finanziaria tradizionale**: un operatore finanziario più o meno specializzato interviene direttamente nel trasferimento di fondi dalle unità in surplus a quelle in deficit assumendo specifici obblighi, rischi e diritti;
- **mercati finanziari, più o meno regolamentati**: scambio diretto di risorse finanziarie tra risparmiatori e prenditori di fondi.

I flussi finanziari vengono incanalati attraverso due modalità principali:

- Il canale indiretto o *bank based* (intermediazione per lo più bancaria) è prevalente nel capitalismo di Europa continentale e Giappone;
- Il canale diretto o *market based* (il mercato di borsa in particolare) è dominante nel capitalismo dei paesi anglosassoni.

5.2. La qualificazione in chiave vitale del sistema finanziario

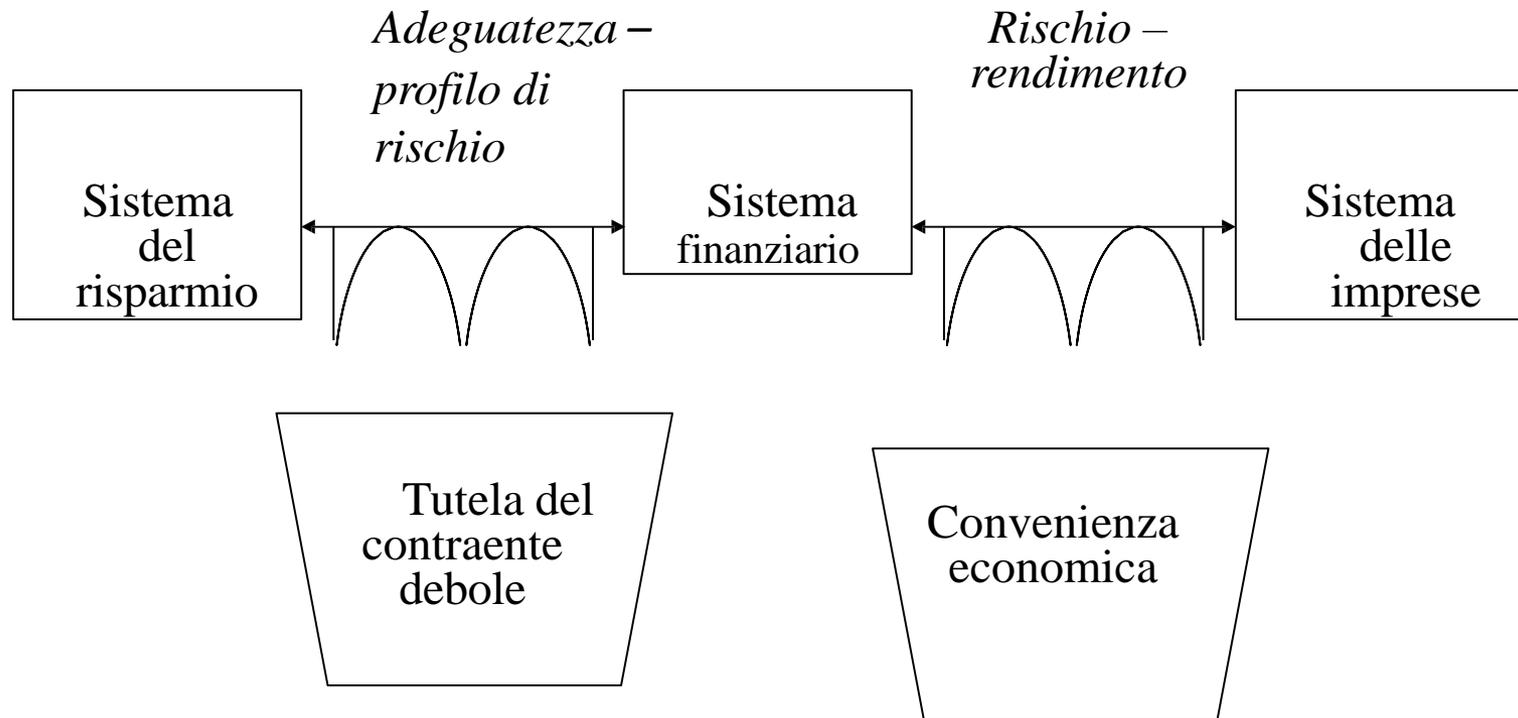
- In realtà, le componenti della struttura operativa sono assai variegata e comprendono, tra l'altro:
 - **intermediari finanziari tradizionali** (banche, compagnie assicurative, fondi comuni d'investimento mobiliare e/o immobiliare, società di gestione del risparmio, ecc.)
 - **operatori attivi tipicamente sui mercati finanziari regolamentati** (società di gestione delle borse valori, agenti di cambio, promotori finanziari ecc.)
 - **operatori finanziari attivi sia come intermediari finanziari sia sui mercati finanziari** (investitori istituzionali)
 - **operatori «informativi» e non finanziari** (come agenzie di *rating*, società di revisione, società di consulenza direzionale, analisti ed *advisor* finanziari ecc.) che svolgono un ruolo complementare ma necessario ai fini dell'effettuazione degli scambi finanziari

5.2. La qualificazione in chiave vitale del sistema finanziario

- Entità esterne dell'ambiente/contesto con cui il sistema finanziario si relaziona:
 - unità in *surplus* finanziario: tipicamente (ma non sempre) le famiglie
 - unità in *deficit* finanziario: tipicamente (ma non sempre) imprese e pubbliche amministrazioni
- Prodotti in cui si concreta l'attività (output del sistema):
 - strumenti finanziari (o attività finanziarie) utilizzati per effettuare il trasferimento di fondi tra unità in *surplus* ed in *deficit*. Tali strumenti «rappresentano un rapporto di debito/credito fra le parti in causa (o di partecipazione nel caso delle azioni) e sono il frutto di un contratto che disciplina gli impegni e i diritti reciproci»
- Relazioni tra:
 - organo di governo e struttura operativa del sistema finanziario
 - componenti della struttura operativa
 - componenti della struttura fisica e componenti dell'ambiente/contesto
- Regole e vincoli che presiedono alla trasmissione degli indirizzi dall'OdG alla SO del sistema finanziario e all'attività tra operatori finanziari ed unità in surplus o deficit finanziario.
 - principi (come il binomio rischio-rendimento, di cui si dirà oltre) ed impostazioni (come le norme di vigilanza bancaria o i contratti bancari)

5.2. La qualificazione in chiave vitale del sistema finanziario

Le relazioni tra impresa, sistema finanziario e risparmio sono veicolate da appositi «ponti» che rappresentano concetti riassuntivi degli aspetti e delle variabili che qualificano le relazioni.



5.3. Dal rapporto intersistemico alle relazioni tra componenti

- La qualità del rapporto tra sistema finanziario e delle imprese si basa su:
 - **esigenza di efficienza** (sotto i profili del tempo, del costo e della varietà dei prodotti resi disponibili) nel trasferimento all'impresa di risorse finanziarie critiche per il suo sviluppo
 - **esigenza di stabilità nel tempo** propria del sistema finanziario (preservazione di condizioni fiduciarie a base degli scambi finanziari)
 - esigenze, di carattere più generale, connesse **all'«istituzionalizzazione» del sistema finanziario**, cui viene attribuito il compito di supportare la crescita e lo sviluppo economico della collettività, assicurando anzitutto la corretta allocazione delle risorse finanziarie in vista del loro più proficuo utilizzo in un quadro di scarsità

5.3. Dal rapporto intersistemico alle relazioni tra componenti

- Rilevanza del sovrasisistema finanziario nel rapporto sia con il sistema impresa sia con i risparmiatori
 - Criticità del rapporto: centralità della risorsa finanziaria per il funzionamento dell'impresa nelle moderne economie, nelle quali il capitale finanziario assolve ad una funzione insostituibile e propulsiva
 - Influenza del sistema finanziario: capacità degli operatori finanziari di condizionare il rapporto con l'impresa nel corso della sua dinamica (soprattutto in relazione alle conoscenze tecnico-specialistiche e dei linguaggi, ed alle relazioni contrattuali, sempre più complesse e qualificate dalla possibilità degli operatori finanziari di variare alcune condizioni del rapporto, anche dopo la sua attivazione)

5.4. Ruolo, significato e modelli organizzativi del trasferimento di risorse finanziarie

- Ruolo della negoziazione e dei contratti nel funzionamento del sistema finanziario:
 - Il processo di riequilibrio tra le posizioni di surplus e quelle in deficit si compie tramite **transazioni finanziarie** che si realizzano con impostazioni contrattuali diverse, attraverso le quali vengono specificate le condizioni, le modalità, i diritti e gli obblighi delle parti connesse allo scambio nel tempo di risorse finanziarie
 - il contratto può essere negoziato direttamente tra risparmiatore e prenditore di risorse finanziarie ovvero può essere la risultante dell'attività di una serie più o meno lunga di soggetti ai quali vengono delegate una o più funzioni connesse con la predisposizione, gestione e conclusione della transazione

5.4. Ruolo, significato e modelli organizzativi del trasferimento di risorse finanziarie

Confronto tra sistemi finanziari *bank-based* e *market-based*

- Nei sistemi *bank-based*:
 - la proprietà delle imprese è altamente concentrata
 - le relazioni tra banche e imprese si sviluppano in un'ottica di lungo periodo
 - il numero delle imprese quotate in borsa è relativamente modesto in rapporto alle potenzialità del tessuto produttivo
 - le banche svolgono un ruolo significativo nella configurazione degli assetti proprietari e nel controllo delle imprese, costituendo, al tempo stesso, la principale fonte di finanziamento a medio e lungo termine per gli investimenti
- Nei sistemi *market-based*:
 - la proprietà delle imprese si caratterizza per l'azionariato diffuso
 - le relazioni tra banche e imprese sono improntate al breve periodo
 - il numero delle imprese quotate in borsa è rilevante in rapporto alla struttura industriale
 - i mercati sono in grado di esercitare il controllo sulla *performance* delle imprese e quindi sulla capacità del *management*, collegando, seppure attraverso l'intervento degli operatori professionali, domanda e offerta di fondi

5.4. Ruolo, significato e modelli organizzativi del trasferimento di risorse finanziarie

Pro e contro dei due modelli:

- il modello *bank-based* o «bancocentrico»:
 - è tendenzialmente più cauto nell'analisi dei progetti di investimento
 - è disponibile a sostenere le imprese nei momenti di crisi, anche derogando alle impostazioni a base della valutazione del merito creditizio
- il modello *market-based*:
 - è più funzionale a consentire la raccolta diretta di mezzi finanziari da parte delle imprese
 - è più soggetto a *shock* e instabilità, perché:
 - le imprese possono avere maggiore discrezionalità nelle decisioni di aumento dell'indebitamento e del grado di utilizzo della leva finanziaria rispetto a quanto avviene in un sistema bancocentrico
 - raccogliendo risorse attraverso il collocamento di strumenti finanziari, il rischio d'impresa può essere trasferito dagli operatori finanziari a famiglie o investitori non soggetti a controlli di stabilità

5.4. Ruolo, significato e modelli organizzativi del trasferimento di risorse finanziarie

- La distinzione tra i due modelli ricordati sembra peraltro perdere progressivamente di significato, anche per il continuo processo di integrazione dei sistemi finanziari su scala globale
- L'efficiente allocazione delle risorse finanziarie dipende da rapporti di complementarietà, non alternative, tra banche e mercati finanziari
- Con riferimento all'Italia, dall'inizio degli anni '90, la struttura operativa del sistema finanziario è stata protagonista di un processo di trasformazione ampio e profondo, volto a integrare le caratteristiche di un sistema bancocentrico, che lo hanno qualificato nel secolo passato, con i connotati di un sistema più orientato al mercato, in vista di renderlo più rispondente alla crescente competizione internazionale

5.5. La dinamica evolutiva del sistema finanziario, tra integrazione di sistemi nazionali, internazionalizzazione degli intermediari e globalizzazione dei mercati

- La dinamica evolutiva del sistema finanziario può essere ancora analizzata ponendo attenzione alle dimensioni locale (o nazionale) e sovranazionale
- Due momenti evolutivi salienti:
 - fase I: progressivo compimento del sistema finanziario considerato a livello di singolo Stato nazionale
 - fase II: graduale emergere di un sistema finanziario globale

5.5.1. Il progressivo compimento dei sistemi finanziari nazionali

- Fase I
 - Nei singoli ambiti nazionali (specie occidentali), si formano sistemi finanziari vieppiù internamente governati e coordinati. Ciò significa che:
 - il compimento dell'organo di governo a livello nazionale è piuttosto elevato e crescente nel tempo (rafforzamento delle istituzioni deputate allo svolgimento delle azioni di indirizzo, coordinamento e controllo)
 - il compimento della struttura operativa è significativo e crescente nel tempo (migliore imprenditorialità delle singole componenti; omogeneità di condotta e connessione tra componenti operative via via maggiori)
 - il compimento dell'organo di governo e quello della struttura operativa sono, a livello nazionale, piuttosto bilanciati

5.5.2. La globalizzazione della finanza e i suoi riflessi sul compimento del sistema finanziario

- Fase II

- La graduale integrazione dei sistemi finanziari nazionali, a livello sia di struttura operativa (prima) che di organo di governo (poi), conduce all'emergere di un sistema finanziario su scala sopranazionale
- Pur frutto dell'integrazione di sistemi nazionali in gran parte assai compiuti, esso palesa un grado di compimento ben più debole e meno equilibrato
- Per comprendere bene caratteri e dinamica di questo sistema finanziario internazionale, giova affrontare prima la questione di ordine generale su dinamica ed esito dell'integrazione di due o più sistemi vitali con vario grado di compimento

5.5.2. La globalizzazione della finanza e i suoi riflessi sul compimento del sistema finanziario

- Il crescente compimento in passato registrato nel rispettivo ambito nazionale da ciascun sistema finanziario è legato a condizioni più o meno differenti da Paese a Paese
- Stabilire se il sistema finanziario globale abbia organo di governo e struttura operativa più o meno compiuti rispetto alle corrispondenti entità nei sistemi finanziari nazionali può essere arduo; più evidente è, invece, il fatto che l'organo di governo, a livello globale, sia al momento meno compiuto della corrispondente struttura operativa su scala sovranazionale
- Ciò perché le istituzioni sovranazionali di regolazione, pur numerose e oggetto di processi di crescente coordinamento, sono espressione di autorità nazionali ancora non adeguatamente convergenti tra di loro, soprattutto per i motivi storici e culturali predetti
- La struttura operativa globale si è invece ben organizzata e sviluppata, consentendo ai singoli operatori di acquisire a livello internazionale opportunità imprenditoriali e gradi di discrezionalità addirittura superiori a quanto prima possibile in ambito nazionale

5.5.3. Per un sistema finanziario su scala globale qualificato da compiutezza e vitalità superiori

Per replicare su scala sovranazionale il grado di compimento del sistema finanziario raggiunto in passato in ambito nazionale, è necessario:

- accrescere la compiutezza della componente deputata al governo del sistema
- condizionare i processi di auto-organizzazione della struttura operativa verso maggiore compatibilità tra interessi individuali e finalità del complessivo sistema.

Al riguardo, sembra emergere un prevalente orientamento verso il:

- » ridisegno delle autorità di indirizzo e vigilanza
- » rinnovamento e rafforzamento della regolamentazione— maggiore collaborazione e sinergia con l'organo di governo.
- » promuovere un ritorno ai valori e alle responsabilità individuali delle singole componenti

5.5.3. Per un sistema finanziario su scala globale qualificato da compiutezza e vitalità superiori

- in definitiva, leva dei valori e delle responsabilità individuali delle componenti operative assume una valenza decisiva, forse superiore a quella del maggiore compimento dell'organo di governo, perché:
 - la complessità del sistema finanziario globale (un «sistema di sistemi») è assai elevata e in continua evoluzione, per cui è difficile che emerga un organo di governo così definito ed efficace come in sistemi, pur complessi, meno instabili (es. la singola impresa)
 - l'incremento di numero e/o severità delle regole può risultare inefficace, sino a favorire distorsioni o ulteriori opportunismi nella struttura operativa
- due possibili sentieri evolutivi, anche complementari, tesi a rendere più bilanciato il compimento su scala globale di organo di governo e struttura operativa del sistema finanziario:
 - sentiero *top-down*: maggiore capacità di regolazione dell'organo di governo
 - sentiero *bottom-up*: processi di virtuosa auto-organizzazione delle componenti operative, con investimenti e linee d'azione che privilegino le dotazioni culturali e valoriali piuttosto che le capacità computazionali dei singoli operatori

5.6.1. Dal rischio sotteso all'attività di finanziamento al profilo rischio-rendimento quale «ponte» relazionale tra i sistemi finanziario e impresa

- L'attività di intermediazione finanziaria, in particolare relativa al trasferimento di risorse finanziarie all'impresa, unità in *deficit*, si caratterizza per un contenuto di rischio
- Il binomio rischio-rendimento si pone come anello di congiunzione tra finanza e gestione d'impresa, rappresentando, da un lato, un'idea forte della finanza moderna, fondamento della teoria del valore, e, dall'altro, la sintesi ultima della *performance* di impresa
- Presupposto concettuale di questo «ponte» relazionale è che esista una relazione positiva tra rischio e rendimento per chi opera decisioni d'investimento. Ciò in base a due ipotesi:
 - *l'avversione al rischio dei managers*
 - *l'accettazione del fatto che «a parità di condizioni (e quindi del rischio) i decisori aziendali preferiscono ritorni maggiori. Analogamente, a parità di altre condizioni (e quindi dei ritorni attesi) i decisori preferiscono rischi minori. L'attrattività, quindi, di un'alternativa è connessa positivamente al rendimento atteso e negativamente al rischio atteso»*

5.6.2. Il legame tra rischio e rendimento: l'ottica dell'intermediario finanziario e dell'impresa

- Relazione tra rendimento mediamente atteso (E) e rischio (espresso dallo scarto quadratico medio σ):

$$E = f(\sigma)$$

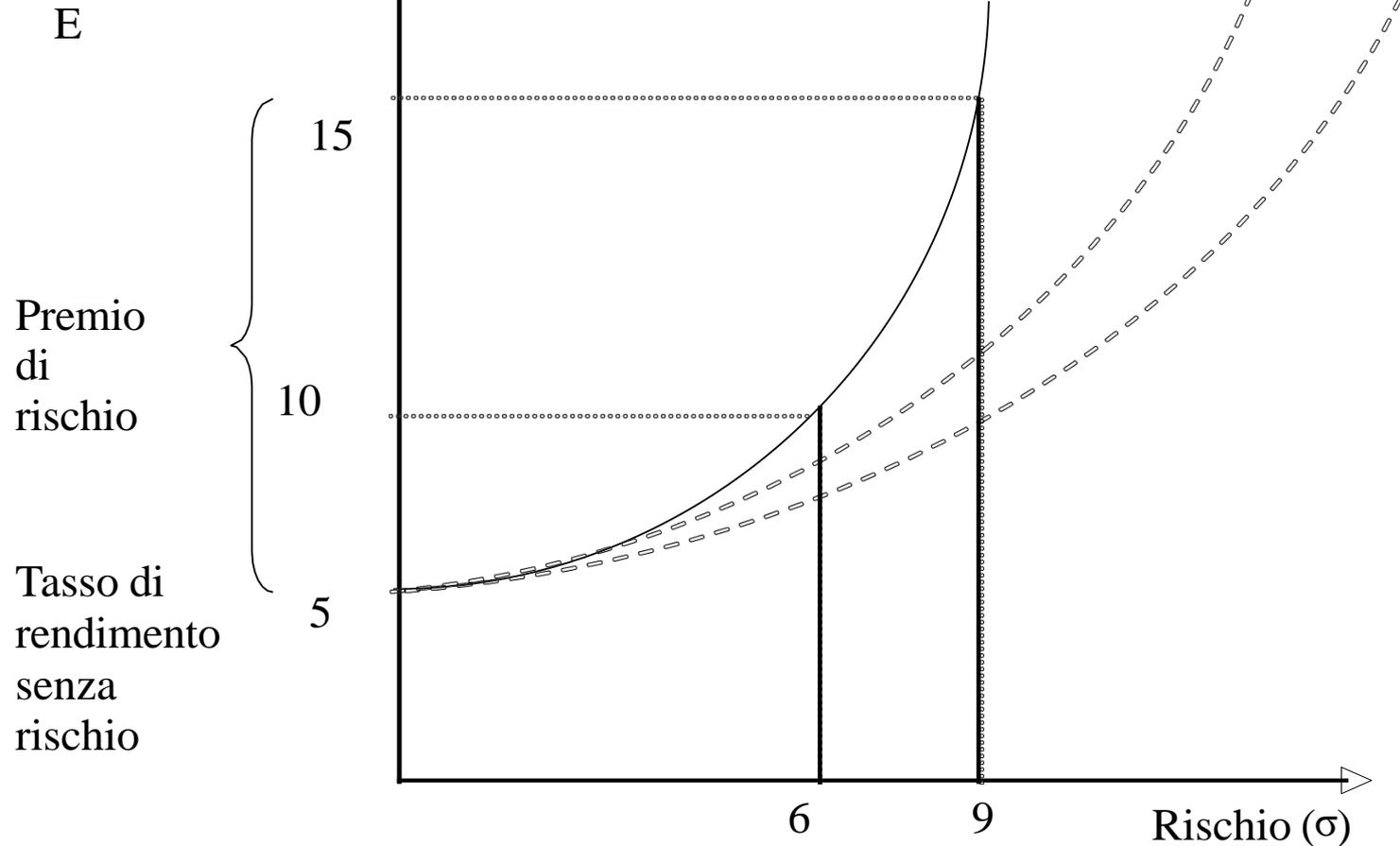
- Le ipotesi assunte consentono infatti di rilevare che:
 - da un lato, gli investitori chiedono tassi di rendimento crescenti al crescere del rischio
 - dall'altro, le imprese tendono a realizzare investimenti rischiosi solo in presenza di rendimenti adeguati
- La relazione rischio-rendimento, vista nell'ottica del finanziatore, può così essere definita come curva d'indifferenza di mercato, nel senso che la banca (o altro intermediario finanziario), entro un certo spazio di rischio, connesso al suo ruolo nell'ambito del sistema e all'azione di indirizzo e controllo dell'organo di governo, è sostanzialmente indifferente, rispetto a un'attività priva di rischio con un tasso di rendimento ad esempio del 5%, a un'attività moderatamente rischiosa con un tasso di rendimento atteso del 7% e a un'attività molto rischiosa con un rendimento previsto del 15%

5.6.2. Il legame tra rischio e rendimento: l'ottica dell'intermediario finanziario e dell'impresa

- Nell'ottica del sistema impresa, la relazione è vista come profilo di equilibrio tra rischio e rendimento, nel senso che l'organo di governo, nelle scelte inerenti al progetto di sviluppo della propria impresa che determinano il tasso di rendimento e il grado di rischio del progetto stesso, deve considerare che il rapporto con il sistema finanziario si baserà sull'equilibrio tra rischio e rendimento anche in presenza di impostazioni progettuali caratterizzate da elevati contenuti di rischio, purché i rendimenti attesi, valutati in base alla probabilità soggettiva dell'investitore, si qualifichino adeguati
- E ricordando che la probabilità soggettiva rappresenta, in buona sostanza, il grado di fiducia nella possibilità del verificarsi del saggio di rendimento atteso, appare evidente il ruolo che riveste, nel processo decisionale dell'investitore, la storia delle relazioni con l'impresa, la coerenza nel tempo dell'azione di indirizzo dell'organo di governo al mantenimento degli impegni assunti

5.6.2. Il legame tra rischio e rendimento: l'ottica dell'intermediario finanziario e dell'impresa

Tasso di rendimento richiesto o previsto (%)



5.6.2. Il legame tra rischio e rendimento: l'ottica dell'intermediario finanziario e dell'impresa

- Pendenza crescente della curva:
 - in ragione dell'avversione al rischio, l'investitore richiede incrementi del rendimento atteso via via più intensi al crescere del rischio percepito
 - una pendenza molto elevata indica che, per molti investitori, esiste una soglia di rischio insuperabile, oltre la quale nessun premio per il rischio pare remunerativo
 - la possibilità di veicolare i rapporti tra sistema finanziario e impresa sul ponte rappresentato dal profilo rischio-rendimento trova un limite. Oltre una certa entità di rischio, cessa la ricordata disponibilità del sistema finanziario a finanziare attività che si caratterizzano per rendimenti crescenti all'aumentare del rischio

5.6.2. Il legame tra rischio e rendimento: l'ottica dell'intermediario finanziario e dell'impresa

- Presenza di curve diverse (nel grafico precedente):
 - in uno stesso tempo T , le molteplici curve rischio-rendimento indicano che il sistema finanziario è costituito da un insieme di operatori che presentano profili di rischio-rendimento diversi tra loro (= differente propensione al rischio)
 - in un un intervallo di tempo ΔT , le molteplici curve rischio-rendimento indicano l'evoluzione nel tempo della propensione del complessivo sistema (quindi degli operatori finanziari appartenenti alle variegate classi) a finanziare progetti d'investimenti con rischiosità via via crescente
- La dinamica in ΔT del profilo rischio-rendimento è dovuta a:
 - costante sviluppo da parte degli operatori di nuovi e sempre più sofisticati strumenti per il finanziamento degli investimenti delle imprese
 - nascita e sviluppo di nuovi operatori il cui specifico contesto di operatività è la gestione di progetti di investimento caratterizzati da un elevato profilo di rischio (fondi di *venture capital* e di *private equity* ecc.)
 - generalizzata crescita della cultura finanziaria degli investitori e, in particolare, della cultura del rischio e del suo governo