

La finanza aziendale tra rischio e continuità

Attualità del pensiero di Gino Zappa

Giorgio S. Bertinetti

Venice School of Management, Università Ca' Foscari Venezia, Italia

Gloria Gardenal

Venice School of Management, Università Ca' Foscari Venezia, Italia

Abstract This chapter reinterprets Corporate Finance through Gino Zappa's vision of the firm as an enduring economic institution. It argues that contemporary challenges – including systemic risk, geopolitical uncertainty, digital transformation, and artificial intelligence – call for a renewed understanding of finance as a governance function supporting dynamic equilibrium and business continuity. By connecting Zappa's theoretical legacy with recent developments in corporate finance, the chapter highlights resilience, financial flexibility, and managerial judgment as essential conditions for long-term value creation in an increasingly uncertain environment.

Keywords Business continuity. Dynamic equilibrium. Systemic risk. Financial flexibility. Corporate governance.

Sommario 1 Inquadramento teorico e obiettivo del contributo. – 2 Le Tendenze nuove e l'equilibrio dinamico come fondamento della Finanza aziendale. – 3 Nuovi rischi e trasformazione delle scelte di struttura finanziaria. – 4 Trasformazione digitale e IA: verso una gestione prospettica del rischio. – 5 Tendenze nuove nella Finanza aziendale.

1 Inquadramento teorico e obiettivo del contributo

In un'epoca caratterizzata da una policrisi sistemica, dove rischi geopolitici, climatici e tecnologici si intrecciano inestricabilmente, il pensiero di Gino Zappa emerge con una forza profetica inaspettata.

La sua concezione dell'azienda come «coordinazione economica in atto» (Zappa 1927, 30) e come «istituto economico atto a perdurare nel tempo» (Zappa 1956, 37) offre, infatti, la cornice teorica necessaria per sottrarre la Finanza aziendale a una deriva puramente tecnica, restituendole il suo ruolo originario di funzione di governo.

Se la letteratura finanziaria dominante del secondo Novecento si è spesso concentrata sull'ottimizzazione statica della struttura del capitale e ha indotto uno *short termism* nella massimizzazione del valore azionario – due temi cardine della disciplina di matrice eminentemente statunitense orientata al mercato – le sfide del XXI secolo impongono un ritorno alla visione organica zappiana (Bertinetti 2011, 773). In questo contesto, l'equilibrio aziendale non può più essere inteso come una posizione di stasi, bensì come un 'equilibrio dinamico': un processo di continua ricerca di armonia tra flussi, investimenti e fonti di finanziamento, teso a garantire la continuità aziendale in condizioni di incertezza permanente. Del resto, è proprio nel medio-lungo periodo che l'attività d'impresa crea valore.

Integrare il pensiero di Zappa nella modernità richiede, tuttavia, un confronto diretto con la natura dei rischi attuali. Se da un lato la sociologia contemporanea, nel solco di Ulrich Beck, identifica una 'società del rischio' (Beck 1986) in cui i pericoli sono prodotti dagli stessi processi di sviluppo, la Finanza aziendale deve interpretare tale complessità non solo come un vincolo esterno, ma come una variabile endogena delle proprie decisioni strategiche. Mentre il *risk management* evolve verso forme di responsabilità politica e culturale, la Finanza aziendale è chiamata a tradurre queste istanze in robustezza patrimoniale e resilienza finanziaria.

Il presente capitolo si propone di rileggere l'evoluzione della Finanza aziendale alla luce dell'attualità del pensiero di Gino Zappa, assumendo come chiave interpretativa la nozione di continuità dell'impresa. Muovendo dai fondamenti della dottrina zappiana, l'analisi ricostruisce il progressivo sviluppo della disciplina, evidenziando come le scelte di struttura finanziaria si siano trasformate in risposta a un contesto caratterizzato da crescente incertezza e dall'emergere di rischi strutturali globali.

In questa prospettiva, la Finanza d'impresa viene interpretata non come mera tecnica di combinazione delle fonti, ma come funzione di governo orientata alla preservazione dell'equilibrio dinamico del sistema aziendale. Su tali basi, il capitolo esplora il contributo della trasformazione digitale e dell'intelligenza artificiale nel supportare una gestione sempre più prospettica del rischio, mantenendo al contempo centrale il ruolo del giudizio nelle decisioni finanziarie.

L'obiettivo è, dunque, offrire una chiave di lettura che consenta di interpretare le trasformazioni in atto nella disciplina come parte di

una più ampia ridefinizione del suo ruolo, coerente con il problema fondamentale della continuità dell'impresa nel tempo.

2 Le Tendenze nuove e l'equilibrio dinamico come fondamento della Finanza aziendale

Per comprendere alcune delle principali traiettorie evolutive della Finanza aziendale contemporanea è utile richiamare i principi del pensiero zappiano che maggiormente hanno influenzato la riflessione sul governo dell'impresa. Sebbene Zappa non isoli la Finanza come disciplina autonoma, la definizione di azienda come 'coordinazione economica in atto' pone il fondamento per ciò che diverrà il governo dei flussi, delle risorse e, più in generale, delle condizioni di esistenza dell'impresa nel tempo. In questa visione, l'aspetto finanziario non costituisce un compartimento separato, ma il tessuto connettivo della gestione, che consente all'organismo aziendale di operare e, soprattutto, di perdurare (Zappa 1956). La Finanza aziendale è dunque implicita sin dall'origine come funzione essenziale della continuità.

Il passaggio dalla dottrina unitaria alla disciplina oggi identificata come Finanza aziendale si realizza attraverso un progressivo processo di maturazione. Pietro Onida (1960) traduce il concetto zappiano di coordinazione nell'analisi della dinamica finanziaria e dei fabbisogni di capitale; negli anni Sessanta e Settanta, Sandri (1974) e Pivato (1964) contribuiscono a sistematizzare la materia come ambito decisionale e a collocarla nel confronto con i mercati dei capitali. Parallelamente, la scuola bocconiana sviluppa una lettura operativa dell'unitarismo zappiano, legando equilibrio monetario, autonomia strategica e creazione di valore: Bianchi (1967) evidenzia la funzione della solidità finanziaria quale condizione della libertà di governo, mentre Guatri (1991) interpreta il valore d'azienda come espressione sintetica della qualità del coordinamento economico nel tempo.

Il punto di convergenza teorica di questo percorso si rintraccia nell'opera di Masini (1979), che offre una formalizzazione particolarmente avanzata dell'intuizione zappiana, interpretando l'azienda come 'sistema omeostatico retroattivo'. In tale prospettiva, la funzione finanziaria assume un ruolo centrale all'interno di un meccanismo di feedback continuo, nel quale la verifica dei risultati alimenta la revisione dei processi decisionali, rendendo possibile la conservazione dell'equilibrio del sistema in condizioni di mutamento. La Finanza non è quindi mera registrazione del passato, ma strumento di governo orientato al futuro.

Da questa linea evolutiva emerge con chiarezza che l'equilibrio aziendale, nella tradizione aziendalistica italiana, non è mai stato concepito come una condizione statica. Al contrario, esso si

configura come equilibrio dinamico, ossia come capacità del sistema di mantenersi in condizioni di funzionamento pur modificando continuamente la propria configurazione in risposta agli stimoli esterni. L'orientamento al futuro diviene così una necessità metodologica: governare l'impresa significa preservarne la continuità attraverso un processo circolare di previsione, azione e controllo.

In questa chiave, anche i richiami zappiani alla prudenza e alla solidità patrimoniale assumono un significato più profondo rispetto a una mera logica contabile. L'ammonimento contro le 'finanze avventate' riflette la consapevolezza che solo una struttura finanziaria dotata di adeguata elasticità può assorbire le perturbazioni del contesto senza compromettere l'autonomia dell'istituto. La capacità di perdurare è dunque inseparabile dalla capacità di adattamento finanziario.

Si delineano così, già nel nucleo della tradizione zappiana e nei suoi sviluppi successivi, gli elementi essenziali di una Finanza intesa come funzione di governo: la centralità del tempo, la circolarità tra decisione e verifica e la necessità di flessibilità. Zappa, Onida, Masini e la scuola italiana convergono su un punto fondamentale: il governo dell'impresa non consiste nell'eliminare l'incertezza, ma nel costruire una coordinazione economica capace di assorbirla. In questa prospettiva, la Finanza aziendale si configura sin dalle sue origini come disciplina di sintesi, orientata non all'ottimizzazione statica, ma alla preservazione della continuità del sistema nel tempo.

3 Nuovi rischi e trasformazione delle scelte di struttura finanziaria

A partire dal contributo fondativo di Modigliani e Miller (1958), la riflessione sulla struttura finanziaria dell'impresa, intesa come la combinazione delle scelte di finanziamento a supporto degli investimenti e della crescita al fine di massimizzare il valore di mercato della stessa, ha conosciuto un'evoluzione articolata, caratterizzata da un progressivo allontanamento dall'ipotesi di irrilevanza verso modelli sempre più attenti alle imperfezioni dei mercati e ai vincoli reali delle decisioni aziendali. Nel loro impianto originario, infatti, il valore dell'impresa risulta indipendente dalla combinazione tra debito e capitale proprio, in un contesto ideale di mercati perfetti, assenza di imposte e informazione simmetrica. La struttura finanziaria non è dunque, in questa prospettiva, una variabile di governo, ma una scelta neutrale.

La successiva introduzione della fiscalità (Modigliani, Miller 1963) segna un primo scarto significativo: il debito acquisisce valore in virtù del beneficio fiscale degli interessi, aprendo la strada a una lettura della leva finanziaria come strumento di creazione di valore. Tuttavia,

è con lo sviluppo della cosiddetta *trade-off theory* che la struttura finanziaria viene reinterpretata come risultato di un equilibrio tra benefici (fiscali) e costi (di insolvenza e *distress* finanziario). In questa fase, la Finanza aziendale tende a configurarsi come problema di ottimizzazione: esisterebbe un livello 'ottimale' di indebitamento in grado di massimizzare il valore dell'impresa.

A partire dagli anni Ottanta, il paradigma si arricchisce ulteriormente con l'introduzione delle asimmetrie informative e dei problemi di agenzia. Il modello di Myers e Majluf (1984) mostra come l'emissione di capitale proprio possa essere interpretata dal mercato come segnale negativo, inducendo le imprese a privilegiare fonti interne o debito: nasce così la *pecking order theory*, secondo cui le scelte finanziarie seguono una gerarchia più che un'ottimizzazione statica. Parallelamente, la teoria dell'agenzia (Jensen, Meckling 1976) evidenzia come il debito possa fungere da meccanismo disciplinante, ma anche generare conflitti tra azionisti e creditori, rendendo la struttura finanziaria il risultato di equilibri contrattuali imperfetti.

Gli sviluppi più recenti hanno ulteriormente messo in discussione l'idea di una struttura ottimale stabile. Studi empirici e contributi teorici hanno evidenziato come le imprese mantengano margini di flessibilità finanziaria (*financial slack*) per preservare la capacità di investimento e di adattamento in contesti incerti. In questa direzione, DeAngelo (2021) propone una rilettura della *corporate financial policy* in cui l'elemento centrale non è tanto il livello di leva, quanto la capacità dell'impresa di garantire nel tempo un accesso affidabile ai finanziamenti. La struttura finanziaria diviene così meno un punto di arrivo e più una configurazione contingente, funzionale alla sopravvivenza e allo sviluppo.

In parallelo, l'emergere di rischi sistemici - finanziari, geopolitici, climatici e tecnologici - ha reso sempre più evidente l'insufficienza di approcci fondati su equilibri statici. La letteratura recente tende a spostare l'attenzione dalla determinazione di un leverage ottimale alla gestione della resilienza finanziaria, intesa come capacità dell'impresa di assorbire shock, mantenere accesso alle risorse e preservare le proprie opzioni strategiche nel tempo.

Letta in questa prospettiva evolutiva, la teoria della struttura finanziaria appare attraversata da una tensione irrisolta: da un lato, la ricerca di modelli di ottimizzazione; dall'altro, il riconoscimento crescente dell'incertezza, delle imperfezioni informative e della necessità di flessibilità. È proprio in questo spazio teorico che la tradizione zappiana può offrire un contributo originale. L'idea di azienda come sistema destinato a perdurare e di equilibrio come processo dinamico consente infatti di reinterpretare la struttura finanziaria non come soluzione ottima in un dato istante, ma come strumento di governo della continuità.

In questa chiave, la Finanza aziendale contemporanea tende progressivamente a riavvicinarsi, pur senza esplicitarlo, a una concezione più ampia e sistemica: non più mera tecnica di combinazione delle fonti, ma funzione chiamata a garantire elasticità, accesso alle risorse e capacità di adattamento. La traiettoria che va da Modigliani e Miller alle più recenti teorie della resilienza finanziaria non rappresenta dunque una semplice successione di modelli, ma un percorso che conduce, attraverso successive correzioni, verso una visione della Finanza sempre più coerente con il problema fondamentale già individuato da Zappa: la continuità dell'impresa nel tempo.

3.1 Oltre il leverage: l'accesso affidabile al funding come condizione di esistenza

Il superamento definitivo della logica del *capital structure puzzle* trova il suo fondamento teorico più solido nel lavoro di DeAngelo (2021), il quale sposta l'asse della Finanza aziendale dalla ricerca di un target di leva ottimale alla garanzia di un accesso affidabile ai finanziamenti (*reliable access to funding*). Questa impostazione non è solo una scelta tecnica, ma una vera e propria filosofia di governo che risuona profondamente con la definizione zappiana di azienda come 'istituto economico atto a perdurare'.

L'argomentazione centrale di DeAngelo scardina l'idea che le decisioni di finanziamento siano determinate in modo univoco dai fondamentali economici. Egli introduce il concetto di indeterminazione: poiché i manager operano in contesti di incertezza radicale e non possono identificare con precisione millimetrica una combinazione ottima di fonti, essi godono di ampi gradi di libertà. Se i manager non sono in grado di rilevare differenze economiche significative tra diverse scelte finanziarie, esse finiscono per apparire tutte ugualmente attraenti, lasciando spazio al giudizio soggettivo e agli obiettivi strategici della proprietà.

In questa prospettiva, la struttura del capitale cessa di essere un fine in sé (come suggerito dalla *trade-off theory* o dalla *pecking order theory* tradizionale) per diventare un riflesso della 'coordinazione economica'. Il debito, in particolare, non viene più visto come una componente permanente del capitale da bilanciare con i benefici fiscali, ma come uno strumento transitorio di finanziamento. La priorità assoluta diventa mantenere il 'nutrimento' necessario affinché l'organismo non arresti la propria attività, garantendo che l'impresa possa finanziare i propri investimenti in ogni stato del mondo.

Questo approccio olistico, che DeAngelo definisce il 'Sacro Graal' della politica finanziaria, richiede di guardare a entrambi i lati dello

stato patrimoniale. La capacità di perdurare non dipende solo dal debito, ma dall'interazione tra riserve di cassa, scadenze dei debiti, flessibilità operativa e appetito al rischio del governo d'impresa. È qui che la Finanza riabbraccia la sua natura di funzione di governo: la scelta tra accumulare liquidità (la 'forzezza patrimoniale' di Ford) o fare affidamento sulla flessibilità operativa per servire il debito (il modello di Sloan) non è dettata da formule algebriche, ma dalla volontà di preservare l'autonomia decisionale dell'istituto di fronte agli elementi di incertezza radicale e imprevista (*unknown unknowns*) del futuro.

In conclusione, DeAngelo muove una critica serrata alla letteratura finanziaria prevalente, sostenendo che lo studio dei due 'giganti' (Ford e General Motors) sia paradossalmente più informativo degli innumerevoli studi empirici basati su grandi campioni. La sua tesi è che i dati su larga scala siano intrinsecamente 'rumorosi' e dominati da imprese marginali che spesso hanno meno di dieci anni di vita. Al contrario, analizzare le strategie di istituti che hanno segnato la storia industriale permette di osservare i principi di governo reali, depurati dal rumore statistico.

Mentre la ricerca empirica tradizionale spesso produce risultati contraddittori perché tenta di forzare una mappatura univoca tra fondamentali e scelte finanziarie, l'evidenza storica dimostra che la vera 'regola' della finanza è la capacità di adattare la struttura finanziaria al fine supremo della sopravvivenza, riconoscendo l'ampia latitudine di giudizio che il governo dell'impresa deve esercitare per durare nel tempo.

Questa visione dialoga direttamente con la nozione zappiana di solidità patrimoniale intesa come difesa contro le 'finanze avventate'. Come dimostrato empiricamente, tra gli altri, da Chung, Na e Smith (2013), la politica di capitale è intrinsecamente legata alla sopravvivenza: le imprese che esauriscono il proprio *financial slack* (liquidità e debito inutilizzato) oppure deviano eccessivamente dalle norme settoriali affrontano una maggiore probabilità di fallimento o di acquisizioni ostili. La sopravvivenza non dipende dunque da un rapporto statico di leva, ma dalla capacità di mantenere riserve di flessibilità sufficienti a finanziare le opportunità di crescita o a fronteggiare shock negativi.

Il punto di partenza di Chung, Na e Smith (2013) è una sfida diretta alla *trade-off theory*: se esistesse davvero una struttura del capitale ottima e determinante per il valore, le imprese che se ne discostano significativamente dovrebbero essere 'punite' dal mercato con il fallimento o con l'acquisizione ostile da parte di chi intende ripristinare l'efficienza. Utilizzando l'industria petrolifera come laboratorio, la stessa studiata da Miller e Modigliani nel 1958 per la loro tesi di irrilevanza, gli autori giungono a conclusioni che ribaltano la prospettiva convenzionale. Lo studio dimostra che la

sopravvivenza dell'impresa non è influenzata in modo significativo dalle scelte di *capital structure policy* basate sui benefici fiscali del debito. Aziende con un indebitamento persistentemente basso (o nullo) possono operare e prosperare per decenni, anche in presenza di un carico fiscale elevato, senza essere necessariamente preda di acquisizioni. Questo dato conferma l'intuizione zappiana: l'azienda non è una 'macchina per fare soldi' ad uso degli azionisti, ma un organismo che deve preservare la propria autonomia di governo sopra ogni altra ottimizzazione tecnica.

Un passaggio cruciale del paper di Chung, Na e Smith (2013), che dialoga con la nozione di equilibrio dinamico, riguarda la natura dell'indebitamento elevato. In esso si documenta come l'aumento della leva finanziaria osservato prima di un fallimento non sia quasi mai il risultato di una scelta di politica finanziaria 'avventata' in senso stretto, ma il sintomo di un deterioramento operativo sottostante. Quando la coordinazione economica, intesa da Zappa come l'armonia tra gestione, organizzazione e rilevazione, entra in crisi, i flussi di cassa si contraggono e l'impresa è costretta a indebitarsi per coprire i fabbisogni operativi o vede erodersi il proprio capitale di rischio a causa delle perdite. In questo senso, la finanza non è la causa della crisi, ma lo specchio della perdita di equilibrio del sistema omeostatico aziendale. Lo studio evidenzia inoltre che le acquisizioni non colpiscono tanto le imprese sottoindebitate, quanto quelle che, crescendo rapidamente, hanno esaurito il proprio *financial slack* (riserve di flessibilità). Questo dato rafforza la tesi di DeAngelo sull'importanza dell'accesso affidabile al funding: l'impresa perde la sua autonomia e la sua capacità di perdurare come istituto indipendente nel momento in cui non dispone più delle risorse elastiche necessarie per alimentare la propria coordinazione economica.

L'integrazione di questi contributi permette di affermare che la continuità aziendale non è il risultato di un calcolo algebrico sulla convenienza del debito, ma della capacità della governance di preservare le riserve di adattamento (liquidità, capacità di debito residua, flessibilità operativa). Riflettendo sui casi studio presentati da Chung Na e Smith (2013), come quello di General American Oil o Wiser Oil, emerge che le imprese possono 'perdurare' ben oltre le previsioni dei modelli statici finché mantengono una solidità patrimoniale che le protegge dalle interferenze esterne e dai rischi di *financial distress*. Nell'istituto zappiano, il fallimento si manifesta dunque non per una deviazione da un 'target di leva' astratto, ma per una rottura profonda dell'armonia gestionale che si traduce, solo in ultima istanza, in una struttura finanziaria insostenibile. La Finanza aziendale ritrova così la sua missione più alta: essere il presidio della sopravvivenza dell'impresa di fronte all'ignoto del futuro.

3.2 Geopolitica, clima e incertezza di policy: il valore della liquidità precauzionale

Altro fattore imprescindibile, in questa trattazione, è il rischio. Il governo dell'incertezza si scontra oggi con rischi macro-strutturali che impongono una revisione profonda delle priorità gestionali, spostando l'enfasi dal mero costo del capitale alla salvaguardia della coordinazione economica. In questo scenario, il lavoro di Chowdhury et al. (2025) documenta come il rischio geopolitico sia diventato la principale determinante macroeconomica della struttura del capitale, superando variabili storicamente centrali come l'inflazione o la crescita del PIL. Basandosi sulla definizione di Caldara e Iacoviello (2022), il rischio geopolitico sviluppato dagli autori cattura l'impatto di guerre, atti terroristici e tensioni internazionali che, a differenza di altri indici di volatilità (come il VXO), introduce elementi di incertezza radicale e imprevedibile capaci di destabilizzare i flussi di cassa e aumentare drasticamente i costi attesi del dissesto finanziario. Di fronte a shock globali come la pandemia scoppiata nel 2020 o l'invasione dell'Ucraina del 2022, le imprese reagiscono adottando strutture di capitale estremamente conservative e riducendo il ricorso alla leva finanziaria. Questo comportamento riflette una prudenza finalizzata alla sopravvivenza, coerente con l'idea di Zappa della solidità patrimoniale come baluardo contro le politiche finanziarie avventate.

Parallelamente, l'analisi di Phan et al. (2019) evidenzia come l'incertezza legata alla politica economica induca le imprese a incrementare significativamente le detenzioni precauzionali di cassa. Richiamando il lavoro di Baker, Bloom e Davis (2016), le politiche economiche riflettono l'incertezza su tasse, spesa pubblica e regolamentazione, fattori che esacerbano i vincoli finanziari riducendo i rendimenti e rincarando il capitale esterno. Secondo Phan et al. (2019), l'accumulo di liquidità da parte delle imprese può essere ricondotto a due canali principali, entrambi riconducibili alla gestione dell'incertezza. In primo luogo, un movente precauzionale, per cui le imprese rafforzano le proprie riserve di cassa al fine di assorbire shock finanziari e preservare la continuità operativa in contesti caratterizzati da elevata volatilità dei mercati dei capitali. In questa prospettiva, la liquidità assume la funzione di 'cuscinetto' (*buffer*) contro l'incertezza, in linea con quanto evidenziato da Han e Qiu (2007), i quali mostrano come le imprese finanziariamente vincolate tendano ad aumentare le disponibilità liquide in risposta alla maggiore volatilità dei flussi di cassa. In secondo luogo, l'accumulo di cassa può derivare da un effetto di rinvio degli investimenti. Secondo la teoria delle opzioni reali (Bernanke 1983; Dixit, Pindyck 1994), l'incertezza accresce il valore dell'attesa, inducendo le imprese a posticipare decisioni di investimento irreversibili. In tale contesto,

la crescita della liquidità non è tanto il risultato di una scelta attiva di accumulazione, quanto piuttosto l'esito passivo di minori impieghi di capitale. Evidenze empiriche coerenti sono fornite da Gulen e Ion (2016), i quali documentano come l'aumento dell'incertezza nella politica economica sia associata a una significativa contrazione degli investimenti aziendali.

In termini zappiani, questa liquidità non deve essere interpretata come un'inefficienza patrimoniale, ma come una 'riserva di elasticità' vitale per il sistema omeostatico aziendale. La gestione della cassa diventa ancora più critica poiché, come notato da Datta, Doan e Iskandar-Datta (2019), l'incertezza tende ad accorciare la scadenza del debito (*debt maturity*), rendendo il rifinanziamento più precario e oneroso. Di conseguenza, la flessibilità finanziaria, intesa come capacità di accedere al funding e ristrutturare le fonti a basso costo, emerge come il vero motore del valore aziendale.

Come dimostrato dai modelli dinamici di Gamba e Triantis (2008), la coesistenza simultanea di debito e riserve di liquidità rappresenta una strategia ottimale: le imprese conservano cassa per evitare i costi di emissione esterna (*underwriting fees*) e i rischi di fallimento in momenti critici, mantenendo al contempo il debito per beneficiare degli scudi fiscali finché la redditività lo consente. Questa visione integra il pensiero di DeAngelo (2021) e il principio del *reliable access to funding* già discusso.

Del resto, in contesti economici perturbati crescono i premi per il rischio praticati dal mercato finanziario, andando a colpire in misura assai più marcata le aziende che sono colte impreparate al nuovo contesto attraverso il razionamento del capitale e/o l'aumento del suo costo.

3.3 Governance e resilienza: la meta-capability istituzionale per la continuità aziendale

La necessità di governare l'incertezza radicale attraverso la flessibilità e l'accumulo precauzionale di risorse sposta inevitabilmente il baricentro dell'analisi verso il luogo istituzionale in cui tali strategie prendono forma: la corporate governance. Se la Finanza aziendale deve riscoprire la propria natura di 'funzione di governo' tesa a preservare l'azienda come 'istituto atto a perdurare', il Consiglio di Amministrazione non può più limitarsi al monitoraggio della conformità legale, ma deve diventare il perno di una coordinazione economica capace di interiorizzare la complessità ambientale.

In questa prospettiva, i nuovi Principi G20/OECD (2023) segnano una svolta decisiva, integrando esplicitamente la sostenibilità e la resilienza tra i doveri centrali del board. La governance cessa di essere una cornice esterna per farsi sede decisionale in cui i

nuovi rischi – climatici, reputazionali e legati alla trasformazione digitale – diventano variabili endogene della struttura finanziaria. Il board è ora chiamato a validare se la struttura del capitale e le scadenze del debito siano compatibili con l'appetito al rischio dell'istituto, monitorandone la tenuta rispetto a scenari a bassa probabilità ma alto impatto, inclusi i rischi fisici e di transizione legati al clima. In questo quadro, l'uso di tecnologie digitali avanzate per il monitoraggio prospettico dei flussi diventa un supporto essenziale al giudizio del governo d'impresa per assorbire shock senza compromettere l'equilibrio dell'organismo.

Questa rinnovata capacità di governo trova la sua sintesi concettuale nella nozione di resilienza organizzativa, che rappresenta la più fedele traduzione moderna dell'equilibrio dinamico zappiano e del 'sistema omeostatico' di Masini. Come teorizzato da Duchek (2020), la resilienza non è una dote statica ma una *meta-capability* articolata in tre fasi successive: anticipazione (capacità di rilevare minacce precoci), *coping* (gestione efficace degli shock) e adattamento (apprendimento e trasformazione post-crisi). La continuità aziendale non coincide dunque con la mera permanenza, ma con una capacità organizzata di mutare la propria configurazione per emergere dalle crisi con maggiore forza. La salvaguardia della coordinazione economica richiede l'accumulo strategico di riserve di adattamento che non sono esclusivamente finanziarie (liquidità, gestione attiva della *debt maturity*, accesso alle fonti), ma anche cognitive e comportamentali. Come sottolineato da Hillmann e Guenther (2021), la resilienza richiede chiarezza costruttiva per distinguere la mera stabilità operativa dal rinnovamento strategico. In ultima istanza, la Finanza aziendale torna a essere una disciplina di 'sintesi': il compito della governance è assicurare che l'organismo riceva costantemente il 'nutrimento' e la flessibilità necessari per non arrestare il proprio divenire di fronte alle turbolenze del secolo a venire.

4 Trasformazione digitale e IA: verso una gestione prospettica del rischio

L'integrazione delle tecnologie digitali e dell'intelligenza artificiale rappresenta l'ultima frontiera dell'evoluzione della Finanza aziendale, accelerando il passaggio da una disciplina ancorata a modelli di rilevazione ex post a una funzione di governo sempre più proattiva e anticipatoria. In tale prospettiva, la Finanza si avvicina alla realizzazione operativa di quel sistema omeostatico retroattivo ipotizzato da Masini, in cui l'impiego di strumenti avanzati di previsione e di analisi di scenario consente di trasformare l'incertezza da fattore esogeno e imprevisto in variabile strategica endogena,

governabile nel tempo. Ne deriva una gestione della continuità fondata su un equilibrio dinamico che si aggiorna in tempo reale.

Il contributo di Cui (2023), ad esempio, evidenzia come la trasformazione digitale – alimentata da intelligenza artificiale, *big data* e *Cloud Computing* – sia in grado di attenuare significativamente il rischio di dissesto finanziario. Il nucleo di tale cambiamento risiede nella capacità delle tecnologie digitali di migliorare i processi di allocazione delle risorse e di ridurre l'impatto dell'incertezza esterna attraverso la produzione e l'elaborazione di flussi informativi più tempestivi ed efficienti. In linea con quanto rilevato da Wu, Fu e Kong (2022) e Mu et al. (2023), l'IA consente infatti di trasformare grandi quantità di dati non strutturati in informazioni di elevata qualità, alimentando sistemi di supporto alle decisioni capaci di ridurre i limiti cognitivi dei manager e di migliorare la comprensione delle dinamiche di mercato.

In questo quadro, l'intelligenza artificiale agisce come un vero e proprio abilitatore dell'equilibrio dinamico, rafforzando la capacità dell'impresa di anticipare e assorbire gli shock. L'analisi di segnali deboli e dati in tempo reale permette di sviluppare sistemi di *early warning* in grado di individuare precocemente situazioni di vulnerabilità finanziaria; allo stesso tempo, l'integrazione tra modelli quantitativi e infrastrutture digitali consente di potenziare le attività di *stress testing* e *scenario analysis*, simulando la resilienza della struttura finanziaria rispetto a *shock* esogeni. Infine, la maggiore trasparenza informativa generata dalla digitalizzazione contribuisce a ridurre le asimmetrie tra impresa e finanziatori, ampliando l'accesso alle fonti di capitale e attenuando i vincoli finanziari.

Tuttavia, proprio l'estensione di tali capacità analitiche e previsive rende ancora più centrale il ruolo della corporate governance. In linea con i Principi G20/OECD (2023), l'efficacia dell'intelligenza artificiale non può essere valutata unicamente in termini di potenza computazionale, ma deve essere ricondotta entro un sistema di governo che ne presidi i limiti strutturali. In primo luogo, la qualità delle decisioni algoritmiche resta intrinsecamente dipendente dalla qualità dei dati e dalla corretta specificazione dei modelli: un uso acritico dell'IA può generare errori sistematici, amplificare *bias* informativi e, soprattutto, oscurare forme di incertezza radicale non catturabili dai dati storici. In secondo luogo, l'automazione dei processi decisionali solleva un tema di responsabilità che non può essere delegato agli algoritmi: la permanenza di un presidio umano nei meccanismi di valutazione e scelta risulta essenziale per garantire l'*accountability* del management e del board rispetto alla continuità dell'impresa. Infine, la crescente dipendenza da infrastrutture tecnologiche e da fornitori esterni introduce nuove forme di rischio sistemico, legate sia alla sicurezza dei dati sia alla

concentrazione tecnologica, che possono compromettere l'autonomia decisionale dell'organizzazione.

In sintesi, sebbene l'intelligenza artificiale offra strumenti senza precedenti per monitorare e governare il nutrimento finanziario dell'organismo aziendale, il suo utilizzo non può sostituire la funzione di governo, ma deve restare ad essa subordinato. La tecnologia, infatti, accresce la capacità di previsione e di adattamento, ma non elimina la necessità del giudizio. È in questa integrazione tra capacità analitica e responsabilità decisionale che si gioca la possibilità di preservare l'equilibrio dinamico dell'impresa, evitando che nuove forme di rischio, anche quando generate da modelli sofisticati, compromettano la continuità del sistema.

5 Tendenze nuove nella Finanza aziendale

Alla luce del percorso sviluppato, emerge una trasformazione significativa già in atto della Finanza aziendale, che tende progressivamente a ridefinire il proprio ruolo all'interno dell'impresa. In un contesto caratterizzato da incertezza strutturale, interdipendenza dei rischi e crescente complessità dei mercati, la funzione finanziaria appare sempre meno confinata alla gestione delle fonti e sempre più prossima al nucleo strategico del governo aziendale. In questa prospettiva, la traiettoria delineata nel capitolo si rivela coerente con l'intuizione zappiana della Finanza come parte integrante della «coordinazione economica in atto», contribuendo non solo all'equilibrio del sistema, ma anche alla sua capacità di perdurare nel tempo.

In tale quadro, il progressivo avvicinamento tra finanza e strategia costituisce una delle trasformazioni più rilevanti oggi osservabili nel governo delle imprese. Le decisioni finanziarie non si limitano più a sostenere scelte già definite, ma intervengono nella loro stessa configurazione, incidendo sulla possibilità di rendere i piani di sviluppo credibili, realizzabili e sostenibili. La struttura finanziaria si configura così come componente dell'architettura strategica dell'impresa, nella misura in cui contribuisce a trasformare un progetto industriale in un'iniziativa effettivamente finanziabile in quanto appetibile per il mercato finanziario e del capitale.

Questo spostamento si riflette nella ridefinizione, già in parte visibile nella prassi aziendale, del ruolo del Chief Financial Officer (CFO), che tende a collocarsi in una posizione di crescente rilevanza nei processi di governo. Il CFO si configura infatti come figura di raccordo tra dimensione operativa e dimensione di mercato, contribuendo alla costruzione di una rappresentazione finanziaria coerente del piano strategico. In questa prospettiva, la funzione finanziaria non si esaurisce nella gestione interna delle risorse, ma

si estende alla capacità di rendere il rischio d'impresa comprensibile e valutabile da parte dei finanziatori.

Emerge così una dimensione particolarmente rilevante, relativa alla capacità dell'impresa di rendere 'finanziabile' il rischio strategico. La realizzazione di un piano non dipende esclusivamente dalla sua validità industriale, ma dalla possibilità di tradurre i rischi operativi, tecnologici e di mercato in forme accettabili per il sistema finanziario. In questa chiave, la Finanza aziendale può essere interpretata come una funzione di trasformazione: essa non elimina il rischio, ma lo struttura, lo comunica e lo rende scambiabile, contribuendo a ripartirlo e ad allocarlo in capo alle diverse categorie di operatori del mercato finanziario e del capitale in base alla loro specifica *risk attitude*.

Tale dinamica appare particolarmente evidente alla luce dell'evoluzione dei mercati finanziari, e in particolare della crescente rilevanza dei mercati privati del debito e dell'*equity*. L'espansione del *private capital* costituisce una delle manifestazioni più evidenti di questa tendenza, poiché sposta l'attenzione dalla mera allocazione delle risorse finanziarie alla valutazione condivisa del progetto imprenditoriale e dei relativi profili di rischio. Ciò contribuisce a rendere il modello della Finanza aziendale sempre meno ancorato alla logica della *public company* 'tradizionale', caratterizzata da una netta separazione tra finanziatori e decisioni di investimento, e sempre più orientato a forme di partecipazione nelle quali il capitale viene allocato sulla base della condivisione ex ante di strategie, obiettivi e prospettive di sviluppo.

In questi contesti, la valutazione del rischio assume una dimensione più diretta e relazionale, rafforzando il ruolo della capacità dell'impresa di rappresentare il proprio rischio e contribuendo a ridefinire il posizionamento della funzione finanziaria all'interno dell'organizzazione.

Lungo questa direttrice evolutiva si inserisce oggi il contributo delle tecnologie digitali e dell'intelligenza artificiale, che sembrano rafforzare la dimensione prospettica della finanza. L'automazione delle attività di rilevazione e controllo consente infatti di riallocare risorse verso attività di previsione, analisi di scenario e supporto alle decisioni, accentuando il ruolo della funzione finanziaria nella gestione anticipata dell'incertezza. In questo senso, l'IA non sostituisce il giudizio, ma ne amplia il perimetro operativo, contribuendo a rendere più strutturato il processo di valutazione e trasferimento del rischio.

Da questa prospettiva emergono alcune direttrici che stanno già caratterizzando l'evoluzione della Finanza aziendale contemporanea e che appaiono destinate ad assumere crescente rilevanza nei prossimi anni. In primo luogo, si osserva una crescente attenzione verso strumenti in grado di misurare in modo più diretto la 'capacità

di continuità' delle imprese, superando gli indicatori tradizionali di leverage a favore di metriche che integrino liquidità, accesso al funding, struttura delle scadenze e qualità della governance. Parallelamente, si rafforza l'attenzione verso il legame tra rischi sistemici e politiche finanziarie, nella consapevolezza che le diverse forme di incertezza influenzano non solo il livello di indebitamento, ma anche la configurazione dinamica delle fonti e degli impieghi. Un'ulteriore direttrice di evoluzione riguarda l'interazione tra trasformazione digitale, governance e resilienza finanziaria. Se è ormai evidente che l'intelligenza artificiale può migliorare la capacità previsionale e la qualità delle decisioni, resta da comprendere in modo sistematico come essa si integri nei processi decisionali e nei meccanismi di governo dell'impresa, nonché quale ruolo assuma nella gestione dell'incertezza radicale. In questa direzione, approcci di ricerca che combinino analisi quantitative e studi di caso potrebbero offrire evidenze più robuste rispetto alla sola analisi su larga scala.

Nel loro insieme, queste considerazioni suggeriscono come la Finanza aziendale stia progressivamente riavvicinandosi - con strumenti profondamente rinnovati - alla funzione originariamente intravista da Zappa: il governo della continuità dell'impresa nel tempo attraverso la gestione dell'incertezza. In tale prospettiva, comprendere come le imprese riescano a trasformare il rischio imprenditoriale in rischio finanziabile, e quale ruolo assuma il CFO in questo processo, rappresenta uno dei fenomeni più rilevanti attraverso cui si sta ridefinendo il ruolo della Finanza aziendale contemporanea.

Bibliografia

- Baker, S.R.; Bloom, N.; Davis, S.J. (2016). «Measuring Economic Policy Uncertainty». *Quarterly Journal of Economics*, 131, 1593-636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>.
- Beck, U. (1986). *La società del rischio. Verso una seconda modernità*. Roma: Carocci.
- Bernanke, B.S. (1983). «Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment». *Quarterly Journal of Economics*, 98, 85-106. <https://doi.org/10.2307/1885568>
- Bertinetti, G. (2011). «Alla ricerca di un nuovo modello per la misurazione del valore». Bresciani, S.; Viassone, M. (a cura di), *Scritti in onore di Giuseppe Tardivo*. Torino: Giappichelli, 769-75.
- Bianchi, T. (1967). *L'analisi del sistema finanziario dell'impresa*. Milano: Giuffrè.
- Caldara, D.; Iacoviello, M. (2022). «Measuring Geopolitical Risk». *American Economic Review*, 112, 1194-225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>.
- Chowdhury, M.S.R.; Aram, M.; Javadi, S.; Nejadmalayeri, A. (2025). «Geopolitical Risk and Corporate Capital Structure». *Journal of Corporate Finance*, 93, 102796. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2025.102796>
- Chung, Y.P.; Na, H.S.; Smith, R. (2013). «How Important Is Capital Structure Policy to Firm Survival?». *Journal of Corporate Finance*, 22, 83-103. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.04.002>.

- Cui, L.; Wang, Y. (2023). «Can Corporate Digital Transformation Alleviate Financial Distress?». *Finance Research Letters*, 55, 103983. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103983>.
- Datta, S.; Doan, T.; Iskandar-Datta, M. (2019). «Policy Uncertainty and the Maturity Structure of Corporate Debt». *Journal of Financial Stability*, 44, 100694. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2019.100694>.
- DeAngelo, H. (2021). «Corporate Financial Policy: What Really Matters?». *Journal of Corporate Finance*, 68, 101925. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101925>.
- Dixit, A.K.; Pindyck, R.S. (1994). *Investment under Uncertainty*. Princeton: Princeton University Press.
- Duchek, S. (2020). «Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization». *Business Research*, 13, 215-46. <https://doi.org/10.1007/s40685-019-0085-7>.
- Gamba, A.; Triantis, A. (2008). «The Value of Financial Flexibility». *Journal of Finance*, 63, 2263-99. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x>.
- Guatri, L. (1991). *La valutazione delle aziende*. Milano: EGEA.
- Gulen, H.; Ion, M. (2016). «Policy Uncertainty and Corporate Investment». *Review of Financial Studies*, 29, 523-64. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>.
- Han, S.; Qiu, J. (2007). «Corporate Precautionary Cash Holdings». *Journal of Corporate Finance*, 13, 43-57. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.05.002>.
- Hillmann, J.; Guenther, E. (2021). «Organizational Resilience: A Valuable Construct for Management Research?». *International Journal of Management Reviews*, 23, 7-44. <https://doi.org/10.1111/ijmr.12239>.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976). «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure». *Journal of Financial Economics*, 3, 305-60. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Masini, C. (1979). *Lavoro e risparmio*. Torino: UTET.
- Modigliani, F.; Miller, M. (1958). «The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment». *American Economic Review*, 48, 261-97. <https://www.jstor.org/stable/1809766>.
- Modigliani, F.; Miller, M.H. (1963). «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction». *American Economic Review*, 53, 433-43. <https://www.jstor.org/stable/1809167>.
- Mu, W.; Liu, K.; Tao, Y.; Ye, Y. (2023). «Digital Finance and Corporate ESG». *Finance Research Letters*, 51, 103426. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103426>.
- Myers, S.C.; Majluf, N.S. (1984). «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have». *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Onida, P. (1960). *Economia d'azienda*. Torino: UTET.
- Phan, H.V.; Nguyen, N.H.; Nguyen, H.T.; Hegde, S. (2019). «Policy Uncertainty and Firm Cash Holdings». *Journal of Business Research*, 95, 71-82. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.10.001>.
- Pivato, G. (1964). *La gestione finanziaria delle imprese industriali*. Milano: Giuffrè.
- Sandri, S. (1974). *Le decisioni finanziarie nell'economia dell'impresa*. Milano: Giuffrè.
- Wu, K.; Fu, Y.; Kong, D. (2022). «Does the Digital Transformation of Enterprises Affect Stock Price Crash Risk?». *Finance Research Letters*, 48, 102888. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102888>.
- Zappa, G. (1927). *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*. Milano: Istituto Editoriale Scientifico.
- Zappa, G. (1956). *Le produzioni nell'economia delle imprese*. Milano: Giuffrè.