

Collana di finanza aziendale
della Sapienza – Università di Roma
Finanza condizionata e teoria del valore

•26•

Direttore

Giovanni PALOMBA

Comitato scientifico

Francesco COLOMBI

Amedeo DE CESARI

Alessandro GENNARO

Carmelo INTRISANO

Alberto MANELLI

COLLANA DI FINANZA AZIENDALE DELLA SAPIENZA – UNIVERSITÀ DI ROMA
FINANZA CONDIZIONATA E TEORIA DEL VALORE

La collana affronta le questioni di sostanza e di forma che animano il dibattito scientifico sul ruolo della finanza aziendale nell'attuale economia globalizzata e sugli approcci più idonei a svilupparne il progresso, per introdurre il tema del pensiero condizionato quale modalità conoscitiva tipica del presente e posta perennemente in bilico tra la riflessione oggettiva, applicabile al passato, e quella soggettiva, appropriata al futuro. Pertanto la disciplina in oggetto deve configurarsi quale finanza condizionata. In tale quadro si prospetta un nuovo, più evoluto rapporto tra responsabilità e valore, secondo una concezione dell'impresa quale sistema vitale "esistente". Questo dinamismo non solo fornisce la base logica per una teoria dell'ordine dei mercati, ma consente di comprendere il brusco cambio di coordinate che può generare imprevedibili spostamenti dall'una all'altra situazione di mercato, evidenziando che nella realtà la regola è il cambiamento, mentre l'eccezione è l'equilibrio.

Classificazione Decimale Dewey:

338.9 (23.) SVILUPPO ECONOMICO

GIOVANNI PALOMBA
ALESSANDRO GENNARO

RESILIENZA DELLE IMPRESE IN EPOCHE EMERGENZIALI

LETTERATURA ED EVIDENZE EMPIRICHE





ISBN
979-12-218-2456-8

PRIMA EDIZIONE
ROMA 28 DICEMBRE 2025

Nell'economia convenzionale, quando si modifica qualche assunto – ovvero nel caso di una cosiddetta “perturbazione” –, quando si cambia un parametro o quando si rende aleatorio un parametro in precedenza considerato fisso e stabile dalla teoria, quasi tutte le idee principali (e anche un piccolo numero di quelle meno importanti) non funzionano più.

NASSIM NICHOLAS TALEB, *Robustezza e fragilità*

INDICE

- 11 *Introduzione*
 di Giovanni Palomba
- 13 Capitolo I
 Inquadramento della ricerca
 di Giovanni Palomba
 1.1. Shock esogeni e pandemia, 13 – 1.2. Situazioni emergenziali e prospettive di analisi, 15.
- 17 Capitolo II
 Incertezza, shock esogeni e resilienza aziendale
 di Alessandro Gennaro
 2.1. Incertezza, adattamento e resilienza, 18 – 2.2. Manifestazioni e misure della resilienza aziendale, 23 – 2.3. Implementare la resilienza aziendale: vecchi e nuovi paradigmi, 28 – 2.4. Resilienza aziendale e resilienza finanziaria: prime considerazioni, 31.
- 37 Capitolo III
 La resilienza aziendale nella letteratura accademica
 di Giovanni Palomba
 3.1. Review della letteratura, 38 – 3.2. Resilienza, general management e funzioni aziendali, 45 – 3.3. Resilienza in epoche emergenziali, 48 – 3.4. Possibili misure della resilienza aziendale, 51 .
- 57 Capitolo IV
 Resilienza aziendale e *financial management*
 di Alessandro Gennaro
 4.1. Resilienza, flessibilità finanziaria e politiche di finanziamento, 58 – 4.2. Resilienza e flessibilità finanziaria, 63 – 4.3. Resilienza, risk management e strategie di copertura, 66 – 4.4. Contesti emergenziali e politiche finanziarie ottimali, 70.

10	<i>Indice</i>
75	Capitolo V Prime evidenze empiriche <i>di Giovanni Palomba</i> 5.1. Dati e metodologia, 75 – 5.2. Analisi e discussione dei risultati, 77 – 5.3. Conclusioni e limitazioni dell'analisi, 90.
93	<i>Bibliografia</i>

INTRODUZIONE¹

Le analisi e le conclusioni presentate nel volume si inquadrano nell'ambito del progetto di ricerca coordinato dal Prof. Giovanni Palomba dal titolo "Sostenibilità dei modelli di business e concessione del credito in epoche emergenziali", avviato nel 2021 grazie all'assegnazione di fondi di Ateneo per la ricerca.

Gli obiettivi che la ricerca intendeva raggiungere sono sintetizzabili nei seguenti: individuazione dei fattori esplicativi della capacità delle imprese adattarsi e superare situazioni emergenziali; definizione di modelli evoluti per l'apprezzamento della resilienza dei modelli di business, sia ai fini della concessione di credito alle imprese che di stima del loro valore economico. Il volume presenta quindi gli studi condotti dagli Autori sulla resilienza aziendale, qualità essenziale per la sopravvivenza e lo sviluppo delle imprese in epoche definite "emergenziali".

Il concetto di resilienza è ben noto nella letteratura scientifica: origina dall'ecologia, ma ha trovato applicazione in campi diversi, che spaziano dalla psicologia all'ingegneria all'economia, stimolando spesso ricerche basate su approcci multidisciplinari. In ambito economico, è stata utilizzata sia nell'analisi macroeconomica sia in quella microeconomica; in ambito manageriale, la resilienza è associata alla capacità delle imprese di adattarsi ai mutamenti del contesto, rivedendo strategie competitive, assetti organizzativi, processi produttivi e logistici, politiche e strutture finanziarie. È stato talora utilizzato il parallelismo tra resilienza umana e aziendale: come gli individui mostrano una scarsa o elevata propensione ad affrontare e superare le avversità, così le imprese si dimostrano più o meno capaci di continuare a operare e prosperare di fronte a mutamenti improvvisi del contesto.

Le principali domande di ricerca che guidano le riflessioni e le analisi presentate nel volume sono le seguenti:

¹ Di Giovanni Palomba

- Perché alcune imprese riescono a superare gli shock esogeni mentre altre falliscono? Cosa permette ad alcune di resistere, adattarsi e continuare ad operare nonostante le crisi sistemiche? Cosa le distingue dalle altre?
- Cosa esprime esattamente il concetto di resilienza aziendale? È una qualità aziendale misurabile, con quali indicatori?
- Quali sono le caratteristiche *firm-specific* o i fattori ambientali che spiegano la resilienza finanziaria?

L'obiettivo perseguito dagli Autori è duplice: delineare una definizione di resilienza finanziaria che consenta la sua misurazione e l'identificazione dei fattori (aziendali o ambientali) esplicativi; eseguire analisi e confronti tra aziende, settori e Paesi al fine di verificare empiricamente la rilevanza delle caratteristiche aziendali individuate.

Il volume presenta quindi un percorso di analisi suddiviso in 5 capitoli, che approfondisce aspetti concettuali e definitivi attraverso un'ampia revisione della letteratura accademica, lega le politiche finanziarie alla necessità di realizzare imprese resilienti, fornisce alcune prime evidenze empiriche sulla resilienza delle imprese quotate italiane.

CAPITOLO I

INQUADRAMENTO DELLA RICERCA¹

La ricerca analizza la resilienza aziendale in contesti emergenziali a partire dal ruolo degli shock esogeni, assumendo come riferimento principale la crisi pandemica da COVID-19. Interpretando la pandemia come uno shock economico sistemico, la resilienza assume a fattore necessario di sopravvivenza per le imprese, divenendo così un tema centrale per studiosi, professionisti e policy maker. Da diverse prospettive e con diversi interessi, tutti sono chiamati a comprendere perché alcune imprese riescano meglio di altre ad assorbire gli effetti della crisi e a ripristinare più rapidamente livelli soddisfacenti di performance.

1.1. Shock esogeni e pandemia

L'evento pandemico può essere considerato uno shock economico, ovvero un evento che la letteratura definisce come inaspettato, esogeno (esterno al sistema) e non prevedibile, capace di alterare l'equilibrio di un'economia influenzando variabili fondamentali come il PIL, l'occupazione o l'inflazione.

Il concetto di shock si è evoluto nel tempo attraverso contributi teorici fondamentali che hanno distinto tra l'evento scatenante (impulso) e il modo in cui il sistema economico reagisce (propagazione). Si può ricordare il lavoro pionieristico degli anni 30, che ha trasformato l'idea di shock in un modello matematico. Eugen Slutsky (1927) dimostrò che la somma di eventi casuali (shock aleatori) può generare cicli regolari. La sua intuizione è che non serve una causa ciclica per avere un ciclo economico; bastano piccoli shock casuali accumulati nel tempo. Ragnar Frisch (1933) formalizzò il concetto distinguendo tra l'impulso (lo shock improvviso, come un'innovazione o una guerra) e la propagazione (la struttura dell'economia che assorbe e trasmette lo

¹ Di Giovanni Palomba

shock, come un cavallo a dondolo che continua a oscillare dopo essere stato colpito).

Guardando alla teoria macroeconomica contemporanea, dagli anni 70 in poi, la definizione di shock è diventata il cuore dei modelli di equilibrio generale. Robert Lucas Jr. (1981) introdusse l'idea che solo le componenti non anticipate delle politiche economiche (shock monetari imprevisti) hanno effetti reali sulla produzione, poiché gli agenti economici reagiscono solo a ciò che non avevano previsto. Kydland e Prescott (Real Business Cycle - RBC) spostarono l'attenzione sugli shock tecnologici (o shock dal lato dell'offerta). In questa visione, le fluttuazioni economiche sono risposte efficienti degli agenti a cambiamenti esogeni nella produttività (es. nuove invenzioni o variazioni dei prezzi delle materie prime).

La letteratura classifica gli shock in base alla direzione dell'impatto sul mercato. Gli shock di domanda colpiscono la spesa dei consumatori, gli investimenti o la spesa pubblica. John Maynard Keynes evidenziò come il crollo della fiducia (*animal spirits*) possa causare shock negativi alla domanda aggregata. Gli shock da offerta riguardano i costi di produzione o la disponibilità dei fattori produttivi. Esempio classico è lo shock petrolifero degli anni '70 (OPEC), analizzato ampiamente da autori come James Hamilton per i suoi effetti recessivi e inflattivi contemporanei (stagflazione). Gli shock finanziari sono eventi che colpiscono il sistema creditizio e la valutazione degli asset. Bernanke e Gertler (1989) spiegano come piccoli shock finanziari possano essere amplificati dall'acceleratore finanziario, portando a crisi sistemiche.

Infine, gli shock possono essere classificati come simmetrici e asimmetrici. Un filone importante riguarda l'integrazione monetaria (come l'Eurozona). Robert Mundell (Teoria delle Aree Valutarie Ottimali) definì gli shock asimmetrici come eventi che colpiscono un solo paese o regione (es. calo della domanda solo per l'auto tedesca). Se i paesi non hanno più la flessibilità del cambio, devono reagire tramite la mobilità del lavoro o i trasferimenti fiscali.

La pandemia di COVID-19 è dunque classificabile come uno shock sistemico, simmetrico per la sua diffusione ma asimmetrico per gli impatti, che ha inciso contemporaneamente sulla domanda aggregata, sulla disponibilità dei fattori produttivi, sulle variabili finanziarie. Ulteriori shock sistemici causati da eventi successivi alla crisi pandemica, come ad esempio la guerra Russo-Ucraina o quella Israelo-Palestinese,

hanno contribuito a renderlo di particolare momento. L'interesse si è riaperto non solo per gli studiosi delle discipline manageriali, ma anche per i professionisti e i consulenti che assistono le imprese, nonché i *policy maker* che devono costruire framework normativi che agevolino la resilienza aziendale.

1.2. Situazioni emergenziali e prospettiva di analisi

Sebbene il tema della resilienza sia stato già indagato in letteratura, è tornato al centro dell'attenzione dopo la crisi globale prodotta dalla diffusione del COVID-19 ad inizio 2020. Le situazioni straordinarie generate da emergenze sanitarie, così come da eventi bellici o catastrofi naturali, stimolano gli studiosi a recuperare il concetto di resilienza e a rivederlo calandolo nell'ambito di contesti emergenziali. Nel campo degli studi accademici si è posta l'esigenza di:

- data la varietà di definizioni presenti in letteratura, delineare una accezione di resilienza che renda tale qualità aziendale non solo osservabile, ma anche misurabile;
- indagare i fattori esplicativi del grado di resilienza aziendale considerando non solo assetti strategici, organizzativi, produttivi e finanziari delle imprese, ma anche la loro sostenibilità socio-ambientale;
- tracciare le possibili evoluzioni del processo di valutazione delle imprese (sia con riferimento al valore di mercato che al merito creditizio) al fine di verificare in che misura si possano integrare indicatori di resilienza.

Certamente la resilienza aziendale può essere indagata sotto diverse prospettive, definendo un campo di indagine piuttosto ampio; è dunque necessario concentrarsi su aspetti particolari assumendo una prospettiva d'indagine ben precisa: quella della *Corporate Finance*.

L'attenzione si focalizza così sulla resilienza finanziaria intesa come capacità dell'impresa di assorbire gli impatti economico-finanziari di uno shock esogeno senza perdere continuità operativa, e recuperare livelli soddisfacenti di performance in tempi ragionevoli. Non si può trascurare la rilevanza delle politiche finanziarie, che in epoche emergenziali devono garantire le risorse monetarie necessarie a proseguire

l'attività nonostante lo scenario avverso. Infatti, quando shock sistemici o settoriali rendono necessari e urgenti ripensamenti strategici e operativi, la loro attuabilità deve trovare sostegno in strategie e strutture finanziarie adeguate.

Mantenendo la prospettiva finanziaria, la resilienza può essere misurata attraverso il comportamento di alcuni indicatori di performance economico-finanziaria. Una prima misura è l'impatto subito da tali indicatori per effetto della situazione emergenziale che ne è scaturita e che si è protratta, limitandosi alla fase acuta (confinamenti e restringimenti sociali), fino a giugno del 2020. Una seconda misura si ricava dal tempo necessario alle imprese per ritornare ai livelli di performance economico-finanziaria antecedenti al manifestarsi della crisi pandemica. Applicando tali metriche, si può misurare la capacità di un'impresa di assorbire gli impatti di uno shock esogeno e recuperare solidi livelli di economicità e solvibilità. Si può inoltre valutare, in maniera coerente, la rilevanza di diverse variabili *firm-specific* nel misurare la resilienza aziendale.

CAPITOLO II

INCERTEZZA, SHOCK ESOGENI E RESILIENZA AZIENDALE¹

Nell'ambito dei fattori di incertezza che caratterizzano l'agire delle imprese, condizionandone la sopravvivenza e lo sviluppo, devono essere considerati gli shock esogeni. Da questi possono derivare modifiche profonde delle dinamiche competitive, che evidenziano l'importanza della capacità delle imprese di adattarsi, rapidamente e profittevolmente, ad un nuovo scenario. Dagli shock possono derivare anche crisi economiche su scala più o meno ampia – globali, nazionali o settoriali – o addirittura situazioni emergenziali causate da pandemie, guerre, eventi climatici estremi, ecc. In questi casi, la capacità di adattamento aziendale deve essere ancora più marcata. Le emergenze sono tali perché mettono in pericolo la salute umana e impediscono le relazioni sociali, che sono i presupposti del funzionamento di un sistema economico.

Al verificarsi di tali situazioni, il concetto di resilienza, da tempo noto in diversi campi delle scienze naturali e sociali, torna a ricevere particolare interesse anche in ambito economico. La resilienza aziendale non è soltanto capacità di adattamento profittevole, ma è ancor prima capacità di resistere agli shock assorbendo gli impatti economico-finanziari causati dai periodi emergenziali che possono scaturirne.

Le considerazioni che precedono motivano l'interesse ad approfondire il concetto di resilienza tentando di rispondere alle seguenti domande. Perché la resilienza consente alle imprese di sopravvivere in periodi di elevata incertezza superando anche situazioni emergenziali? Come si manifesta la resilienza e come è possibile misurarla? In che modo le imprese possono incrementare il proprio grado di resilienza? Le scelte di gestione finanziaria, in particolare le politiche di finanziamento, possono contribuire a implementare la resilienza aziendale?

¹ Di Alessandro Gennaro

2.1. Incertezza, adattamento e resilienza

Le iniziative imprenditoriali nascono, si strutturano e si sviluppano in condizioni di incertezza, che inevitabilmente caratterizzano il contesto in cui operano le imprese. L'agire di fattori esogeni o endogeni, sui quali imprenditori e manager hanno pochissimo o nessun controllo, rende gli esiti delle scelte aziendali prevedibili soltanto su basi probabilistiche. Il livello di incertezza può aumentare o diminuire nel tempo in quanto a fenomeni aleatori "strutturali" si aggiungono fenomeni contingenti.

L'incertezza "strutturale" è riconducibile alle dinamiche settoriali dovute all'innovazione tecnologica, e alle dinamiche sociali e ambientali legate ai cambiamenti culturali e climatici. Entrambe, negli ultimi decenni, stanno modificando le aspettative degli individui e i loro comportamenti economici, e quindi le scelte di consumo, risparmio e investimento. Le imprese devono fronteggiare tali cambiamenti adeguando continuamente i propri modelli di business, gli assetti produttivi, le scelte organizzative. Imprenditori e manager tentano di gestire l'incertezza configurando possibili scenari futuri sulla base delle informazioni disponibili, formulando previsioni economico-finanziarie prudenti e coerenti, adottando scelte strategiche e gestionali sulla base di modelli decisionali e dell'esperienza maturata.

A quelle strutturali si aggiungono ulteriori fonti di incertezza riconducibili a eventi politici, sociali e ambientali che emergono improvvisamente modificando le traiettorie evolutive dei contesti competitivi disegnate dall'innovazione tecnologica e dai cambiamenti sociali e ambientali. Tensioni geopolitiche per gli approvvigionamenti energetici o di terre rare, conflitti armati per il controllo dei territori (si pensi a quanto accade in Medio Oriente, Europa orientale o Africa centrale), eventi climatici estremi capaci di causare catastrofi naturali, epidemie e pandemie da cui scaturiscono crisi socio-sanitarie su scala regionale o globale, sono soltanto alcuni esempi di fenomeni "contingenti" che alimentano l'incertezza. Da tali fenomeni scaturiscono interventi normativi d'urgenza, cambiamenti nelle politiche economiche e monetarie, limitazioni ai trasferimenti finanziari e tecnologici, restrizioni agli investimenti internazionali, tutti fattori capaci di modificare profondamente gli equilibri competitivi cambiando repentinamente le traiettorie evolutive del contesto. Alcuni fattori di incertezza contingente sono riconducibili a quelli che in economia sono definiti shock esogeni. Uno

shock corrisponde a un turbamento profondo del sistema economico, causato da eventi inaspettati e imprevedibili che ne influenzano l'andamento in modo negativo modificando gli equilibri macroeconomici in maniera temporanea o strutturale. È definito “esogeno” proprio perché lo shock non è causato da fattori interni al sistema, ma da fattori esterni, quali ad esempio aumenti improvvisi del prezzo delle risorse produttive (petrolio, gas, energia elettrica, ecc.), eventi politici inaspettati (crisi geopolitiche, politiche tariffarie, guerre, ecc.), catastrofi naturali (alluvioni, allagamenti, ecc.), crisi sanitarie diffuse (pandemie), cambiamenti tecnologici radicali. Gli shock esogeni possono colpire la curva di domanda (determinando variazioni improvvise nei consumi o negli investimenti) e/o la curva di offerta (generando cambiamenti nella produttività, nell'economicità, nell'efficienza) espresse dall'intero sistema economico, o soltanto di alcune sue aree o settori.

Il concetto di shock esogeno è stato oggetto di numerosi studi empirici e teorici, soprattutto nell'ambito della macroeconomia e dell'analisi dei cicli economici. Kydland e Prescott (1982), considerati i padri della “macroeconomia quantitativa”, formularono la teoria dei *Real Business Cycle* secondo cui le fluttuazioni cicliche dell'economia sono principalmente causate da shock esogeni, in particolare quelli tecnologici, perché influenzano la produttività aggregata (misurata attraverso il *Total Factor Productivity*). Successivamente, Greenwood, Hercowitz e Krusell (2000) studiano gli effetti degli *investment-specific shock*, cioè shock derivanti da salti tecnologici che colpiscono la domanda di investimenti industriali in un'economia post-bellica, mostrando come questi possano spiegare una parte significativa (fino al 30%) delle fluttuazioni economiche.

Alcuni shock (guerre, pandemie, disastri naturali) possono avere rilevanza e impatti tali da generare “contesti emergenziali”, mentre altri possono essere *disruptive* senza tuttavia generare condizioni di emergenza. I primi sono quelli che destano più preoccupazione perché incidono più profondamente sulla vitalità di un sistema economico determinando in molti settori non un rallentamento, ma un'interruzione delle attività produttive che mette a rischio la sopravvivenza di molte imprese. A livello microeconomico, gli shock esogeni rilevano perché pregiudicano la sopravvivenza e lo sviluppo delle imprese, e sottolineano la rilevanza dell'adattamento organizzativo (per garantire la con-

tinuità operativa) e della flessibilità strategica (per tramutare eventi avversi in opportunità). I recenti eventi pandemici (COVID-19), bellici (guerra russo-ucraina o israelo-palestinese) e climatici (incendi in Australia, Canada e California, inondazioni in Cina, esondazioni in Italia, ecc.) inducono a riflettere su come le imprese possano prepararsi ad affrontare gli shock che generano contesti emergenziali, e a operare nell'incertezza che da essi deriva.

Quando i diversi fattori contingenti di incertezza si manifestano, spesso influenzandosi e esacerbandosi a vicenda, le informazioni risultano incomplete e insufficienti per maturare una chiara visione prospettica. L'esperienza non aiuta il processo decisionale in quanto il passato non sembra più replicabile nel futuro, e quest'ultimo diviene sempre più imperscrutabile, rendendo impossibile configurare scenari competitivi attendibili su orizzonti temporali non brevi. Come teorizzato da Simon (1955), in periodi di elevata incertezza la "razionalità limitata" spinge gli operatori economici a prendere decisioni sulla base di euristiche, ovvero regole empiriche che semplificano le analisi e le valutazioni. Le euristiche, tuttavia, in periodi di crisi economica possono condurre a scelte non ottimali dal punto di vista aziendale: imprenditori e manager tendono ad assumere decisioni tanto più difensive quanto maggiore è l'incertezza sulle possibilità e sui tempi della ripresa dell'economia. Ne conseguono una riduzione degli investimenti, il blocco delle assunzioni e la rinuncia ad entrare in nuovi mercati, ovvero decisioni comprensibili se necessarie per la sopravvivenza nel brevissimo termine, ma spesso controproducenti nel lungo termine. Agire in modo pro-ciclico ha effetti negativi sia a livello macro che micro:

- gli effetti per un sistema economico sono quelli considerati da Keynes (1936) e sintetizzati con il "paradosso del risparmio": quando gli operatori economici tagliano le spese correnti o per investimenti durante una recessione, tutti diventano più poveri perché l'accumulo riduce il reddito nazionale e rallenta le possibilità di ripresa;
- gli effetti negativi per le imprese derivano dalla riduzione degli investimenti conseguente alla contrazione della domanda di mercato: tale riduzione compromette sia la capacità competitiva corrente, sia la possibilità di beneficiare delle opportunità di crescita tipiche delle successive fasi positive del ciclo economico.