



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di laurea magistrale in economia e management
Curriculum finanza, amministrazione e controllo

**LA QUESTIONE DELLA STRUTTURA FINANZIARIA OTTIMALE:
RICERCA E PRATICA A CONFRONTO**

**THE ISSUE OF OPTIMAL CAPITAL STRUCTURE: A COMPARISON
BETWEEN RESEARCH AND PRACTICE**

Relatore:
Chiar.mo Prof. Oscar Domenichelli

Tesi di laurea di:
Eugenia Di Gaetano

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1:LE SCELTE DI STRUTTURA FINANZIARIA: MODELLI TEORICI E VERIFICHE EMPIRICHE	9
1.1 ESISTE UNA STRUTTURA FINANZIARIA OTTIMALE?	9
1.1.1 La teoria classica dei tradizionalisti.....	10
1.1.2 Il teorema di Modigliani-Miller.....	15
1.2 TRADE OFF THEORY	24
1.2.1 Introduzione delle imposte e del beneficio fiscale del debito	24
1.2.2 L'indebitamento e i costi di fallimento	32
1.2.3 L'indebitamento e i costi di agenzia del debito e del capitale	42
1.3 PECKING ORDER THEORY	56
1.3.1 La teoria delle asimmetrie informative.....	57
1.3.2 Il modello del ciclo di vita	61
1.4 MARKET TIMING	68
1.5 LE PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE DELLA TEORIA DEL TRADE-OFF E DEL PECKING ORDER	71
CAPITOLO 2: LE SCELTE DI STRUTTURA FINANZIARIA DEI MANAGER NELLA REALTA'OGGETTIVA DELL'AZIENDA	80
2.1 LE PRATICHE FINANZIARIE DEI MANAGER NELLA SCELTA DELLA STRUTTURA FINANZIARIA	80
2.1.1 Il divario tra la teoria e la pratica	81
2.1.1 Flessibilità finanziaria	90
2.1.2 Il rating del credito	96
2.2 LE SCELTE DI FINANZIAMENTO DEI MANAGER IN DIVERSI PAESI	106
2.2.1 La morfologia del sistema finanziario e le decisioni di finanziamento delle imprese	107
2.2.2 Corporate governance e struttura finanziaria	123
CAPITOLO 3:IL RAPPORTO DI INDEBITAMENTO TARGET: LE PROBLEMATICHE OPERATIVE	146
3.1 LE PROBLEMATICHE NELL'APPLICAZIONE DEI METODI PER LA DETERMINAZIONE DELL' INDICE D'INDEBITAMENTO OTTIMALE	148
3.1.1 Metodo del costo medio ponderato del capitale	148
3.1.2 Metodo del valore attuale modificato (VAM)	157
3.1.3 Metodi alternativi per stimare la struttura finanziaria ottimale.....	160
CONCLUSIONI	163
BIBLIOGRAFIA	168

INTRODUZIONE

Gli studiosi di Finanza Aziendale e i manager finanziari concordano nell'individuare nella creazione di valore per l'azienda e per i suoi azionisti l'obiettivo cui deve tendere un'impresa. E' inoltre consolidata l'opinione che le politiche d'investimento giocano un ruolo decisivo nel raggiungimento di tale traguardo mentre le politiche di finanziamento assumono un ruolo di supporto ma non per questo meno importante. In effetti l'unico pregio riconosciuto alla scelta della struttura finanziaria, termine col quale si identifica la combinazione esistente tra capitale di debito e capitale di rischio all'interno di una impresa, sarebbe quello di poter scongiurare vincoli finanziari tali da mettere a repentaglio la realizzazione di investimenti profittevoli.

Ciò su cui ci si interroga maggiormente riguarda invece la capacità di tali politiche di creare valore autonomamente al pari delle politiche di investimento. Una delle questioni più dibattute in materia di finanza aziendale consiste proprio nel definire se esiste una struttura finanziaria ottimale. Secondo questa ipotesi modificando i pesi delle sue componenti (capitale di rischio e capitale di debito) risulterebbe di fatto possibile stabilire un specifico rapporto tra indebitamento finanziario e mezzi propri (*target debit ratio*) atto a massimizzare il valore dell'impresa.

Fin dagli anni '50 del secolo scorso varie sono le teorie che si sono susseguite nel tempo che tendono a verificare l'esistenza di una struttura finanziaria indirizzata all'accrescimento del valore d'impresa e quali sono (in caso di risposta affermativa) le determinanti nella sua scelta ma non sembra ancora emersa una soluzione finale condivisa dalla comunità scientifica. Vasta è anche l'evidenza empirica prodotta che presenta risultati contraddittori che non avvalorano in modo robusto nessuna teoria. Ciò accade perché ogni teoria appare di per sé coerente ma tratta separatamente singoli aspetti della tematica trascurandone altri, senza offrire quindi un unico modello di struttura finanziaria ottimale valido in assoluto, in grado di spiegare accuratamente il comportamento delle imprese e di far luce sui meccanismi che ne guidano le scelte. Sbagliato sarebbe infatti pensare che tali decisioni derivino semplicemente dalle poche determinanti indagate dalle teorie poiché dipendono in realtà da una pluralità di altri elementi che cambiano da settore a settore, momento a momento e da azienda ad azienda. In sintesi, si potrebbe quindi affermare che negli anni, attorno al problema posto dalla finanza aziendale, si è venuto a creare un vero e proprio capital structure puzzle (Myers 1984) di cui una prima conseguenza sta proprio nell'incapacità di spiegare eterogeneità delle scelte di struttura finanziaria adottate dalle imprese. Questa pecca rimane ancora oggi la principale questione irrisolta nella ricerca della struttura finanziaria migliore per ogni impresa.

Pertanto, preso atto di questo limite dal punto di vista teorico e motivati da questa lacuna nella letteratura, lo scopo che il lavoro si prefigge è proprio quello di comprendere come nella pratica corrente i manager scelgono la struttura finanziaria, mettendo a fuoco le conoscenze teoriche con gli effettivi comportamenti manageriali. In particolare, si analizzeranno le determinanti che spingono i manager nelle loro decisioni a optare o meno per un rapporto d'indebitamento ottimale. Partendo dall'individuazione della struttura finanziaria ottimale, come quella appunto per la quale il valore dell'impresa risulta massimizzato, sembrerebbe logico realizzare tale struttura finanziaria. Come vedremo il perseguimento dell'obiettivo non è sempre l'opzione migliore e può essere più conveniente per le imprese non adeguarsi completamente anche se riconoscono che l'attuale rapporto di leva finanziaria non è ottimale.

Nello sviluppo del lavoro, l'analisi si è concentrata sull'azienda di medio-grande dimensione quotata non finanziaria ed a forte vocazione manageriale e, sebbene non siano un campione rappresentativo dell'impresa media, è interessante indagare sulle decisioni di finanziamento che le contraddistinguono per la loro articolazione e ricchezza di contenuti.

Per conseguire l'obiettivo la trattazione segue un percorso che partendo da un'iniziale riflessione teorica si muove progressivamente verso l'analisi empirica e l'applicazione pratica articolandosi nelle seguenti parti:

Il primo capitolo offre una panoramica sui principali contributi teorici e su alcune tra le più significative analisi empiriche in merito alle scelte di struttura finanziaria e i fattori che le determinano. Il primo ambito di indagine sarà sull'esistenza o meno di una struttura finanziaria ottimale e sulle sue determinanti. Inizialmente la visione tradizionalista che riconosceva alla scelte di struttura finanziaria la capacità di creare valore si scontrerà con la tesi di Modigliani Miller nell'ambito del quale si affermava che in un mercato dei capitali perfetto la struttura finanziaria non ha invece alcuna importanza. In tale dibattito si inseriranno via via ulteriori contributi teorici e in particolare la trade-off theory, l'agency cost theory, la pecking order theory e la teoria del market timing oltre ad alcune evidenze empiriche che riguardano fattori firm-specific di grandi aziende quotate (tangibilità, dimensione...).

Una volta che la teoria ci spiega come i modelli teorici possano indirizzare le scelte di struttura finanziaria e compreso quali sono gli elementi che la influenzano, nel secondo capitolo si compirà un primo passo avanti verso la pratica scrutando le preziose indicazioni offerte dai principali artefici di tali scelte, ossia i manager finanziari. L'intento è quello di valutare innanzitutto fino a che punto i criteri decisionali utilizzati dai CFO nella pratica corrispondono a quanto previsto dalla teoria economica e nel contempo mettere in evidenza le criticità e le problematiche effettive che turbano maggiormente i manager al momento della scelta e li allontanano dal target ottimale spingendoli a propendere verso una struttura sovra

o sotto indebitata (flessibilità finanziaria, volatilità dei flussi di cassa...). A tal fine verrà poi analizzato come tale decisione cambia anche a seconda del paese in cui l'impresa opera e dell'eterogeneità nel comportamento e nelle personalità dei manager.

Il terzo capitolo affronterà le problematiche operative che i manager si trovano a dover risolvere nel definire e gestire il rapporto di indebitamento ottimale. In particolare, sotto il profilo gestionale, si analizzeranno i principali metodi suggeriti dai manuali di finanza aziendale per stimare la struttura finanziaria ottimale e si descriveranno le migliori pratiche per affinare o risolvere talune criticità riscontrate durante la loro implementazione. Infine, concluderemo l'analisi elencando brevemente i metodi che i manager possono utilizzare per modificare la struttura finanziaria nel caso in cui decida di adeguarsi all'indice d'indebitamento risultante dall'applicazione dei metodi illustrati.

Lo studio di queste tematiche è stato possibile grazie all'utilizzo di fonti secondarie, in particolare articoli scientifici e manualistica sulla finanza aziendale, che hanno permesso una migliore conoscenza e consapevolezza dell'argomento trattato.

Un limite alla completezza del lavoro è sicuramente l'impossibilità di racchiudere al suo interno tutte le variabili e gli effetti ottimizzabili riguardanti la struttura

finanziaria e, più in generale, alla difficoltà riscontrata nel trovare sempre una chiave di lettura al frequente contrasto fra teorie analizzate e complessità empirica.

Concludendo, il lavoro ha la speranza di porsi come un contributo conoscitivo utile alla comprensione delle decisioni e degli approcci operativi dei manager finanziari in tema di struttura finanziaria, da cui potrebbero scaturire nuove prospettive d'analisi che dimostrino l'incidenza di altre variabili interne ed esterne all'impresa, oltre a quelle principalmente evidenziate nelle teorie, ritenute idonee a interpretare il comportamento delle imprese.

CAPITOLO 1

LE SCELTE DI STRUTTURA FINANZIARIA: MODELLI TEORICI E VERIFICHE EMPIRICHE

1.1 ESISTE UNA STRUTTURA FINANZIARIA OTTIMALE?

Una delle questioni più dibattute in materia di finanza aziendale consiste nel definire se esiste una struttura finanziaria ottimale. La ricerca di una struttura finanziaria ottimale trova fondamento nella finalità di tutte le imprese, vale a dire la creazione di valore. Tale orientamento di fondo fa sì che la struttura finanziaria di un'impresa e le connesse decisioni relative alla sua formazione rivestano un ruolo essenziale. Nel tentativo di fornire una guida per le decisioni sulla struttura del capitale, spiegare le scelte finanziarie e dirimere il dilemma sull'esistenza di un livello d'indebitamento ottimale, che massimizzi il valore economico dell'impresa, sono state elaborate molteplici teorie. Scopo del presente capitolo è proprio quello di analizzare tali teorie e di verificarne l'applicabilità e la rilevanza attraverso le successive evidenze empiriche, offrendo così una panoramica sui principali studi in merito alle scelte di finanziamento dell'impresa e i fattori che le determinano.

1.1.1 La teoria classica dei tradizionalisti

Per quanto concerne le problematiche riguardanti l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale, la posizione riconducibile alla cosiddetta tesi tradizionalista consiste nell'individuazione di una relazione tra il valore dell'impresa e il tipo di struttura finanziaria che la contraddistingue. I primi studi disponibili sull'argomento in questione sono quelli condotti da B.Graham, L. Dodd e D. Durand¹.

Secondo la visione classica della finanza, il valore creato dall'impresa² è rappresentato dai flussi di cassa che può generare in futuro. I flussi di cassa sono attribuibili a coloro i quali hanno finanziato l'azienda pretendendo la restituzione del capitale conferito e la sua corretta remunerazione. Se l'impresa si finanzia totalmente attraverso azioni, questi flussi di cassa appartengono agli azionisti; se emette titoli di debito, il flusso di cassa si scinde in due componenti distinte: una andrà agli obbligazionisti, e l'altra agli azionisti. I flussi di cassa raccolti da azionisti e creditori, generano un costo collegato all'aspettativa di rendimento di cui essi

¹ Si veda N. Miglietta, "La struttura finanziaria obiettivo del sistema impresa", Giappichelli editore, Torino, 2004, p.15 che cita B. Graham, L. Dodd (1951) *Security Analysis*, McGraw, New York, 3a ed., pp. 464-466 e D. Durand *The cost of debt and equity funds for business: trends, problems of measurement*, in *Conference on Research in Business Finance*, National Bureau of Economic Research, New York, 1952, pp. 215-247. Va sottolineato inoltre come il modello tradizionale non tenga ancora conto dell'effetto fiscale generato dal costo dell'indebitamento esterno.

² Il valore dell'impresa essendo costituito dalla somma dei diritti finanziari vantati da azionisti e creditori nei confronti dell'impresa, ossia la somma del valore del capitale proprio e del debito, induce infatti a riflettere sulle potenziali relazioni causali che possono presentarsi tra le decisioni in tema di modalità di finanziamento adottate dall'impresa e il relativo valore assunto

sono portatori. Si tratta del costo del capitale aziendale o costo medio ponderato del capitale o *weighted average cost of capital* (rwacc), cioè la media ponderata del rendimento richiesto dai due investitori che sono soggetti a rischi diversi.

In generale, se l'impresa fallisce, gli azionisti hanno diritto a percepire una remunerazione residuale, di conseguenza essi possono subire tre tipi di rischio. Con un livello di debito uguale a zero, il rendimento richiesto dagli azionisti (re) remunera il **rischio operativo**, cioè la variabilità degli utili operativi per cui gli azionisti pretendono un premio, e la temporanea indisponibilità di capitale (tasso di interesse privo di rischio). Normalmente però, l'azienda è finanziata anche con capitale di debito, perciò gli azionisti sopportano anche il **rischio finanziario**, per il quale richiedono un premio aggiuntivo. Il rischio finanziario sale al crescere del livello d'indebitamento, dato che aumenta la componente di utili operativi assorbiti dal pagamento di oneri finanziari, al netto dei benefici dello scudo fiscale; se poi il livello d'indebitamento aumenta ulteriormente subentra anche il **rischio di fallimento**, che comporta la perdita parziale o totale del capitale investito dagli azionisti; per il quale pretendono un ulteriore premio. I creditori al contrario (poiché vengono rimborsati prima) si accontentano inizialmente di una remunerazione priva di rischio fino a quando il debito diventa rischioso, solo allora pretendono una remunerazione per il rischio di fallimento. La remunerazione dei creditori è sempre

e comunque inferiore a quella degli azionisti ($r_d < r_e$), visto il minor rischio sopportato³.

Partendo da questa premessa, la tesi tradizionalista teorizza la presenza di un legame tra valore dell'impresa, il livello di indebitamento che la caratterizza e il relativo costo del capitale.

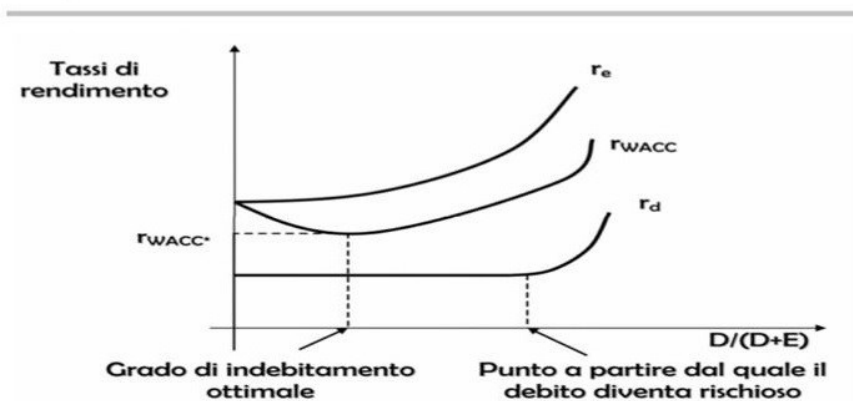
In particolare essi notano che al crescere del ricorso al debito, il costo medio ponderato del capitale (r_{wacc}) diminuisce e di conseguenza il valore attribuito all'impresa tende ad aumentare. Inizialmente infatti, osservando la figura 1.1, si può notare come l'effetto riduttivo su r_{wacc} dell'aumento del debito, il cui peso quindi aumenta, ma che è meno costoso dell'equity è solo parzialmente compensato dall'effetto aggiuntivo su r_{wacc} dell'aumento di r_e che cresce poco per il contenuto rischio finanziario. Quindi r_{wacc} scende dal suo livello iniziale dove il livello di debito è pari a zero, a quello minimo o ottimale (r_{wacc}^*). Oltre questa soglia, ovvero un livello d'indebitamento ritenuto accettabile r_{wacc} comincia a crescere poiché l'effetto riduttivo di r_{wacc} dell'aumento del debito è più che compensato dall'effetto aggiuntivo di r_{wacc} dell'aumento di r_e a causa dell'incremento del rischio finanziario gravante sugli azionisti, che richiedono un rendimento sul capitale investito (r_e) via via maggiore. Quando si raggiungono livelli consistenti

³ O.Domenichelli. "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici", Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 55

di $D/(D+E)$ si assiste ad un aumento esponenziale di r_{wacc} poiché sopraggiunge anche il rischio di fallimento che aumenta non solo ulteriormente il rendimento richiesto sui mezzi propri (r_e) ma anche il rendimento richiesto dai creditori (r_d) che provoca conseguentemente una contrazione del valore aziendale.⁴

Per effetto di tale impostazione teorica, la curva del costo medio ponderato del capitale (r_{wacc}) che mette in correlazione il costo delle fonti di finanziamento con il grado di indebitamento, assume una forma a “U” in base alla quale è possibile individuare la struttura finanziaria ottimale in corrispondenza del punto più basso in cui $wacc$ stesso risulta minimizzato e il valore dell’impresa massimizzato.

Figura 1.1. – *Andamento del wacc al variare del rapporto di indebitamento secondo l’ipotesi tradizionale*



Fonte: Watson e Head (2007, p.263)

Rif.: Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli, Torino, 2013, cap. 2

⁴ O.Domenichelli. “*Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici*”, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 56

Secondo questo ragionamento, si può quindi concludere che esiste una struttura finanziaria "ottimale", dalla quale tutti i principali approcci teorici hanno preso avvio e che corrisponde a quella combinazione tra debito e capitale proprio idonea a massimizzare il valore attuale dei flussi di cassa generati da azionisti e creditori e quindi il valore dell'impresa, attraverso la minimizzazione del costo medio ponderato del capitale.⁵

Si riteneva perciò ovvio che i responsabili finanziari dell'impresa avessero come compito prioritario quello di realizzare il rapporto di indebitamento ottimo. Fino a quando questo non fosse stato raggiunto, sarebbe infatti stato possibile ridurre il costo medio delle risorse finanziarie necessarie all'impresa variando opportunamente l'incidenza del debito. Tale consapevolezza sarebbe stata, negli anni immediatamente successivi, completamente rovesciata dalle proposizioni di Modigliani-Miller.

⁵O .Domenichelli. *“Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici”*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p.57

1.1.2 Il teorema di Modigliani-Miller

Modigliani e Miller nel 1958 presentano un teorema⁶ che si articola in 3 proposizioni, dove in netta contrapposizione con i tradizionalisti, affermano l'assenza di una relazione tra struttura finanziaria e valore. Secondo gli autori infatti, se valgono determinate ipotesi semplificative per l'azienda è indifferente scegliere di finanziarsi con debito o con capitale netto poiché il valore dell'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria.

Al manager finanziario che ricerchi la struttura finanziaria ottimale Modigliani e Miller rispondono che non deve preoccuparsi di come finanziarsi proprio perché a tali decisioni non fa seguito una variazione di valore, bensì di come investire denaro in progetti che creano valore.

⁶Si veda N. Miglietta, "*La struttura finanziaria obiettivo del sistema impresa*", Giappichelli editore, Torino, 2004, p.17. Il lavoro cui si fa riferimento rappresenta una vera e propria pietra miliare sullo studio delle scelte della struttura finanziaria e, nonostante concluda sull'irrelevanza della struttura con riferimento al valore dell'impresa, fornisce una visione organica dell'analisi della struttura, basata sulla valutazione costi-benefici, in un periodo (1958) in cui la struttura finanziaria delle imprese sembrava dettata principalmente dalle preferenze individuali del management; il primo saggio è contenuto in F. MODIGLIANI-M.H. MILLER, "*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*", in *The American Economic Review*, vol. 48, June 1958, pp. 261-297

Le ipotesi su cui si basa tale teoria sono principalmente⁷:

- a) i mercati sono perfetti;
- b) i mercati sono completi, vale a dire che i prezzi si formano sulla base di tutte le informazioni disponibili;
- c) le imprese possono essere inserite in classi omogenee di rischio operativo;
- d) tutti gli investitori hanno la stessa opinione sull'andamento dei titoli;
- e) tutti gli individui sono razionali e massimizzano la propria funzione di utilità attesa.

A sua volta la perfezione⁸ dei mercati implica essenzialmente che:

- a) non ci sono imposte;
- b) gli individui possono prendere e dare a prestito allo stesso tasso di interesse delle imprese;
- c) il fallimento dell'impresa non comporta alcun costo reale di liquidazione né alcun costo di reputazione per i suoi dirigenti;
- d) i manager massimizzano la funzione di ricchezza degli azionisti e gli obbligazionisti non devono preoccuparsi della possibilità che gli azionisti intraprendano politiche di investimento, di finanziamento o di distribuzione dei dividendi che possano danneggiarli (il che vuol dire che non ci sono costi di agenzia);
- e) i mercati finanziari sono esenti da asimmetrie informative.

⁷O. Domenichelli. *“Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici”*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p.58

⁸ A tal proposito si ricorda un commento fatto da Ezra Solomon: «Un mercato finanziario perfetto dovrebbe essere definito come un mercato in cui vale la teoria di MM», in R.A. Bradley,-S.C. Myers,-S. Sandri, *“Principi di finanza aziendale”*, Mc Graw-hill, Milano, 1993, p.467

Basandosi su queste condizioni il teorema afferma che, il valore di un'impresa è pari al valore attuale del flusso di cassa al lordo degli interessi dove il tasso di sconto consiste nel rendimento atteso su imprese appartenenti alla stessa classe di rischio e non nel costo medio ponderato del capitale (Wacc) come ipotizzato dai tradizionalisti. Individuando in tale tasso di sconto e nei flussi di cassa dell'impresa, cioè nelle sue attività patrimoniali e di contro non nella composizione delle fonti di finanziamento, i fattori determinanti il valore aziendale, è possibile concludere che il valore dell'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria.(I Proposizione)⁹

Modigliani e Miller danno prova dell'irrelevanza della struttura finanziaria utilizzando i principi dell'arbitraggio¹⁰, in base al ragionamento riassunto nella tabella 1.1. Si considerino due imprese con gli stessi flussi di cassa operativi (UO), la prima finanziata interamente con capitale netto, la seconda finanziata sia con capitale netto che con capitale di debito con un tasso di interesse sul debito uguale a r . Si supponga inoltre che un investitore acquisti una frazione (x) del capitale netto dell'impresa A, e la stessa frazione di capitale di debito e capitale netto

⁹M.Pagano ,“ *Il teorema di Modigliani Miller, una pietra miliare della finanza*” , *Moneta e Credito*, vol. LVIII, n. 230-231, Napoli, 2005, p. 258

¹⁰ Il “processo di arbitraggio” afferma che due attività presenti sullo stesso mercato di uguale valore non possano avere prezzi differenti. In un mercato efficiente il processo di arbitraggio impedisce che i valori di mercato di due o più imprese, appartenenti alla medesima classe di rischio divergano solo a causa delle diverse strutture finanziarie assunte dalle stesse. Infatti, ove i valori economici e i costi medi ponderati del capitale delle due diverse imprese differissero, gli investitori venderebbero i titoli il cui prezzo fosse superiore rispetto al suo effettivo valore per acquistare quelli di uguale valore ma caratterizzati da un prezzo di mercato più basso, riportando in tal modo l'equilibrio.

dell'impresa B. I flussi di cassa che l'investitore riceverebbe nel periodo successivo sono gli stessi da entrambe le imprese, pertanto xV_u , deve essere uguale a xV_l , cioè V_u deve essere uguale a V_l ; quindi due aziende che differiscono solamente per la composizione della propria struttura finanziaria si contraddistinguono per il medesimo valore. Ciò equivale a dire che ci si può disinteressare dalle modalità con cui l'azienda è finanziata cioè dalla sua struttura finanziaria, in ultima analisi quindi non esiste una struttura finanziaria ottimale.

Tabella 1.1. Flussi di cassa per un investitore in un'impresa finanziata anche con debito (b) e un'impresa finanziata interamente con capitale netto (A)¹¹

	Impresa A	Impresa B
	Solo capitale netto E. $V_u=E$	Sia capitale netto E sia debito D $V_l=xEI+ xDI$
Azioni intraprese ora	L'investitore compra una frazione x dell'impresa: xV_u	L'investitore compra una frazione x sia del debito sia del capitale netto dell'impresa: $xEI+ xDI = xV_l$
Prossimo periodo	L'investitore riceve una frazione x dei flussi di cassa: xUO	L'investitore riceve: $x(UO-rDI)+xrDI=xUO$

V_u = Valore impresa senza debito (value unlevered)

V_l = Valore impresa con debito (value levered)

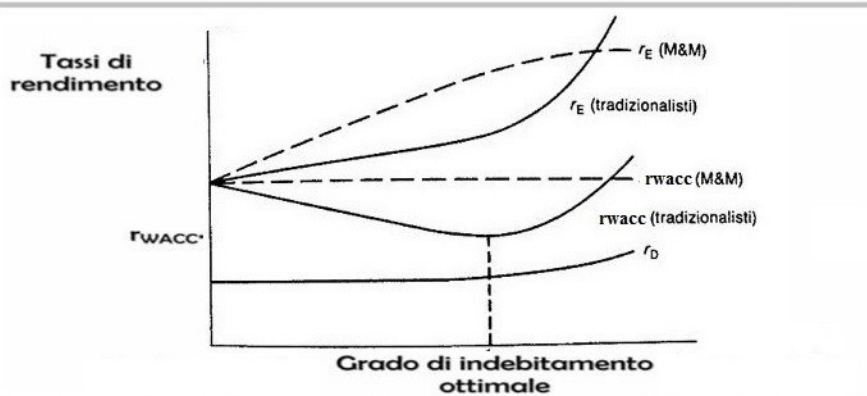
¹¹ A.Damodaran, O.Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", Maggioli editore, Rimini, 2015, p.451

Se la politica di finanziamento è davvero irrilevante, una prima conseguenza è che il costo medio ponderato del capitale (wacc) rimane costante e non è alterato pertanto da variazioni nella proporzione relativa di debito.

Questa conclusione può sembrare assurda dato che il costo del debito è molto inferiore al costo del equity. Tuttavia il ragionamento per cui il costo medio ponderato diminuisce aumentando opportunamente il grado di indebitamento non funziona più se il maggiore indebitamento porta a far sì che gli azionisti si aspettano un rendimento ancora più alto di quello prospettato dai tradizionalisti. In questo caso come evidenziato nella figura 1.2 l'aumento del rapporto di indebitamento non ridurrebbe il costo medio del capitale per l'impresa, perché l'effetto diminutivo su r_{wacc} dell'aumento del debito è compensato in maniera esatta dall'effetto aggiuntivo su r_{wacc} dell'aumento di r_e dovuto al crescere del rischio finanziario sopportato dagli azionisti. (II Proposizione).¹²

¹² O.Domenichelli. “*Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici*”, Giappichelli editore, Torino, 2013, p.62-63

Figura 1.2: Andamento del wacc e del capitale proprio in base alla seconda proposizione di Modigliani e Miller



Fonte: R.A. Bradley, -S.C. Myers, -S. Sandri, "Principi di finanza aziendale", Mc Graw-hill, Milano, 1993, p 403

Le prime due proposizioni di Modigliani Miller possono essere riassunte in questo semplice avvertimento: “non ci sono magie nella leva finanziaria”. Qualsiasi tentativo di sostituire il debito "economico" con il capitale netto "costoso" non riesce a ridurre il costo complessivo del capitale perché rende il capitale rimanente ancora più costoso, abbastanza costoso da mantenere costante il costo complessivo del capitale, quindi non è sufficiente dividere in due i flussi di cassa per aumentare il valore dell'impresa poiché (utilizzando ancora le loro parole)“ Il valore di una torta non dipende da come è tagliata”¹³.

¹³ Miller in una sua intervista riassume la teoria come segue: il fattorino delle pizza va dall'orso Yogi e gli dice: “Yogi, come vuoi che ti tagli la pizza in quattro o in otto pezzi? Yogi gli risponde, “Tagliala in otto pezzi perché ho molta fame”. E' ovvio però che la forma e il numero delle fette non influisce sulla dimensione della pizza. Allo stesso modo azioni o obbligazioni non modificano il valore dell'azienda. S.C.Myers, “Capital Structure” in Journal of Economic Perspectives, vol. 15,n.2 , primavera 2001, p .85

I manager finanziari che cercano di creare valore semplicemente usando la leva finanziaria sono pericolosi e possono essere portati a commettere errori pratici in quanto la minimizzazione del costo medio ponderato del capitale è un obiettivo finanziario errato e disorientante.¹⁴

Se questi risultati potessero essere applicati nella pratica un manager dovrebbe concentrare la sua attenzione solo sulle politiche di investimento e non su quelle di finanziamento. Dunque un manager che agisca nell'interesse dei propri azionisti, deciderà di sfruttare un'opportunità di investimento se e solo se il rendimento degli investimenti è almeno pari o superiore al rendimento minimo richiesto da coloro che apportano il capitale per finanziare l'investimento. Se ciò che rende l'investimento è maggiore o al limite uguale a quello che richiedono azionisti e creditori a livello minimale, il manager deve implementare quel progetto, viceversa non dovrebbe farlo perché così distruggerebbe solo valore. Questo è un concetto fondamentale nella Finanza aziendale, poiché ha valenza scientifica e operativa di carattere generale di cui diretta conseguenza è che il management deve preoccuparsi solamente di individuare quegli investimenti che consentano la creazione di valore d'impresa e per gli azionisti senza badare a come essi vengano finanziati. (III Proposizione)¹⁵

¹⁴ R.A. Bradley,-S.C. Myers,-S. Sandri," *Principi di finanza aziendale*", Mc Graw-hill, Milano, 2020, p. 442

¹⁵ O.Domenichelli. "*Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici*", Giappichelli, Torino, 2013 p. 64

Il teorema di M&M è stato sottoposto nel corso del tempo a diverse critiche, fondamentalmente basate sulla constatazione che i manager dedicano tempo e risorse alle decisioni di finanziamento, e ovviamente i mercati finanziari non sono perfetti; pertanto non può rispecchiare appieno quanto effettivamente accade nella realtà. Se dunque, come spesso avviene, un cambiamento nella struttura finanziaria mostra di avere un effetto rilevante sul valore di mercato di un'impresa, ciò non implica che il teorema sia inutile o sbagliato. Questa affermazione potrebbe sembrare un paradosso, ma a tal proposito ritengo però che non vada dimenticato quest'aspetto: il merito di questo tipo di risultati non consiste nel dimostrare che la scelta specifica sia realmente irrilevante, ma piuttosto nel costringere a riflettere seriamente sulle ipotesi che è necessario fare perché lo sia.¹⁶ È questa la ragione principale per cui le proposizioni di Modigliani e Miller sono tra i risultati più citati nella teoria della finanza. Che questo sia poi il messaggio fondamentale dei teoremi lo testimoniano le parole dello stesso Merton Miller (1988, p. 100) che, riconsiderando il lavoro suo e di Franco trent'anni dopo, affermò:

“L'idea che la struttura finanziaria sia letteralmente irrilevante o che “nulla conta” nella finanza aziendale, nonostante sia talvolta attribuita a noi (il che risale probabilmente al modo molto provocatorio in cui abbiamo espresso le nostre teorie) è molto lontana da ciò che abbiamo detto riguardo alle applicazioni reali e concrete

¹⁶ R.A. Bradley,-S.C. Myers,-S. Sandri,” *Principi di finanza aziendale*”, Mc Graw-hill, Milano, 2020, p.430

delle nostre proposizioni teoriche. Adesso penso che forse avremmo dovuto sottolineare maggiormente l'importanza dell'altro lato della medaglia, il lato più ottimistico del "nulla conta": identificare ciò che *non conta* può anche identificare, di conseguenza, ciò che *conta*".¹⁷

In effetti, l'intero sviluppo della finanza aziendale dal 1958 (data di pubblicazione dal primo lavoro di Modigliani e Miller) a oggi può essere descritto principalmente come la rimozione sequenziale (o simultanea) delle ipotesi sopra citate. La logica conseguenza non poteva che essere la nascita di un ampio dibattito teorico, tuttora aperto, rivolto alla ricerca ed all'introduzione nell'analisi di ipotesi via via sempre più realistiche, in grado di tener conto della «complessità del mondo» in cui operano le imprese. La teoria si arricchisce quindi di nuovi contributi, presentati nei paragrafi successivi, volti a spiegare come l'introduzione di fattori distorsivi delle condizioni di mercati finanziari perfetti comporta l'ottenimento di conclusioni differenti dal teorema appena esposto, per quanto concerne i rapporti esistenti tra struttura finanziaria e valore dell'impresa soffermandosi in particolare sugli effetti dell'utilizzo del debito come strategia di finanziamento.

¹⁷M. Pagano, "Il teorema di Modigliani Miller, una pietra miliare della finanza", *Moneta e Credito*, vol. LVIII, n. 230-231, Napoli, 2005, p.257

1.2 TRADE OFF THEORY

1.2.1 Introduzione delle imposte e del beneficio fiscale del debito

L'ipotesi relativa all'assenza di imposte fu la prima ad essere rimossa, per mano degli stessi Modigliani e Miller¹⁸ che nel 1963 presentano una correzione fiscale al teorema originario. In particolare i due studiosi rivedono la loro prima proposizione incorporando al suo interno la presenza di imposizione fiscale, dando così origine alla seguente prima proposizione modificata, dove affermano che il valore dell'impresa è dato dal suo valore quando essa è priva di debito a cui si aggiunge il valore attuale del risparmio fiscale derivante dal debito. Indicando con V_u il valore di un'impresa priva di debito (unlevered) e con V_l il valore di un'impresa indebitata (levered) risulta valida la seguente relazione:

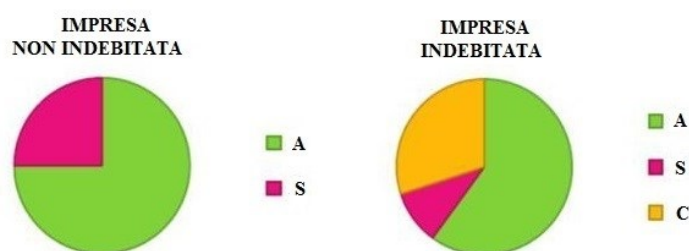
$$V_l = V_u + V_{Arfd}$$

In questa nuova formulazione, il valore dell'impresa indebitata risulta quindi essere superiore dell'impresa priva di debito poiché tra le due imprese emerge un differenziale (V_{Arfd}) che prende il nome di scudo fiscale (tax shield) o beneficio fiscale del debito. Il motivo per il quale questo avviene, è insito nella presenza di un ulteriore percettore dei flussi di cassa generati dall'impresa che si aggiunge agli

¹⁸ L'introduzione del beneficio fiscale, è contenuta in F. MODIGLIANI e M.H. MILLER, *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, in *The American Economic Review*, n. 53, June 1963, pp. 433-443. L'intuizione della teoria nasce dall'osservazione del sistema fiscale statunitense dove il trattamento preferenziale riservato debito implicava che una struttura finanziaria ottimale avrebbe richiesto un rapporto di indebitamento maggiore.

azionisti e creditori: il soggetto pubblico (Stato) che prende una parte di ricchezza generata dalle imprese attraverso le imposte.¹⁹

Figura 1.3 Confronto tra la distribuzione dei flussi di cassa generati da imprese non indebitate e indebitate.



I grafici a torta nella figura 1.3 mostrano infatti che i flussi generati da un'impresa non indebitata sono distribuiti agli azionisti (A) e lo Stato (S), mentre nelle imprese indebitate una fetta andrà anche ai creditori (C). Nell'impresa indebitata si può notare che, la fetta di S è minore rispetto a quella non indebitata a causa della deducibilità fiscale degli interessi pagati sul debito nel calcolo dell'imposta, non prevista per i dividendi destinati ai detentori di capitale proprio, che sono pagati invece a partire dai flussi di cassa al netto d'imposta. Infatti a differenza dell'impresa finanziata da solo equity, nell'azienda indebitata i flussi di cassa al lordo delle imposte vengono scontati degli oneri finanziari che riducono la base imponibile e di conseguenza le imposte. Ciò genera un beneficio fiscale del debito che corrisponde esattamente a quella parte di torta tolta allo Stato, ovvero

¹⁹ R.A. Bradley,-S.C. Myers,-S. Sandri," *Principi di finanza aziendale*", Mc Graw-hill, Milano, 2020, p.456

all'importo che si è pagato in meno di imposte che va ad incrementare la parte di valore di cui possono beneficiare gli altri due cioè azionisti e creditori. Sebbene infatti a prima vista sembra proprio che agli azionisti dell'impresa indebitata arrivino meno flussi di cassa, bisogna considerare però che nell'impresa levered il numero degli azionisti si è ridotto o si è ridotto il loro impiego di capitale (in quanto è stato sostituito equity con debito). Essendo il valore dell'impresa dato da $A+C$, si osserva facilmente che è maggiore per l'impresa indebitata rispetto all'impresa priva di debito.²⁰

Il beneficio fiscale del debito, calcolato solo sulla base delle imposte societarie, sarebbe uguale all'aliquota d'imposta marginale sulla società gravante sul reddito imponibile (*tc corporate tax*) per l'ammontare del pagamento degli interessi (OF oneri finanziari). Per calcolare invece il valore attuale del beneficio fiscale del debito (V_{Arfd}), da sommare come prima accennato al valore dell'impresa unlevered (V_u) per ottenere il valore dell'impresa levered (V_l) si devono attualizzare i benefici fiscali periodo dopo periodo, per tutta la durata dell'azienda; così facendo si sommano i maggiori flussi di cassa attualizzati che vanno ad incrementare il valore dell'impresa finanziata con debito in presenza di imposte.

²⁰ O.Domenichelli, "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici", Giappichelli, Torino, 2013, p.66

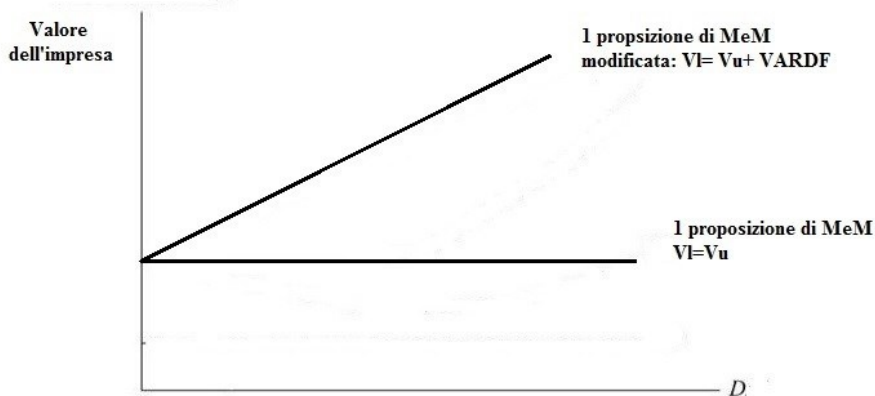
Tuttavia, calcolare il beneficio fiscale del debito per tutta la vita dell'impresa può essere un problema, quindi si può ipotizzare che il numeratore non vari in eterno utilizzando una rendita perpetua a flussi di cassa costanti. Si sottolinea inoltre che, il numeratore è giustamente attualizzato al rendimento richiesto dai creditori privo di rischio (rf), perché nel mondo di Modigliani Miller non essendoci fallimento, secondo una possibile visione degli Autori, è un rendimento certo:

$$VArfd = \frac{OF*Tc}{(1+rd)} = \frac{Tc*rf*D}{rf} = Tc*D$$

L'aver riconosciuto un beneficio correlato con la scelta dell'indebitamento, induce conseguentemente a riconsiderare anche le conclusioni in precedenza ottenute in termini di rapporti tra la struttura finanziaria e il valore dell'impresa. Prendendo in considerazione solo le imposte societarie, il valore dell'azienda risulta positivamente correlato al suo livello di indebitamento, per cui il risparmio fiscale derivante dall'utilizzo del debito spinge un'impresa ad indebitarsi il più possibile per cogliere pienamente l'opportunità di ridurre le imposte sottraendo ricchezza allo Stato, come evidenziato in figura 1.4.²¹

²¹ O.Domenichelli. "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici", Giappichelli, Torino, 2013, p. 67

Fig.1.4 Andamento del valore dell'impresa, sulla base della prima proposizione di Modigliani e Miller (1958,p.268) e della prima proposizione modificata di Modigliani e Miller (1963)



Rif.: Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli, Torino, 2013, p.67

Gli stessi Modigliani e Miller, che originariamente (1958) avevano considerato l'assenza di una relazione fra struttura finanziaria e valore, nel 1963 sono giunti alla paradossale e provocatoria conclusione che un indebitamento massimo (finanziamento unicamente con debito), facendo leva sulla deducibilità fiscale degli interessi, consentirebbe di massimizzare il valore dell'impresa. Ne consegue che una struttura finanziaria ottimale esiste e consiste nel 100% di debito. Tuttavia la constatazione, legata all'evidenza empirica, che le imprese non scelgono strutture finanziarie contraddistinte da un livello d'indebitamento elevatissimo, induce ad interrogarsi sull'esistenza di fattori limitativi il beneficio fiscale connesso al ricorso all'indebitamento. Ci sono molte aziende consolidate e redditizie con rating di

credito superiori che operano per anni a bassi rapporti d'indebitamento, tra cui Microsoft e le principali aziende farmaceutiche.²²

Pertanto per completare l'analisi relativa ai vantaggi fiscali connessi all'utilizzo del debito, bisogna considerare anche l'esistenza di imposte personali.

A tal proposito è ancora lo stesso Miller (1977)²³ ad occuparsi dell'impatto delle imposte personali sulla convenienza all'indebitamento societario, evidenziando come il debito finanziario, possa generare un beneficio fiscale se e solo se l'imposizione fiscale personale sui redditi derivanti dal possesso di obbligazioni (Tp) è inferiore all'imposizione fiscale personale sui redditi di capitale proprio (Tpe):

$$(1 - Tp) < (1 - Tc)(1 - Tpe),$$

Se il primo termine fosse superiore al secondo, l'impresa avrebbe convenienza ad emettere titoli azionari poiché i creditori a motivo della maggiore tassazione che devono sopportare tendono a richiedere tassi di interesse più consistenti

²² La Johnson & Jonson, impresa di grande successo, illustra un fatto strano relativo alle strutture finanziarie della vita reale: nonostante il debito d'imposta originato dal suo reddito sia molto elevato tale da sopportare alte quantità di debito senza incorrere in fallimento, l'impresa si finanzia essenzialmente con capitale netto prosperando senza fare ricorso al debito. R.A. Bradley,-S.C. Myers,-S. Sandri," *Principi di finanza aziendale*", Mc Graw-hill, Milano, 2020, p.456

²³ Si veda M.H.Miller, "*Debt and taxes*" in "The Journal of Finance", maggio 1977 dove ha messo in discussione le implicazioni estreme della teoria di Modigliani-Miller originale, che ha reso gli scudi fiscali degli interessi così preziosi da non poter spiegare perché tutte le imprese non fossero inondate di debito.

contribuendo a ridurre i vantaggi connessi al debito, ciò comporta uno svantaggio fiscale del debito che tende a compensare il primo vantaggio. Mentre nel ipotesi di eguaglianza tra il primo e secondo membro, la scelta di ricorrere al debito quale fonte di finanziamento cesserebbe di esistere poiché il valore dell'impresa levered risulta parificato a quello dell'impresa unlevered (risultato standard di Modigliani-Miller senza imposte) trovandosi quindi in una situazione di indifferenza rispetto all'approvvigionamento di capitale.²⁴

E' quindi evidente come la politica tributaria del paese dove i redditi personali e di impresa vengono tassati ha considerevoli implicazioni sulle scelte relative al mix di fonti di finanziamento aziendali.²⁵

Oltre alle imposte personali a carico dei finanziatori, altri fattori che inducono le imprese a scegliere gradi d'indebitamento più contenuti che impediscono alle aziende di utilizzare lo scudo fiscale del debito nella sua totalità sono ²⁶ :

²⁴O. Domenichelli. *“Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici”*, Giappichelli, Torino, 2013, p. 71

²⁵ Le considerazioni fin qui sviluppate sono fondate sul meccanismo di prelievo fiscale statunitense, il quale come nella generalità dei paesi, prevede che a livello societario il reddito pagato come interesse non è soggetto ad imposizione, mentre lo è a livello personale. Il reddito azionario è soggetto ad imposizione a livello societario, ma può sfuggire dalle imposte personali se si concretizza sotto forma di capital gain. Quindi l'aliquota personale effettiva sui redditi azionari T_{pe} , è di solito inferiore a T_p , l'aliquota d'imposta normale che si applica ai redditi da interessi e questa situazione ridurrebbe il vantaggio fiscale relativo del debito.

²⁶O. Domenichelli. *“Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici”*, Giappichelli, Torino, 2013, p. 70

- a) la presenza di scudi fiscali alternativi (no debit tax shield), che riducono ugualmente l'imposizione fiscale e controbilanciano il favore attribuito al debito quale fonte di finanziamento (quali per esempio agevolazioni fiscali sugli investimenti e sulle spese di ricerca e sviluppo, ammortamenti ordinari e accelerati) ovvero di altri benefici fiscali connessi alle caratteristiche della propria attività od agli investimenti effettuati;
- b) gli oneri finanziari pagati quando essi superano il reddito prima della loro decurtazione, poiché in tal caso non si ottiene per differenza un risparmio fiscale, perché il legislatore non consente la decurtazione aggiuntiva;
- c) l'impossibilità di mantenere permanentemente il livello di indebitamento a livelli elevati, in quanto esso cambia al variare della redditività e del valore dell'impresa.

L'introduzione delle imposte personali e di scudi fiscali diversi dal debito, forniscono tuttavia solo una spiegazione parziale delle ragioni che spingono il management aziendale a optare per strutture finanziarie che non siano caratterizzate da alti livelli d'indebitamento. Un'analisi esauriente del fenomeno non può quindi prescindere dalla rimozione di ulteriori ipotesi di mercati finanziari perfetti poste alla base del modello originario di Modigliani e Miller. Prima fra queste è sicuramente l'ipotesi dell'assenza di fallimento che sarà oggetto di discussione nel paragrafo successivo.

1.2.2 L'indebitamento e i costi di fallimento

L'eliminazione dell'ipotesi di assenza di imposte all'interno del mercato perfetto di MM ha identificato un beneficio fiscale che rappresentata indubbiamente un vantaggio connesso al ricorso al debito, tuttavia non tiene in debita considerazione gli svantaggi derivanti dal suo utilizzo. L'inserimento dei costi di fallimento contribuisce a colmare questa lacuna, implicando l'abbandono di un'altra delle condizioni previste dal modello di Modigliani e Miller, vale a dire l'assenza di fallimento.

In un mercato perfetto, il rischio di fallimento non è di certo uno svantaggio derivante dall'indebitamento, poiché quest'ultimo comporta semplicemente il trasferimento della proprietà dell'impresa dagli azionisti ai creditori, poiché non ci sono costi connessi al fallimento. Tuttavia nel mondo reale, il fallimento genera costi e questi sono piuttosto significativi e potrebbero annullare i guadagni fiscali derivanti dall'indebitamento. Questo accade perché, un'impresa che ricorre al debito quale fonte di finanziamento a differenza del capitale proprio, sottopone l'impresa al rispetto di obblighi inderogabili nei confronti dei finanziatori creditori in relazione al pagamento degli interessi e alla restituzione del capitale prestatato. Nel caso in cui si ricorra eccessivamente al debito, la situazione di liquidità dell'impresa presenterebbe tratti di problematicità (*financial distress*), tali da causare difficoltà nel tenere fede agli impegni assunti nei confronti dei finanziatori a titolo di debito,

il rischio in cui l'impresa incorre è rappresentato dal rischio del dissesto e conseguentemente di bancarotta. Il rischio legato alla probabilità che l'impresa diventi insolvente si traduce in un costo (*bankruptcy cost*), scomponibile in due differenti componenti: *i costi diretti e i costi indiretti*²⁷.

I costi diretti del fallimento sono costituiti da spese legali e amministrative e la loro manifestazione è dunque legata al verificarsi vero e proprio del fallimento. Sono tipici esempi di costi diretti gli onorari pagati ad avvocati, consulenti e commercialisti, i costi di revisione del bilancio, ovvero i costi sostenuti per le perizie degli esperti. L'evidenza empirica ha mostrato come tale tipologia di costi, pur risultando ingente in valore assoluto, abbia un'incidenza minima sul valore dell'azienda.

Dunque se gli unici costi del fallimento fossero quelli diretti, il basso livello di indebitamento mantenuto da molte imprese non troverebbe chiara giustificazione. Bisogna considerare quindi nel costo totale del fallimento anche i costi indiretti associati a un aumento dell'indebitamento e del rischio di insolvenza, generalmente legati alla percezione negativa che i diversi stakeholder hanno dell'impresa quando

²⁷A. Damodaran e O. Roggi “*Finanza aziendale: applicazioni per il management*”, Maggioli editore, Rimini, 2015, p. 439

il fallimento diventa solamente più probabile. Tutti gli *stakeholders* possono contribuire alla creazione di costi indiretti²⁸:

- a) i creditori che alla luce di un rischio crescente, richiedono un maggior costo del capitale di debito o addirittura il rientro immediato del capitale stesso (revoca del finanziamento), ritenendo di non poter sopportare più un rischio così elevato cosicché l'azienda è costretta a rinunciare a nuove opportunità d'investimento (costi indiretti del dissesto di tipo finanziario);
- b) i clienti cessano di acquistare beni e servizi o pretendono riduzioni di prezzo, per paura che l'impresa non garantisca più la fornitura o la regolarità o i necessari servizi post vendita, abbandonando così l'impresa rivolgendosi ad altri (costi indiretti del dissesto commerciali);²⁹
- c) i fornitori possono applicare condizioni meno favorevoli perché temono di non venire pagati dall'impresa (costi indiretti del dissesto riguardati gli approvvigionamenti);

²⁸ O.Domenichelli, *“Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici”*, Giappichelli, Torino, 2013, p. 71-72

²⁹ Negli anni '80 si diffuse la percezione di un elevato rischio di fallimento della Chrysler e molti, temendo l'impossibilità di far fede alle garanzie prestate e la reperibilità di parti di ricambio, si rivolsero a Ford, GM ed altre imprese. Anche la Continental Airlines, in grave dissesto finanziario al termine degli anni '80, ebbe un calo di clienti frequent flyers che temevano di non poter più utilizzare le miglia accumulate con i piani di incentivazione. A. Damodaran e O. Roggi, *“Finanza aziendale: applicazioni per il management”*, Maggioli editore, Rimini, 2015, p.440

- d) i dipendenti migliori lasciano l'azienda perché questa non riesce a pagare stipendi e salari o non assicura il mantenimento dell'impiego in futuro (costi indiretti del dissesto attinenti alle risorse umane).

Alcuni studi hanno tentato di fornire una stima dell'ammontare che i costi di bancarotta possono arrivare a raggiungere. Le analisi più rilevanti sono quelle effettuate da Warner (negli anni '70) e da Altman (negli anni '80). Warner³⁰ in un suo studio stima che i costi diretti del fallimento rappresentino circa il 3% o 4% all'incirca del valore di mercato dell'impresa. Tali costi sebbene non irrilevanti non sono di certo enormi soprattutto considerando che i costi diretti espressi in percentuale diminuiscono fino all'1,4% se il valore dell'impresa viene calcolato 5 anni prima del fallimento. I risultati emersi evidenziano quindi come, l'ammontare dei costi diretti da un lato non risulti di entità tale da inficiare i vantaggi derivanti dall'effetto dello scudo fiscale del debito e dall'altro tenda a presentare una correlazione inversa con le dimensioni aziendali. Secondo Lawless e Ferris, i costi diretti del fallimento delle piccole imprese corrispondono a circa il 12% del valore dell'impresa mentre per le grandi imprese scenderebbero all'1,7%. Per quanto

³⁰ Si veda A. Damodaran e O. Roggi, *Finanza aziendale: applicazioni per il management*, Maggioli editore, Rimini, 2015 p. 439 che cita Warner, *“Bankruptcy Costs: Some Evidence”*, Journal of Finance n.2, Maggio 1977, p.337-347. L'analisi effettuata dall'autore sui fallimenti delle società ferroviarie fra il 1930 ed il 1955 ha determinato nel 5,3% l'incidenza dei costi diretti rispetto al valore delle azioni prima del fallimento. Tali costi sono più alti rispetto alle altre imprese a causa della natura dei loro beni (beni immobili e impianti fissi)

concerne i costi indiretti nonostante le difficoltà insite nel processo di quantificazione e identificazione che li contraddistingue l'evidenza empirica sembra di contro fornire una stima che ammonta in media al 17,5% del valore dell'impresa un anno prima che si verifichi il fallimento.³¹

Dunque, il possibile rischio di fallimento e i costi ad esso connessi derivanti una politica eccessiva d'indebitamento, possono comportare uno svantaggio non trascurabile del debito in termini di decremento di valore, la cui entità è pari al valore attuale dell'ammontare dei costi di fallimento per la probabilità che il fallimento si verifichi.

Per cui il valore attuale dei costi del dissesto derivante dalla somma dei costi diretti e indiretti, va a correzione della formula, in parte già nota, che definisce il valore dell'impresa, la quale considera non solo i vantaggi del debito cioè i benefici fiscali ma anche gli svantaggi ossia i costi, in simboli:

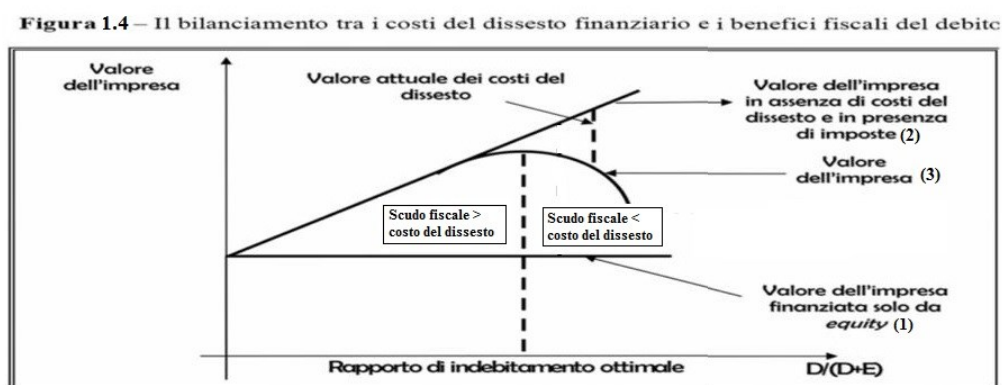
$$VI = Vu + VArfd - VAcid$$

In base a questa nuova formulazione, il valore dell'impresa indebitata (VI) è pari al valore dell'impresa priva di debito (Vu), a cui si aggiunge il valore attuale dei

³¹ Si veda J.Berk e P. De Marzo, "Finanza Aziendale", Pearson Education, Milano, 2008, p. 496 che cita R. M.Lawless, S. P Ferris, "Professional Fees and Other Direct Costs Business Liquidations", Washington University Law Quarterly, inverno 1997. P. 2-28 e E.I.Altman, "A further empirical investigation of the bankruptcy cost question", Journal of Finance, Vol. 39., n.4, September 1984, p. 1067-1089

risparmi fiscali del debito (V_{Arfd}) e si sottrae il valore attuale dei costi diretti e indiretti del fallimento (V_{Acidid}).

Nel 1973 Kraus e Litzenger, furono i primi a considerare sia i benefici fiscali sia i costi del fallimento in un unico modello. La loro teoria che prende il nome di Trade-off Theory, afferma l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale (ideale), corrispondente al livello di indebitamento, che massimizza il valore dell'impresa, ottimizzando il *trade-off* tra vantaggio fiscale del debito e valore attuale dei costi di fallimento. Questo concetto viene chiarito nella figura 1.4³²



Fonte: Brealey et al., 2011, Fig. 19.2, pag. 489, con piccole modifiche.

Rif.: Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli, Torino, 2013, cap. 2

³² Si veda O.Domenichelli. "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici", Giappichelli, Torino, 2013, p.72 che cita A.Kraus e R.H.Litzenberger, "QA State-Preference Model of Optimal Financial Leverage", The Journal of Finance, vol.28,n.4, Settembre 1973, p.911-922

Osservando la figura si possono trarre le riflessioni che seguono:

- a) la parallela (1) sintetizza che il valore dell'impresa non varia se non c'è indebitamento e quindi se finanziata da solo equity;
- b) la semiretta crescente (2) segnala l'aumento di valore dell'impresa all'aumentare del grado di indebitamento quando vengono considerati solo i benefici del debito;
- c) la curva (3) mette insieme vantaggi e costi del debito mostrando che il valore dell'impresa indebitata cresce con l'aumentare del debito fino al punto di ottimo, in cui il beneficio fiscale dell'indebitamento rappresentato dagli scudi fiscali ed il costo dell'indebitamento (costo di bancarotta) si compensano. A sinistra dell'ottimo si può rilevare che per un tratto importante la linea (2) e (3) coincidono poiché in corrispondenza di livelli moderati di indebitamento, le probabilità di dissesto sono irrilevanti, quindi il valore attuale del dissesto è minimo, mentre massimo è il valore attuale del beneficio fiscale. A destra dell'ottimo si nota invece come al crescere del rapporto di leverage aumenta proporzionalmente la probabilità del dissesto, e, di conseguenza, i costi ad esso relativi cominciano a incidere sul valore d'impresa e contemporaneamente il vantaggio fiscale comincia a ridursi fino ad arrivare ad annullarsi.

Quindi mentre per Modigliani e Miller il valore dell'impresa continua a crescere al crescere dell'indebitamento, qui il grafico mostra chiaramente che il valore dell'impresa raggiunto un punto ottimale scende per effetto dei costi del dissesto finanziario. Ne deriva che il miglior grado di indebitamento si ottiene quando il valore attuale del beneficio fiscale addizionale è compensato dal valore attuale dell'aumento marginale dei costi diretti e indiretti del dissesto dato che in questa situazione il valore dell'azienda viene massimizzato. Oltre quel punto il valore dell'impresa inizia a diminuire, mentre con un livello di debito inferiore all'ottimo si perderebbero i vantaggi fiscali derivanti da un maggior indebitamento. Le deviazioni dal punto ottimale si traducono quindi inevitabilmente in una struttura finanziaria non ottimale e l'azienda non massimizzerebbe più il suo valore.³³

Dunque, per manager finanziario fin tanto che i benefici dello scudo fiscale saranno maggiori dei costi del dissesto, indebitarsi fino a convergere al punto ottimo costituisce la scelta migliore perché aumenterà il valore dell'impresa, in caso contrario sarà meglio ricorrere al capitale netto poiché superato il punto ottimale d'indebitamento, se si continua ad utilizzare debito il valore dell'impresa inizierà a diminuire rapidamente. Ciò posto, contrariamente a quanto affermato da Modigliani

³³ O.Domenichelli. "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici", Giappichelli, Torino, 2013, p.72

e Miller esiste una struttura finanziaria ottimale e compito del manager finanziario sarebbe quello di raggiungere e mantenere tale target nel tempo.

La teoria del trade-off porta quindi un'ondata di buon senso. A differenza della teoria modificata di Modigliani e Miller che sembra suggerire a tutte le imprese di indebitarsi il più possibile, evita le posizioni estreme e rende razionali i rapporti d'indebitamento³⁴.

Il pregio maggiore di questa teoria risiede infatti nel riconoscere che, esiste un livello ottimale di debito per ciascuna impresa e che, quindi, non è possibile trovare un livello target che sia standard per ogni realtà. Tale punto di equilibrio infatti non è uguale per tutte le aziende³⁵:

- a) le imprese con elevata redditività e attività tangibili (facili da liquidare) in bilancio dovrebbero spingere sull'indebitamento, godendo così di un elevato scudo fiscale senza incorrere in significativi costi per il dissesto, grazie alla liquidabilità dei suoi investimenti. Viceversa aziende meno redditizie e con attività intangibili (imprese in crescita e ad alta tecnologia), dovrebbero fare minor uso del debito per via del maggior rischio di incorrere

³⁴ Myers. S.C, “*Capital Structure*”, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15,n.2 , primavera 2001, p 91

³⁵ A.Damodaran, O.Roggi, “*Finanza aziendale: applicazioni per il management*”, Maggioli editore, Rimini, 2015, p 441

in costi di dissesto e fare affidamento principalmente sull'equity optando per una struttura finanziaria più prudente;

- b) le imprese operanti in settori con utili e flussi di cassa volatili dovrebbero fare meno uso del debito rispetto a imprese simili con utili e flussi di cassa stabili (flussi di cassa più volatili comportano una maggiore probabilità di fallimento cioè maggiori costi);
- c) le imprese in cui i flussi di cassa sul debito aumentano e diminuiscono insieme ai flussi di cassa operativi possono sostenere un maggior livello di indebitamento;
- d) se esistono protezioni contro il fallimento, per esempio tramite forme assicurative o di salvataggio statale, le imprese possono permettersi un più alto livello di indebitamento;
- e) le imprese che collocano sul mercato prodotti con caratteristiche uniche e operano in settori specializzati sono meno indebitate rispetto a quelle che producono beni di largo consumo, dato che in caso di fallimento i disagi arrecati a clienti, lavoratori, fornitori sarebbero notevoli proprio a causa dell'alta specificità del prodotto acquistato, del tipo di lavoro svolto e dei fattori produttivi venduti.

In una versione ampia di questa teoria i costi di stress finanziario comprendono anche i costi di agenzia di cui si tratterà approfonditamente nel prossimo paragrafo.

1.2.3 L'indebitamento e i costi d'agenzia del debito e del capitale

Un ulteriore fattore distorsivo dell'ipotesi iniziale di mercati finanziari perfetti, da introdurre al fine di poter sviluppare l'analisi delle teorie generate dopo Modigliani e Miller, è rappresentato dalla presenza di conflitti di interesse tra azionisti, management e creditori dell'impresa che hanno diverse funzioni di utilità personale.

La ragione per cui si creano questo tipo di situazioni, è insita nel concetto di rapporto di agenzia in base al quale il principale delega l'agente allo svolgimento di una determinata attività per suo conto e interesse riconoscendo che non è possibile gestire l'intera azienda autonomamente o non ha le competenze tecniche necessarie per farlo. In forza della relazione di agenzia, l'agente ha il dovere di operare nell'interesse del principale, al fine di ottimizzare l'utilità dello stesso. Il conflitto di interesse emerge nel momento in cui l'interesse dell'agente diverge da quello del principale, cioè quando essi non perseguono più esclusivamente gli interessi del principale, ma agiscono solo per il proprio tornaconto.³⁶

³⁶ O.Domenichelli. “*Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici*”, Giappichelli, Torino , 2013,p. 74

La progressiva sensibilità verso i conflitti d'interesse ha determinato la formazione di un vero e proprio filone dottrinale chiamato Agency Cost Theory ,che è stato consolidato negli anni Settanta ³⁷ soprattutto da Jensen e Mekling³⁸ per essere poi ulteriormente sviluppato da altri autori fra cui in particolare, Myers³⁹ che individuerebbe nei costi d'agenzia (*agency costs*) i maggiori oneri di cui un'impresa caratterizzata dalla separazione tra proprietà e controllo verrebbe ad essere gravata, con un impatto sulle scelte di struttura finanziaria.

Jensen e Mekling focalizzano la loro attenzione su due tipi di conflitti d'interesse: quelli intercorrenti tra management aziendale e creditori dell'impresa e quelli tra azionisti e management dell'impresa.

Supponendo, inizialmente che il management aziendale agisca nell'interesse esclusivo degli azionisti, il sorgere di potenziali conflitti tra azionisti (agenti) e i creditori (principali) deve essere ricondotto all'esistenza di scelte gestionali che

³⁷Sin da Berle and Means (1932), la ricerca sul governo societario ha sottolineato le conseguenze negative della separazione della proprietà e del controllo nelle società pubbliche. Il tema dei costi di agenzia risale addirittura ad Adam Smith, che in *The Wealth of Nations*, nel 1776 scriveva a proposito della separazione fra controllo e gestione dell'impresa: . The directors of such companies (...) being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. (...) Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company."

³⁸ M.C. JENSEN-W.H. MECKLING, "*Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*", in *Journal of Financial Economics*", n. 3, 1976, p. 312- 343.

³⁹ S.C.Myers, "*Capital Structure*" ,in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15,n.2 , primavera 2001 p.95

potrebbero generare vantaggi per gli azionisti e perdite per i creditori, e tali circostanze sono più probabili se è maggiore il rischio di fallimento dell'azienda:⁴⁰

- a) gli azionisti che hanno maggior accesso alle informazioni aziendali, potrebbero acquisire consapevolezza delle difficoltà aziendali prima dei terzi finanziatori ed essere spinti a estrarre valore dall'azienda a discapito dei terzi finanziatori, per esempio distribuendo dividendi straordinari ;
- b) i terzi finanziatori potrebbero spingere per la liquidazione immediata dell'azienda, se ritengono che la stessa dispone di mezzi per ripagare il debito, mentre gli azionisti potrebbero cercare di prendere tempo per condurre in porto progetti che offrono extra rendimenti, che in caso di successo possano migliorare nel breve termine il valore dell'azienda, nella speranza che possa residuare un valore per gli azionisti dopo il soddisfacimento dei creditori (ad esempio tramite manipolazioni contabili volte a celare la reale gravità dei problemi o incoraggiando infondate speranze di ripresa spontanea, oppure lesinando sulle spese di manutenzione, di ricerca e sviluppo ..., in modo che le performance operative all'anno in corso sembrino migliori di quanto sono in realtà);

⁴⁰ O.Domenichelli. *“Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici”*, Giappichelli, Torino , 2013,pag.81-82

c) gli azionisti potrebbero essere indotti a investire in maniera sub-ottimale.

(Attività di over-investment o under-investment)

Quest'ultima possibilità consentirebbe infatti agli azionisti di impossessarsi di una gran parte dei profitti associati ad un progetto di investimento nel caso in cui il suo rendimento lordo sia più elevato del valore del debito contratto, sopportando in misura modesta il costo di un eventuale fallimento grazie all'operare del meccanismo di responsabilità limitata. Essi potrebbero cioè, trasferire in larga misura tale costo sui detentori di debito e ciò stimolerebbe ad intraprendere progetti d'investimento molto rischiosi ad alto rendimento, sulla base della logica del "tutto per tutto". (asset substitution effect). Anche il caso opposto è peraltro possibile come evidenziato da Myers (1977), quando un'impresa è in una situazione di crisi finanziaria, può accadere che gli azionisti siano incentivati a non fornire capitali aggiuntivi anche se diretti al finanziamento di progetti di investimento, che potrebbero migliorare la situazione, in quanto pur sopportando l'intero costo del finanziamento potrebbero essere costretti a cederne i ricavi esclusivamente o buona parte ai detentori dei titoli di debito per risolvere la situazione di crisi (underinvestment o debt overhang)⁴¹.

⁴¹ S.C. Myers, "Capital Structure", in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15,n.2 , primavera 2001 p.96-98

Non si può pensare però che, i creditori si carichino totalmente dei costi derivanti dai comportamenti opportunistici degli azionisti; per cui quando percepiscono il rischio di conflitto riducono l'ammontare del debito prestato oppure si fanno pagare di più richiedendo tassi di interesse più alti sul debito, che si traducono rispettivamente in maggiori oneri di emissione sul debito. In ultima istanza quest'ultimi rimbalzano sul valore dell'azienda e diminuiscono la possibilità di finanziare progetti di investimento validi, gravando inevitabilmente sulla ricchezza degli azionisti. Questa divergenza d'interessi genera quindi costi che incidono sugli azionisti quali:

- a) i costi di monitoraggio sostenuti dai creditori per controllare l'operato dell'azienda derivanti dalle clausole contrattuali che in parte si ripercuotono sugli azionisti quando impongono loro restrizioni o obblighi da mantenere ;
- b) i costi che l'azienda sostiene per cercare di mantenere buoni i rapporti con i propri obbligazionisti (bonding cost) relativi alla redazione di documenti finanziari;
- c) i costi legati alla perdita di ricchezza residuale⁴², dovuta al comportamento sub ottimale dell'agente;

⁴² La perdita residuale si riferisce al fatto che “anche in presenza di costi di monitoraggio e vincoli contrattuali, l'attività oggetto della relazione di agenzia risulterà meno appetibile per il principale

In particolare il punto a), evidenzia l'esistenza di un possibile fattore risolutivo di questi conflitti volto a limitare la condotta opportunistica degli azionisti nell'inserimento di specifiche clausole (covenant), nell'ambito dei contratti di debito, che inducano a non intraprendere attività lesive degli interessi dei creditori. E' possibile classificare le clausole in sue categorie: le clausole negative, nel caso in cui pongano restrizioni all'operatività e alla crescita dell'azienda (divieto di fusione, restrizioni alla distribuzione di dividendi, emissione ulteriore di debito...) e clausole positive che di contro si contraddistinguono per l'individuazione di una certa operazione che l'impresa deve impegnarsi a effettuare o di una situazione che deve impegnarsi a mantenere.⁴³

L'insieme dei costi appena citati prende il nome di costi di agenzia del debito, ed è importante evidenziare in tema di scelte di struttura finanziaria come la dimensione assunta da tali costi abbia una correlazione diretta con l'ammontare del debito. Infatti al crescere del debito e conseguentemente del rischio di insolvenza, gli interessi e quindi i comportamenti dei diversi soggetti aziendali divergono

rispetto a quanto sarebbe in assenza di conflitti di interesse: si tratta di costi di conflitto d'interesse ineliminabili attraverso meccanismi di monitoring e bunding

⁴³ O.Domenichelli. "*Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici*", Giappichelli, Torino , 2013,pag.84

esponenzialmente aumentando i costi di agenzia e questo potrebbe essere un freno all'assunzione eccessiva di debito.⁴⁴

Per quanto concerne di contro, l'altra tipologia di conflitti d'interesse, ossia quella tra proprietà e controllo, l'origine deve essere ricondotta al fatto che gli azionisti (principali) di un'azienda non esercitano direttamente la gestione aziendale ma vi provvedono per il tramite del management (agente) proprio perché l'azionista sente la necessità di delegare la gestione dell'impresa al *manager*, in considerazione del fatto che questi è dotato delle necessarie capacità e conoscenze. Tale separazione funzionale comporterebbe comportamenti e decisioni contrastanti con il soddisfacimento dell'interesse dell'azionista. L'entità di questi conflitti di agenzia è maggiore, quando i manager posseggono soltanto una piccolissima quota delle azioni della società e quindi ricevono la maggior parte del proprio reddito sotto forma di remunerazione per l'attività manageriale piuttosto che in qualità di azionisti; pertanto essi sono poco stimolati ad impegnarsi nella gestione delle risorse dell'impresa ed, anzi, ricercano il modo migliore di trasferire tali risorse a proprio personale vantaggio, scegliendo i progetti d'investimento non sulla base del criterio della massimizzazione del valore azionario, ma con l'obiettivo di garantirsi il proprio futuro professionale e la massimizzazione del proprio guadagno.⁴⁵

⁴⁴ O.Domenichelli. “*Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici*”, Giappichelli, Torino, 2013, pag. 84

⁴⁵O. Domenichelli. “*Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici*”, Giappichelli, Torino , 2013, pag.75

Un ulteriore motivo che potrebbe indurre i manager a compiere tale scelta, è legato al loro compenso che può essere fisso o legato al raggiungimento di benchmark associati a misure contabili di breve periodo di loro discrezione. Ciò favorisce azioni distorsive volte a migliorare il reddito contabile, (ad esempio essi potrebbero variare nei limiti della legge la stima degli utili operativi, tagliare costi del personale, ricerca e sviluppo o di manutenzione) e quindi migliorare la loro remunerazione a danno della futura capacità dell'azienda di generare valore. Inoltre non meno importante è anche la questione del rischio di impiego non diversificabile, in base al quale il manager sarebbe spinto a favorire progetti più sicuri ma con valore atteso inferiore rispetto a progetti rischiosi e caratterizzati da più alti rendimenti, preferiti di contro dagli azionisti. Questo perché il manager è soggetto a tre tipologie concettuali, di rischio: il rischio di perdere il lavoro, di reputazione professionale⁴⁶e la ricchezza investita nell'azienda.⁴⁷

⁴⁶ Hirshleifer e Thakor (1989) evidenziano che in un contesto di scelta tra due progetti di investimento (uno rischioso ma caratterizzato da un più alto rendimento atteso ed un secondo più sicuro ma con un valore atteso inferiore) dimostrano che gli azionisti, in virtù della responsabilità limitata di cui godono preferirebbero intraprendere in ogni caso il progetto più rischioso e potenzialmente remunerativo mentre il management sopportando un elevato costo in termini di reputazione nel caso di un eventuale insuccesso del progetto, preferirebbe scegliere sempre il progetto più sicuro anche se il progetto migliore per gli azionisti è l'altro e ciò naturalmente riduce il costo del ricorso all'indebitamento Hirshleifer, David and Anjan V. Thakor, 1989, *Managerial reputation, project choice and debt*, Working paper 14-89

⁴⁷ O.Domenichelli. *“Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici”*, Giappichelli, Torino, p.76

Altre scelte opportunistiche che il manager può mettere in atto a depauperamento del valore degli azionisti sono:

- a) *Bulding empires*: il manager invece di perseguire la massimizzazione del valore azionario ingigantisce l'impresa a dismisura senza che questo sia necessario (fusioni, acquisizioni) per migliorare le sue possibilità di carriera;
- b) Investimenti di trincea (*entrenching investment*): il manager favorisce investimenti che premiano le sue competenze precludendone altri che creano maggior valore. In questo modo il manager acquisisce un potere monopolistico nei confronti dell'azienda che lo ha assunto poiché è l'unico che conosce quei progetti ne consegue che sarà difficile licenziarlo. Ciò crea una trincea intorno alla sua figura per evitare di essere licenziato;
- c) Benefici privati: il manager potrebbe avvantaggiarsi di gratifiche non pecuniarie (utilizzo di auto aziendali, aerei privati, uffici lussuosi, organizzazione di incontri d'affari in luoghi costosi o turistici) i cui oneri si ripercuotono sul valore azionario.

Per limitare tali conflitti gli azionisti devono necessariamente affrontare:

- a) costi di monitoraggio e incentivazione legati ai meccanismi di controllo, ovvero il costo per tutte le attività intraprese dal principale per misurare,

valutare, regolamentare e incentivare l'agente ad assumere determinati comportamenti;

b) costi di bonding, ovvero il costo di tutte le attività poste in essere dall'agente per convincere il principale che il suo operato è allineato agli interessi del principale e dell'azienda;

c) costi residuali, ovverosia quei costi associati a qualsiasi altra divergenza che le suddette azioni non sono in grado di ricomporre.

In merito alle attività di monitoraggio, si sottolinea inoltre che la corporate governance, definibile come l'insieme dei processi volti ad indirizzare e gestire l'attività dell'azienda con l'obiettivo di salvaguardare e incrementare nel tempo il valore per gli azionisti e gli stakeholders, assume un ruolo importante nella riduzione dei costi di agenzia, poiché contribuisce allo sviluppo e alla progettazione di sistemi di controllo. Anche la nascita e lo sviluppo di incentivi quali le *stock-options*, furono motivate dall'obiettivo di allineare i contrapposti, interessi di manager e azionisti. Le stock option danno infatti ai manager, il diritto ma non il dovere di acquistare in futuro le azioni della società per la quale lavorano ad un prezzo d'esercizio prestabilito. Solitamente, il prezzo di esercizio è fissato pari al prezzo raggiunto dalle azioni il giorno in cui le operazioni vengono assegnate. Se, grazie alle performance aziendali il prezzo delle azioni sale, il manager può acquistare le azioni e trarre dunque un vantaggio dalla differenza fra il prezzo delle azioni ed il prezzo di mercato. Se il prezzo delle azioni scende, il manager non

esercita il diritto di opzione e può sperare in un rialzo futuro o in una forma di remunerazione attraverso un altro canale.⁴⁸

Si configurano pertanto in capo agli azionisti dei costi, i cosiddetti costi d'agenzia del capitale proprio. I costi d'agenzia del capitale contrariamente a quanto evidenziato per quelli del debito, risultano inversamente correlati all'incremento del debito grazie alla riduzione del free cash flow, ovvero dei flussi di cassa disponibili per i manager in eccesso rispetto alle necessità di finanziamento dei progetti d'investimento a valore attuale netto positivo. L'indebitamento vincola il manager a dover intraprendere solo progetti in grado di garantire un ritorno sufficiente a far fronte al rimborso del debito al fine di evitare il fallimento (poiché cresce il suo rischio d'impiego non diversificabile). Il ricorso al debito rappresenta, di fatto, una modalità indiretta di controllo e disciplina del comportamento del management attraverso il contenimento della loro propensione a utilizzare in maniera discrezionale e inefficiente i flussi di cassa operativi che in tal modo devono in primo luogo essere destinati al pagamento di interessi.⁴⁹

⁴⁸ R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2020 p.298

⁴⁹O. Domenichelli. *“Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici”*, Giappichelli, Torino,p.80

Ne consegue che, le scelte in tema di struttura finanziaria, possono attenuare gli effetti negativi dei costi di agenzia e quindi creare seppur indirettamente valore per gli azionisti.

In conclusione con il loro contributo Jensen e Meckling rammentano che la struttura finanziaria ottimale dovrebbe tener conto anche dei benefici e dei costi d'agenzia legati al finanziamento tramite l'emissione di debito. Ne discende che la formula del valore dell'impresa si arricchisce di un nuovo elemento e si modifica come segue:

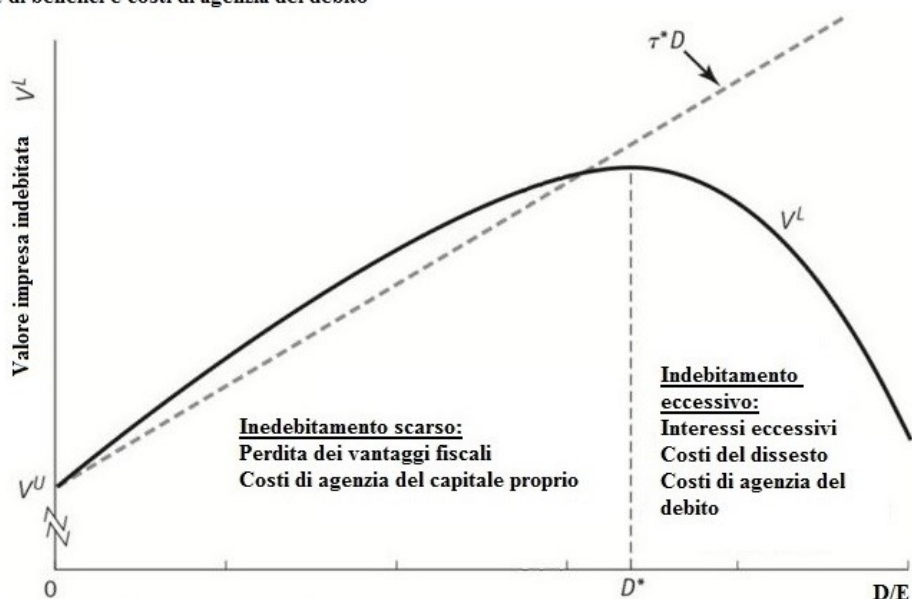
$$VI = Vu + VA(rdf) - VA(cdid) + VA(bad) + VA(cad)$$

Il valore dell'impresa indebitata (VI) è pari al valore dell'impresa priva di debito (Vu) più il valore attuale del beneficio fiscale del debito (VArdf), meno il valore attuale dei costi di fallimento (VAcdid), più il valore attuale dei benefici di agenzia del capitale proprio derivanti dai conflitti d'interesse tra azionisti e management (VAbad), meno il valore attuale dei costi di agenzia del debito riguardanti i conflitti d'interesse tra creditori e azionisti (Vcad).⁵⁰

⁵⁰O. Domenichelli. *“Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici”*, Giappichelli, Torino, 2013, pag 85

Di conseguenza anche il livello di indebitamento ottimale precedentemente evidenziato nella teoria del trade-off viene a modificarsi in considerazione dei costi di agenzia (figura 1.5).⁵¹

Fig.1.5: La struttura finanziaria ottimale in presenza di benefici fiscali del debito, di costi del dissesto finanziario e di benefici e costi di agenzia del debito



Fonte: J.Berk e p.De Marzo, Finanza aziendale, Pearson Education, 2008, p 259

Se l'azienda è sotto indebitata, conviene aumentare il debito poiché il valore dell'impresa aumenta in ragione della prevalenza del beneficio fiscale del debito e dei benefici di agenzia del debito che limitano gli effetti negativi dei comportamenti opportunistici dei manager. Se l'azienda è sovra indebitata, il valore dell'impresa diminuisce poiché i benefici fiscali e di agenzia del debito sono più che compensati

⁵¹ O.Domenichelli. "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici", Giappichelli, Torino, 2013, p. 85

dagli oneri finanziari pagati, dai costi del dissesto e dai costi di agenzia del debito, che scaturiscono dai conflitti d'interesse tra gli azionisti e i creditori e quindi converrà ridurre il debito. In corrispondenza del punto di ottimo (D*) il valore attuale dei benefici del debito e il valore attuale dei costi del debito si compensano esattamente massimizzando così il valore dell'impresa. Ed è proprio a questo punto di equilibrio che i manager dovrebbero tendere per ottenere la struttura finanziaria migliore per la propria impresa.⁵²

Tuttavia un limite della teoria del Trade-off, è rappresentato dall'incapacità di spiegare l'esistenza di imprese molto redditizie che prosperano con ridotti livelli di leverage (mentre profitti elevati dovrebbero comportare una maggiore capacità di debito e un maggior reddito imponibile) ed i ritardi di aggiustamento al desiderato rapporto d'indebitamento nel senso che società con livelli di leverage superiori o inferiori a quello obiettivo non emettono immediatamente azioni per rimborsare obbligazioni o debito per riacquistare capitale netto". Non va bene dire (senza ulteriori spiegazioni) che i manager sono "eccessivamente conservatori" o "non massimizzano il valore". Ciò equivale a incolpare i manager, piuttosto che gli economisti, per il fallimento della teoria.⁵³Una possibile spiegazione di queste

⁵² O.Domenichelli. "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici", Giappichelli, Torino,2013, p. 86

⁵³ S.C.Myers, "Capital Structure", in Journal of Economic Perspectives, vol. 15,n.2 , primavera 2001 p.89

irregolarità empiriche viene offerta dalla pecking order theory che verrà trattata nel prossimo paragrafo.

1.3 PECKING ORDER THEORY

Alla luce di quanto fin ora analizzato, le imprese dovrebbero scegliere la struttura finanziaria in base alla teoria del trade-off ovvero bilanciando i vantaggi e svantaggi del debito. Tuttavia l'evidenza empirica connessa al comportamento dei manager finanziari è sintetizzabile nella pecking order theory (teoria dell'ordine di scelta), suggerisce che le imprese seguono, con riferimento a quali fonti utilizzare, una precisa gerarchia. Donaldson nota per primo l'ordine di scelta sulla base di uno studio condotto su grandi imprese quotate,⁵⁴ in cui in effetti si osserva che le imprese, che hanno bisogno di risorse finanziarie, non tendono a raggiungere una struttura finanziaria specifica, cioè una leva finanziaria ottimale, piuttosto mostrano una preferenza per i fondi interni rispetto a quelli esterni e, nel caso di fondi esterni, le imprese preferiscono prima il debito, poi strumenti ibridi come obbligazioni convertibili e, in ultima analisi, emissioni azionarie.

La teoria non si propone quindi di delineare un modello di scelta ottimale delle sopracitate fonti bensì considera i reali comportamenti delle imprese. Mediante tale

⁵⁴ N. Miglietta, *“La struttura finanziaria obiettivo del sistema impresa”*, Giappichelli editore, Torino, 2004, p.55 che cita Donaldson, Gordon. 1961. *“Corporate Debt Capacity: “A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Debt Capacity”*

teoria risulta possibile evincere come le asimmetrie informative e il ciclo di vita dell'impresa possano rappresentare i veri principi determinanti le scelte di finanziamento.

1.3.1 La teoria delle asimmetrie informative

Un altro fattore distorsivo delle ipotesi dei mercati finanziari perfetti, è rappresentato dall'esistenza di asimmetrie informative tra insider (manager e vecchi azionisti) e outsider (investitori potenziali), poiché i diversi soggetti aziendali non hanno solo differenti funzioni di utilità personale ma anche un diverso accesso alle informazioni aziendali. E' ragionevole pensare infatti che il manager è in possesso di informazioni migliori sul reale valore dell'impresa e dei suoi progetti di investimento rispetto agli azionisti, e che questi a loro volta ne dispongano di migliori rispetto ai terzi finanziatori; pertanto chi ha più informazioni potrebbe sfruttare questo suo beneficio informativo a danno di chi non le possiede e si ritiene che questo abbia un impatto sulle scelte di struttura finanziaria.

Infatti se per esempio le azioni di un'azienda sono sopravvalutate, cioè valgono di più di quello che dovrebbe essere il valore corretto, poiché il mercato non possiede questa informazione e quindi ancora non la sconta sul valore aziendale, il manager che agisce per conto degli attuali soci, sarà incentivato ad emettere azioni andando a chiedere al mercato un aumento di capitale sociale. Successivamente all'emissione delle azioni e all'acquisizione della liquidità, queste informazioni

vengono fuori riducendo istantaneamente il valore aziendale e ciò provoca un trasferimento di ricchezza dai nuovi ai vecchi azionisti. Questa astuzia non sfugge di certo al mercato, che nel momento in cui viene annunciato l'aumento di capitale sociale lo considererà come un'ammissione del fatto che il titolo è sopravvalutato e quindi richiederà uno sconto sul prezzo di collocamento. In tale circostanza, l'azienda non è in grado di collocare il nuovo equity al prezzo di mercato precedente l'annuncio di aumento di capitale sociale, ma potrà farlo solo a prezzi inferiori causando così una riduzione della ricchezza dei vecchi azionisti, oltre che un aumento della percentuale di controllo aziendale a favore dei nuovi poiché a parità di capitale raccolto il numero di azioni che si devono emettere si alza. Tale sconto inoltre sarà tanto maggiore quanto maggiore è la carenza informativa del mercato, e potrà essere tale da persino indurre l'azienda a rinunciare all'emissione azionaria optando invece per il debito e questa scelta avviene anche se le azioni sono sottovalutate. Ciò rende il finanziamento azionario la strada più onerosa in assoluto al quale ricorrere; pertanto i manager sceglieranno questa via come l'ultima praticabile.⁵⁵

Ne discende che le asimmetrie informative indirizzano le scelte aziendali in materia di struttura finanziaria e lo fanno dando priorità alle forme di raccolta che meno scontano dette asimmetrie. Sulla base di tali ipotesi di partenza, Myers ipotizza per

⁵⁵ O.Domenichelli. “*Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici*”, Giappichelli, Torino, 2013, p.86

di più una gerarchia di scelta delle fonti di finanziamento su cui essenzialmente si basa la teoria della pecking order theory:

1) la principale fonte di risorse che le imprese utilizzano è l'autofinanziamento (utili non distribuiti);

2) nell'ipotesi in cui le risorse interne si rivelino insufficienti a garantire la copertura dei fabbisogni finanziari, prima si utilizzano le riserve di cassa accumulate e successivamente si emette debito obbligazionario;

3) e solo in ultima istanza, non potendo fare diversamente ricorreranno all'emissione di nuovo capitale proprio.⁵⁶

Il livello di indebitamento dell'azienda, dunque, non è determinato in funzione della ricerca del rapporto ottimale equity-debito, ma delle sue necessità cumulate di finanziamento, in ragione delle opportunità di investimento, e della preferenza circa le diverse fonti. La preferenza per le fonti interne rispetto alle fonti esterne e tra queste del debito sull'equity, trova giustificazione principalmente nella volontà dell'azienda di mantenere flessibilità e completa autonomia rispetto a finanziatori esterni.

Il manager quindi devierà dalla struttura finanziaria ottimale mantenendosi al di sotto del livello d'indebitamento ritenuto ottimale e preferirà avvalersi nei limiti del

⁵⁶ La descrizione dell'ordine gerarchico è riportata da Myers in S.C.Myers, "Capital Structure", in Journal of Economic Perspectives, vol. 15,n.2 , primavera 2001 p.92

possibile all'autofinanziamento, data la presenza di asimmetrie informative, nel tentativo di limitare interferenze nell'attività di governo d'impresa (le emissioni azionarie aumentano il numero delle azioni e riducono la percentuale detenuta dagli insider), ridurre i costi di transazione e preservare la flessibilità finanziaria). Quest'ultima, in particolare, consente di finanziare progetti d'investimento senza richiedere finanziamenti esterni, e quindi senza dover interagire con mercati dei capitali inefficienti e pieni di asimmetrie informative.

Un'ulteriore implicazione della teoria, che per di più fornisce risposta alla questione lasciata in sospeso dalla teoria del trade-off, è che le imprese con elevata redditività non dovrebbero indebitarsi per sfruttare appieno lo scudo fiscale del debito ma dovrebbero indebitarsi di meno, non perché abbiano un rapporto d'indebitamento obiettivo minore ma perché non necessitano di denaro esterno in quanto dispongono di maggiore autofinanziamento, il cui costo opportunità è minore del costo del debito, sul quale grava l'asimmetria informativa. Al contrario, le imprese meno redditizie in ragione dei minori fondi interni a disposizione per i nuovi progetti di investimento hanno necessariamente bisogno di fonti esterne e di conseguenza ricorrono prima al debito e, solo come ultima scelta, emettono nuove azioni.⁵⁷

⁵⁷ S.C.Myers, "Capital Structure", in Journal of Economic Perspectives, vol. 15,n.2 , primavera 2001 p.93

1.3.2 Il modello del ciclo di vita

La Pecking order theory gode di numerose evidenze empiriche a supporto della gerarchia ipotizzata teoricamente⁵⁸; tuttavia in alcune situazioni la sequenza va rivista. Ad esempio Frank e Goyal e Shyam-Sunder mostrano che l'ordine gerarchico funziona bene solo per le imprese di grandi dimensioni e quotate che hanno pertanto accesso ai mercati obbligazionari e non per le piccole imprese giovani e in rapida crescita⁵⁹.

Berger-Udell⁶⁰ mettono a punto quindi, un modello concepito proprio per spiegare in termini dinamici ed evolutivi la struttura delle fonti di finanziamento delle imprese in generale, così come alcune anomalie legate al caso specifico delle PMI e delle imprese innovative (c.d. *high-growth* o *start-up* ossia imprese con spiccata vocazione allo sviluppo o che utilizzano nuove tecnologie): il *Financial Growth Cycle* (FGC). Gli autori basandosi su dati raccolti dal *National Survey of Small*

⁵⁸ Il sondaggio effettuato da J.M. PINEGAR-L. WILBRICHT, *What managers think of capital structure theory: a survey*, in *Financial Management*, vol. 18, 1989, ha chiesto al management delle imprese di elencare le fonti di finanziamento in ordine di preferenza; l'ordine di scelta individua rispettivamente il capitale netto interno, il debito, le azioni ed i titoli ibridi (obbligazioni convertibili in azioni, ecc.).

⁵⁹ Il riferimento di queste affermazioni è riportato in Shyam-Sunder. L. e Myers.S.C., "Testing Static Trade-off against Pecking-Order Models of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, n.51,1998 p.219-244, Frank.M e Goyal.V, "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, n 67, 2003, p.217-248,

⁶⁰ Si veda M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, p.11-12 che cita A.N.Berger e G.F.Udell, "The Economics of Small Business Finance: The role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", vol.22, n.6, Agosto 1998, p.613-673

Business Finance elaborano una classifica delle principali fonti di finanziamento nelle piccole medie imprese statunitensi, sottolineando il fatto che siano risultati estendibili ai principali Paesi industrializzati e notano come in cima alle loro preferenze di finanziamento si posizioni l'autofinanziamento, al secondo posto il capitale proprio e solo al terzo il debito. Questo può essere dovuto al fatto che, un altro criterio in base al quale le imprese scelgono la loro composizione delle fonti di finanziamento è lo stadio in cui si trovano nel ciclo di vita. Ogni stadio del "ciclo di vita dell'impresa", presenta peculiarità differenti, per cui, le scelte di finanziamento possono variare a seconda dello stadio in cui l'impresa si trova che è contrassegnato da forti vincoli finanziari (*financial constraints*⁶¹), di seguito esposti, nell'accesso ai vari canali di finanziamento:

Fase 1 "Start-up": Il percorso prende pertanto avvio da piccole imprese collocate nella fase iniziale della loro attività che, stante la presenza di forti asimmetrie informative, assenza di *track record* e di beni da offrire in garanzia, si vedono precluse le principali vie del finanziamento esterno, potendo contare soltanto sul capitale conferito dall'imprenditore e sulla capacità di autofinanziarsi. L'importanza strategica dell'autofinanziamento quale fonte di copertura del fabbisogno trova però un limite nella sua stessa natura, ovvero nella necessaria

⁶¹ I *financial constraints* non vanno confusi con il *financial distress*. Quest'ultimo si riferisce a una situazione di incapacità di accedere al credito per via di una probabilità di insolvenza, mentre i vincoli finanziari esprimono la difficoltà che possono avere le aziende giovani e in fase di crescita a causa della loro stessa natura, a reperire finanziamenti. M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, in "*Finanza per la crescita sostenibile*", Egea, Milano, 2011, p. 10

presenza di utili, circostanza non sempre realizzabile soprattutto nella fase di avvio di una attività imprenditoriale.

Fase 2” Espansione”): successivamente crescendo e strutturandosi, l’azienda ha bisogno di essere finanziata per sviluppare e commercializzare il nuovo prodotto quindi dovrà necessariamente ricorrere al finanziamento esterno. Tuttavia non sono ancora maturi i tempi per ricorrere al public equity e trattandosi di nuove idee, data l’assenza di investimenti in essere significativi e considerando la prospettiva di notevoli investimenti futuri, le banche saranno restie a finanziare le aziende, poiché fanno fatica a stimare correttamente i flussi di cassa da esse generate. Ciò fa aumentare i costi di agenzia che a loro volta assumono la forma di clausole più restrittive o tassi di interesse sul prestito più elevati in ricerca di maggiori garanzie. Le aziende si rivolgono quindi ai *business angel*⁶² o al mercato del venture capital (c.d. intermediate equity) cioè a quelle imprese che per mestiere stimano la probabilità di successo e di crescita del business e sono disposte a finanziare le nuove idee imprenditoriali poiché diversificano il rischio finanziario (tante nuove imprese con un successo del 20% compensano i costi al 80% di un’impresa che non si rivela di successo);

⁶² Il *business angel* viene definito come un “investitore informale” nel capitale di rischio di piccole imprese. Si tratta solitamente di ex imprenditori o manager di fondata esperienza che mettono a disposizione della nuova imprenditorialità mezzi finanziari, ma soprattutto esperienze, conoscenze e reti di relazione.

Fase 3 “Crescita elevata” (high-growth): La successiva fase denota una rapida crescita dell’impresa, giunta ad una media dimensione è dunque in grado di garantire sufficiente *track record* e *collateral* per poter attingere a tipologie di finanziamenti più strutturati, sia attraverso l’accesso al debito bancario sia attraverso la sollecitazione del pubblico risparmio con l’emissione di titoli azionari e/o obbligazionari. L’azienda si avvia pertanto a diventare “grande”.

Fase 4 “Maturità” (*maturity stage*): man mano che la crescita si stabilizza, i flussi di cassa derivanti dagli investimenti diventano maggiori e prevedibili e la necessità di investire in nuovi progetti tende a diminuire, l’azienda farà ricorso con maggiore probabilità al finanziamento interno e al debito bancario o obbligazionario.

Fase 5 “Declino”: le imprese assisteranno ad un progressivo calo dei ricavi e profitti man mano che le attività diventano obsolete e vengono superate da quelle dei concorrenti. In questo caso è improbabile che le imprese emetteranno nuove azioni od obbligazioni poiché investire non è più necessario ne conveniente, ma ritireranno debito in circolazione e riacquisteranno azioni proprie provvedendo così ad auto liquidarsi⁶³.

⁶³ A.Damodaran, O.Roggi, Finanza aziendale: applicazioni per il management, Maggioli editore, Rimini, 2015,p.461

In sintesi, secondo l'approccio di Berger-Udell, le fonti potenziali di finanziamento e quindi il mix debito-equity variano con l'avanzare dell'età e della dimensione d'impresa.⁶⁴

La sequenza della Pecking-order risulta sovvertita anche:

- a) nelle PMI⁶⁵ non quotate e pertanto connotate da elevatissime asimmetrie informative nei rapporti con i finanziatori perché le notizie sul valore delle attività esistenti e delle opportunità di crescita del business sono riservate rispetto agli investitori esterni che per questo fanno fatica a valutarne il valore attuale netto. Ciò determina il cosiddetto “financial gap” (sottocapitalizzazione) che può essere suddiviso in due componenti: “supply gap” che impedisce loro di acquisire capitale o capitale a basso costo, e “knowledge gap” riguardante la limitata possibilità di usufruire di tutte le

⁶⁴ Si veda M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinzia, in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, p.11-12 che cita A.N.Berger e G.F.Udell, “*The Economics of Small Business Finance: The role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*”, Vol.22, n.6, Agosto 1998, p.613-673

⁶⁵ L'evidenza empirica non offre una conferma univoca alla teoria del ciclo di vita presentato da Berger e Udell fatta eccezione per le PMI statunitensi. In particolare occorre sottolineare che il modello presenta notevoli difficoltà ad essere applicato alle PMI italiane. Infatti il sistema economico italiano è dominato da micro imprese che tendono a conservare la piccola dimensione lungo tutto il loro ciclo di vita, senza intraprendere dei percorsi di crescita. Questo perché una gran parte delle attività delle imprese italiane specializzata in settori tradizionali con bassi tassi di crescita, tecnologicamente maturi o di nicchia nei quali le esigenze di sviluppo sono meno avvertite.

opportunità e gli aspetti della finanza esterna. I fattori evidenziati rendono l'ordine gerarchico molto simile a quello ipotizzato da Myers e Maiful ma un po' più personalizzato: il primo posto è occupato dall'autofinanziamento in senso allargato (ossia comprendente anche gli apporti personali dell'imprenditore o dei soci e dei familiari), la seconda scelta è rappresentata dall'indebitamento (spesso più debito bancario multiplo a causa della mancanza di garanzie personali o immobiliari), mentre in ultima istanza è collocato l'equity. Diversi sono i fattori determinanti equity gap : 1) l'assetto di corporate governance spesso associato alle imprese minori, fondato su una netta coincidenza tra proprietà e controllo ,2) il timore dell'imprenditore di lasciare anche in parte il timone dell'organizzazione consentendo l'ingresso ad altri soci e 3) le oggettive difficoltà riscontrate nell'accesso ai canali di finanziamento diretti a causa della mancanza dei requisiti essenziali stabiliti per la quotazione in borsa e degli eccessivi costi connessi.⁶⁶

- b) nei mercati finanziari dei paesi più sviluppati, dove la trasparenza è superiore e le asimmetrie sono inferiori, per cui le ricadute in termini di ordine di scelta dovrebbero essere meno evidenti e applicabili.

⁶⁶ O.Domenichelli ,”*The pecking order theory in the context of small and medium sized enterprises : a note*”, Rivista Piccola Impresa/Small Business , 2007,- n. 3, p. 66-67

c) nei paesi in fase di transizione poiché nelle economie socialiste dell'Europa centrale e orientale(in particolare Polonia, Federazione Russa, Repubblica Ceca e Slovacchia), che si sono aperte al mercato a seguito della caduta del muro di Berlino, il mercato obbligazionario è meno sviluppato e le banche offrono alle aziende soprattutto prestiti a breve termine piuttosto che a lungo termine quindi l'equity viene percepito come meno costoso e le problematiche di asimmetrie informative passano in secondo piano. La sequenza gerarchica è quindi la seguente: autofinanziamento, equity e debito bancario e obbligazionario.⁶⁷

Il fatto che l'ordine di scelta venga spesso disatteso, non implica che la teoria non funzioni bene ma permette di dare origine ad una versione rivisitata e "allargata" del cosiddetto PO originario", a specifiche fattispecie, consentendo di definire, tra l'altro, un ordine di scelta delle fonti pensato "su misura" per le PMI. Il pecking order risulta quindi essere il risultato storico delle esigenze finanziarie di un'impresa man mano che esse si presentano e che le fonti di finanziamento diventano accessibili.

⁶⁷ O.Domenichelli, "Un'analisi dei più recenti sviluppi della teoria del *pecking order*", in *Piccola Impresa/Small Business - Rivista internazionale di studi e ricerche*, 2007, 3, p.42

1.4 MARKET TIMING

In seguito la letteratura si è arricchita con la teoria del *market timing* riconducibile al lavoro di Baker e Wurgler (2001), nel quale gli autori partono da posizioni almeno in parte distanti da quelle delle più ortodosse teorie *del trade-off* e del *pecking order*.

L'idea del *market timing* si fonda sull'ipotesi, presa in prestito dalla letteratura sulla finanza comportamentale, in base al quale gli investitori si discostano dalla razionalità secondo dei principi euristici. In particolare il principio della rappresentatività evidenzia che il manager finanziario nel breve periodo decide la struttura finanziaria in base al timing del mercato valutando l'emissione di azioni in base alle informazioni personali ed alla sopra/sottovalutazione del titolo da parte del mercato. Baker e Wurgler (2002) sostengono infatti che, la decisione da parte dei manager di ricorrere al debito o al capitale netto per finanziare gli investimenti è più una questione di market timing che non di costi e benefici del debito.⁶⁸ Se il management ha la sensazione che le azioni della propria società siano sopravvalutate in corrispondenza di periodi di euforia nei mercati borsistici, con maggiore probabilità farà ricorso al capitale netto, se invece ritiene che siano sottovalutate in periodi "bear" della Borsa, tenderà a ricorrere al debito. L'idea di

⁶⁸Si vedano A. Damodaran e O. Roggi, Finanza aziendale: applicazioni per il management, Maggioli editore, Rimini, 2015, p.497 che citano Baker.M. e Wurgler.J., Market Timing and Capital Structure, Journal of Finance, Vol.57, n.1, Febbraio 2002, p.1-32

base è che quindi i manager guardano alle condizioni attuali sia nel mercato del debito che in quello azionario e se hanno bisogno di finanziamenti, utilizzano il mercato che attualmente sembra più favorevole. Se nessuno dei due mercati sembra favorevole, possono rinviare le emissioni. In alternativa, se le condizioni attuali sembrano insolitamente favorevoli, i fondi possono essere raccolti anche se l'impresa non ha bisogno di fondi al momento.⁶⁹

Sono state raccolte numerose prove a favore dell'ipotesi di sfruttamento del *market timing*. Il riscontro più convincente è forse costituito dal questionario anonimo di Graham e Harvey (2001), in cui circa due terzi dei manager intervistati ha ammesso di tenere in considerazione il *market timing* nel valutare un'eventuale operazione sul capitale.⁷⁰

Più che la ricerca di una struttura finanziaria ottimale, le scelte di finanziamento sembrano quindi seguire il "sentimento" del management. In conclusione, dunque, secondo la teoria del *market timing* le decisioni di un'impresa riguardo alla propria struttura del capitale non sarebbero motivate da considerazioni ottimali (come nel

⁶⁹ Murray.Z. Frank and Vidhan.K.Goyal, "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?", *Journal of Financial Management*, Vol.38,n.1, primavera 2009, p.6

⁷⁰Graham.J.R e Campbell R.H., "The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field", *Journal of Financial Economics*, Vol.60, 2001, p. 230. Nell'analisi effettuata, infatti, il 67% dei manager finanziari americani intervistati ha dichiarato il tentativo di cogliere le opportunità che offre il mercato, emettendo equity prevalentemente quando il prezzo di mercato delle azioni è alto.

caso della teoria del trade-off), né da preoccupazioni circa l'informazione che una data scelta di finanziamento rivelerebbe al mercato (come nella teoria del pecking order). Esse sarebbero semplicemente guidate da ciò che il mercato, in un dato istante di tempo, preferisce, per motivi non necessariamente "razionali".

Tuttavia non è totalmente incompatibile con la trade-off theory. Nel migliore dei casi infatti, i manager scelgono un obiettivo di indebitamento di lungo periodo ma la tempistica e il modo per arrivarci dipendono dalle condizioni di mercato lungo il cammino. Nel peggiore dei casi, il market timing può spiegare il motivo per cui le imprese si ritrovano con degli indici di indebitamento diversi da quelli ottimali. Pertanto data l'influenza del market timing, le imprese dovrebbero in ogni caso continuare a calcolare i loro indici di indebitamento ottimali, lasciando poi che siano i manager a esprimere dei giudizi sulla tempistica di emissioni di debito e azioni sulla base della loro percezione dei prezzi delle azioni e dei tassi d'interesse richiesti sul debito. In conclusione anche le condizioni di mercato hanno un effetto sulle decisioni di struttura finanziaria.⁷¹

⁷¹ A.Damodaran, O.Roggi, "*Finanza aziendale: applicazioni per il management*", Maggioli editore, Rimini, 2015, p.497

1.5 LE PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE DELLA TEORIA DEL TRADE-OFF E DEL PECKING ORDER

In base a quanto detto fin ora ci sono numerose teorie in grado di chiarire da quali fattori dipenda un'eventuale differenziazione della struttura finanziaria tra diversi tipi di imprese che si possono essenzialmente ricondurre a 2 principali approcci alle scelte di indebitamento: la teoria del Trade-off e la teoria del Pecking-order. Le evidenze empiriche sulla validità di tali teorie offrono però un quadro piuttosto controverso e contraddittorio.

Da un lato gli studi empirici si mostrano moderatamente coerenti con la teoria del trade-off nel momento in cui si considerano sia il fattore fiscale sia i problemi d'agenzia. Infatti, la rilevanza del fattore fiscale sembra indiscutibile ma non rappresenta un fattore esaustivo nello spiegare le scelte di struttura finanziaria. Graham infatti, indagando su un campione di imprese statunitensi, scoprì che le imprese non godono per intero del beneficio fiscale del debito. La sua stima suggeriva che il valore dell'impresa sarebbe potuto aumentare del 15,7% (o del 7,5% considerando anche le imposte personali) facendo leva su un rapporto di indebitamento non troppo spinto tuttavia i manager finanziari si dimostrano restii a sfruttare tale vantaggio.⁷² Numerosi studi evidenziano che in realtà le imprese

⁷² S.C.Myers, "Capital Structure", in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15,n.2 , primavera 2001 p.85 che cita Graham.J.R,"How big are the Tax Benefit of Debt? ", *Journal of Finance* Vol.55, 2000, p. 1901-1941,

statunitensi più redditizie, e con un'elevata capienza fiscale, mantengono un basso rapporto d'indebitamento, rinunciando ai benefici della deducibilità fiscale degli oneri finanziari. Anche osservando i livelli di indebitamento internazionali (nello specifico Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia, Italia, Regno Unito e Canada) riportati in uno studio di Rajan e Zingales del 1995 ,si evidenzia che le società proteggono meno della metà del loro reddito imponibile con il pagamento degli interessi⁷³.

La teoria dei costi di fallimento insieme alla teoria dell'agenzia, sembrano possedere un'elevata capacità esplicativa anche se appare enormemente difficoltoso un loro approfondimento empirico; è arduo, infatti, misurare l'effetto dei costi di agenzia e allo stesso modo è difficile quantificare ex-ante i costi diretti e indiretti del fallimento⁷⁴.

In estrema sintesi l'evidenza empirica sembrerebbe non supportare la teoria del Trade-off, e confermare quindi la presenza di un ordine gerarchico nelle scelte di finanziamento. Tuttavia come precedentemente affermato talvolta le imprese non sembrano comportarsi sempre secondo il pecking order (le emissioni azionarie sono all'ordine del giorno e non esclusivamente il veicolo di finanziamento di ultima

⁷³ S.C.Myers, "Capital Structure", in Journal of Economic Perspectives, vol. 15,n.2 , primavera 2001 p.83 che cita Rajan, R. and L. Zingales, "What Do We Know about Capital Structure: Some Evidence from International Data," *Journal of Finance* 50, 1995, p.1421-1460

⁷⁴ M. La Rocca, "Corporate governance, struttura finanziaria e valore", Egea editore , Milano, 2008 , p.133

istanza) e inoltre la sua evidenza empirica è promiscua e alquanto contraddittoria; di conseguenza l'ordine gerarchico da solo non può spiegare le scelte di finanziamento⁷⁵.

Fama e French (2005) insoddisfatti dell'evidenza empirica sia per la teoria dell'ordine gerarchico che per la tradizionale teoria del trade-off mettono un punto al dibattito concludendo che: "Quindi è probabilmente giunto il momento di smettere di correre corse di cavalli empiriche tra di loro come storie autonome per la struttura del capitale. Forse è meglio considerare i due modelli come accoppiamenti stabili ognuno con elementi di verità che aiutano a spiegare alcuni aspetti delle decisioni di finanziamento."⁷⁶

Non sembra quindi il caso di focalizzarsi sulla dimostrazione della predominanza di una teoria rispetto all'altra, ma bisogna cercare di capire caso per caso quale determinante della struttura finanziaria prevale e determina il grado d'indebitamento ottimale per quell'azienda specifica⁷⁷. A tal proposito esistono

⁷⁵ Shyam-Sunder(1999), Myers(2007) in un indagine della New York Stock Exchange di Kamath(1997) supportano la teoria del pecking order mentre Chirinko e Singha(2000) e Leary e Roberts (2010) non lo fanno.

⁷⁶ Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, , "Financing decisions: Who Issues Stock?", *Journal of Financial Economics* vol.76, n.3, Giugno 2005, p.580-581.

⁷⁷ Sembra utile, a questo punto, riportare l'illuminante opinione di Myers: "The theories are not designed to be general. They are conditional theories of capital structure. Each emphasizes certain costs and benefits of alternative financing strategies. Because the theories are not general, testing them on a broad, heterogeneous sample of firms can be uninformative. The researcher may find statistical results 'consistent with' two theories because each works for a subsample. The researcher may also generate results consistent with one theory even when financing decisions are actually generated by another. There is too little concern about the power of tests. A particular

numerosi modelli empirici affidabili che spiegano gran parte della variazione dell'indebitamento tra le aziende, utilizzando diversi set di fattori. In particolare Frank e Goyal⁷⁸ ne individuano sei, che sono responsabili del 27% della variazione del leverage mentre i fattori restanti aggiungono solo un ulteriore 2%. Gli autori chiamano questi fattori “*core factor*” e il modello che li include “*core model of leverage*” e sono:

- a) Leva mediana del settore (*Industry median leverage*): Imprese in settori nei quali le imprese in media hanno elevati leverage tendono ad avere alti rapporti di indebitamento.
- b) Attività tangibili: Imprese con alte attività tangibili tendono ad avere alti rapporti di indebitamento.
- c) Profittabilità: Imprese più profittevoli hanno quote di indebitamento più basse quindi c'è una correlazione inversa tra utile e indebitamento.
- d) Dimensione impresa: Imprese di grandi dimensioni tendono ad essere maggiormente indebitate.

proxy may respond to more than one theory.” S.C.Myers, “*Capital Structure*”, in Journal of Economic Perspectives, vol. 15,n.2 , primavera 2001 p.99

⁷⁸ Murray.Z. Frank and Vidhan.K.Goyal, “*Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?*”, Journal of Financial Management , Vol.38, n.1, primavera 2009, p.3

- e) *Rapporto valore di mercato-valore contabile*: Imprese con elevati rapporti di valore di mercato-valore contabile hanno rapporti d'indebitamento più bassi.
- f) *Inflazione attesa*: quando si prevede che l'inflazione sarà elevata le imprese tendono ad avere un rapporto di indebitamento elevato.

Le ricerche condotte in particolare riguardo al punto a) hanno mostrato delle similarità fra imprese appartenenti allo stesso settore; in altri termini la struttura finanziaria tende ad essere *industry-specific*. I settori farmaceutico, cosmetico, alimentare, elettronico, editoriale e delle biotecnologie per i quali il prodotto di qualità ha un'elevata importanza presentano, ad esempio, un leverage basso mentre settori altamente regolamentati e relativamente stabili (tessile, piccola e grande distribuzione, acciaio, telecomunicazioni, energia e costruzioni) presentano un rapporto d'indebitamento elevato⁷⁹. Le aziende all'interno dei vari settori condividono, infatti, diverse caratteristiche economico-finanziarie e, pertanto, tendono ad adottare politiche finanziarie analoghe che riflettono comuni vantaggi e svantaggi connessi al ricorso al debito⁸⁰.

⁷⁹R. Rajan. and L. Zingales, , “*What Do We Know about Capital Structure: Some Evidence from International Data*,” *Journal of Finance*, Vol.50,n.5.,Dicembre 1995, p. 431

Il resto dei punti presi in considerazione fanno riferimento invece a fattori *firm-specific*. Quest'ultimi, come si può notare dalla tabella 1.2 possono essere presi in esame per avallare sia la teoria del trade-off sia quella del pecking order.

Tabella 1.2 : Ipotesi centrali delle teorie della struttura finanziaria

Factor	Trade-Off Theory	Pecking Order Theory
Tangibility	+	-
Firm size	+	-
Growth opportunities	-	+/-
Profitability	+	-
Volatility	-	-

Note: Questa tabella riassume la relazione tra la variazione di leva finanziaria (+/-) e i fattori selezionati della struttura del capitale secondo le due principali teorie della struttura del capitale, il trade-off e la teoria del pecking order. Si riporta il segno atteso del leverage inteso come rapporto debito/equity come valutato nei principali contributi teorici analizzati nel paragrafo. "+" significa che la variabile dipendente aumenta all'aumentare della variabile indagata; "-" che diminuisce all'aumentare della variabile indagata; "+/-" significa che da un punto di vista teorico può valere sia il segno negativo sia quello positivo;

Fonte: H. Kent Baker and Gerald S. Martin, "Capital Structure and Corporate financing decisions", 2011, p.23

Le imprese che presentano in bilancio un elevato ammontare di attività tangibili (immobilizzazioni fisse che le banche in caso di insolvenza possono liquidare) e producono beni di largo consumo tendono ad avere alti rapporti di indebitamento (implicazioni coerenti con la teoria del TOT). Viceversa, le imprese con ampie opportunità di crescita, che operano maggiormente sulla base di attività intangibili, come, ad esempio, tecnologia, capitale umano o immagine di marchio, sono caratterizzate da ridotti livelli di leverage e utilizzano maggiore autofinanziamento (implicazioni coerenti con la teoria del POT). Le imprese di grandi dimensioni, con accesso sia ai mercati azionari che obbligazionari, sono percepite meno rischiose, data la maggiore possibilità di investire in mercati e prodotti diversi, di conseguenza

i creditori gli fanno credito facilmente e i costi del dissesto saranno contenuti; pertanto in questo caso sembra esserci una preferenza per l'indebitamento (implicazioni coerenti con la TOT). Le imprese con elevata redditività e con alti market-to-book ratio utilizzano meno debito, poiché generano maggiore autofinanziamento (implicazioni coerenti con la POT).⁸¹

Frank e Goyal concludono quindi che non esiste un modello teorico unificato di leva finanziaria che possa tenere conto di tutti questi fattori, ma i fattori sono già inclusi nei modelli teorici in letteratura. In altre parole l'evidenza empirica mostra, dunque in linea con i lavori internazionali, una doppia valenza dei fattori alla base della TOT e della POT nell'influenzare le scelte di finanziamento delle imprese e ciò è supportato anche da un interessante studio di Bontempi con riferimento al contesto italiano, su un campione imprese manifatturiere (quotate e non) estratto dalla banca dati Centrale dei Rischi e dei Bilanci.

Il modello proposto da Bontempi consente di valutare contemporaneamente sia la TOT sia la POT tentando di conciliarli all'interno di un modello di *pecking-order theory modificata*. Come specificato da Bontempi l'idea di un tale modello fu suggerito dallo stesso Myers(1984) che definì la “modified pecking order theory” come “a story based on asymmetric information and expanded by adding those elements of the trade-off which have clear empirical support”. Tale approccio è

⁸¹ R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri , *Principi di finanza aziendale* ,McGraw-Hill, Milano, 2020 p.480

particolarmente adatto a spiegare sistemi “ibridi” come quello italiano in cui interagiscono imprese del tipo TOT con un livello di leverage ottimale di lungo periodo verso il quale convergere e imprese POT in cui la disponibilità di fonti di finanziamento interne può interferire con il processo di aggiustamento di lungo periodo. Nel breve periodo le imprese preferiscono utilizzare fondi interni per finanziare gli investimenti; tuttavia, giocano un ruolo importante anche considerazioni fiscali, costi di agenzia e di bancarotta nonché effetti di segnalazione in base ai quali le imprese scelgono un leverage di lungo periodo verso il quale convergere in un’ottica del tipo TOT.⁸²

In sintesi le due teorie non si escludono a vicenda ma appaiono complementari cioè entrambe utili a spiegare alcuni aspetti delle decisioni finanziarie ma non tutti. Dunque, non esiste una teoria unica sulla struttura finanziaria universalmente valida che riesca a prendere in considerazione tutto ciò che guida i manager di migliaia di imprese nella scelta della combinazione migliore tra debito ed equity. Ci sono invece numerose teorie che trattano separatamente singoli aspetti della tematica più o meno efficaci a seconda delle caratteristiche, del tipo di attività e dell’ambiente economico in cui le imprese operano. I risultati a cui i vari studi pervengono non

⁸² O.Domenichelli. “*Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici*”, Giappichelli, Torino,2013, p. 94 che cita Bontempi M.E. (2002), *The Dynamic Specification of the Modified Pecking Order Theory: Its Relevance to Italy*, in «Empirical Economics», n. 27, pp. 1-22

sono inutili ma costituiscono un bagaglio di conoscenze essenziali che si collocano alla base della comprensione delle decisioni in tema di struttura finanziaria. Essi possono quindi costituire una sorta di “vademecum” a disposizione dei manager per interpretare la situazione finanziaria delle loro imprese e per determinare conseguentemente il possibile grado di indebitamento desiderabile e, nel caso, se e come muoversi verso di esso.

CAPITOLO 2

LE SCELTE DI STRUTTURA FINANZIARIA DEI MANAGER NELLA REALTA'OGGETTIVA DELL'AZIENDA

2.1 LE PRATICHE FINANZIARIE DEI MANAGER NELLA SCELTA DELLA STRUTTURA FINANZIARIA

Le decisioni di finanziamento sono state analizzate dalla teoria tradizionale nel tentativo di risolvere il dilemma sull'esistenza o meno della “*struttura finanziaria ottimale*” con i due approcci fondamentali alla struttura finanziaria (*trade-off* /*pecking order*). Ciò posto, nel corso degli anni, le evidenze empiriche hanno dimostrato che non esiste una teoria unica, evidenziando diversamente la necessità di considerarle entrambe anche se insieme non sono comunque esaustive nello spiegare la ricca diversità delle scelte di struttura finanziaria attuate dalle imprese, né tanto meno forniscono risposte definitive che possono guidare la pratica aziendale dei manager nel prendere le loro decisioni di finanziamento. Dopo circa settanta anni, la domanda di Myers “*In che modo le imprese scelgono la loro struttura finanziaria?*” rimane ancora senza risposta.⁸³

Ad ogni buon conto, allo stato, sono stati condotti ulteriori studi, che hanno permesso di individuare ulteriori determinanti e criteri che influenzano le decisioni

⁸³ S.C. Myers, “*The Capital Structure Puzzle*”, *The Journal of Finance*, vol.39, n.3, July 1984, ,p 575

effettive dei manager finanziari nella pratica, non prese in considerazione dalle teorie tradizionali. Scopo del capitolo è quello di utilizzare tali variabili per indagare ulteriormente le scelte dei manager avvicinandosi alle loro pratiche effettive. In particolare si analizzeranno quelle che li turbano maggiormente al momento della scelta e li allontanano dal target ottimale, spingendoli a propendere verso una struttura finanziaria sub-ottimizzata. Se infatti l'obiettivo che il manager si prefigge è quello della massimizzazione del valore aziendale la scelta più logica, nonché la migliore, sarebbe sempre quella di portare l'indice di indebitamento al livello considerato ottimale, tuttavia come sarà argomentato in seguito ci sono validi motivi che possono spingere un'impresa sottoindebitata a non utilizzare la capacità di indebitamento inutilizzata, o un'impresa sovraindebitata a non ridurre il proprio indebitamento.

2.1.1 Il divario tra la teoria e la pratica

Un prima metodologia per comprendere le vere determinanti delle scelte in merito alla struttura finanziaria è stata quella di condurre dei questionari tra i principali artefici di tali scelte, ossia i manager finanziari. Tale approccio, come sostenuto da Frank e Goyal⁸⁴, è un metodo di indagine empirica alternativo sul mix ottimale delle fonti di finanziamento adottate dalle imprese dato che, benché la letteratura prodotta

⁸⁴ M.Z.Frank , V.K. Goyal “*Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*”, Handbook of Empirical Corporate Finance, Vol. 2, 2005, p. 192.

sia di interesse, al momento non è in grado di offrire risultati conclusivi e ha il vantaggio di raccogliere e sintetizzare dati di campioni relativamente grandi e di informazioni di tipo qualitativo tipiche degli studi sperimentali. Tra i più importanti contributi all'approccio del questionario, si distingue particolarmente dagli altri per la dimensione del campione analizzato, lo studio di Graham e Harvey⁸⁵, condotto, con riferimento al mercato statunitense, tra i manager finanziari (utilizzando la sigla inglese, CFO – *Chief Financial Officer*) attraverso l'invio di un questionario ad un campione di imprese quotate, avente l'obiettivo di testare fino a che punto i criteri decisionali utilizzati dai CFO nella pratica corrispondono a quanto previsto dalla teoria economica. Nel questionario viene chiesto ai manager finanziari in modo specifico di segnalare quali fattori determinino le scelte relative all'ammontare appropriato di debito e di equity per le relative imprese invitandoli ad indicare il grado di importanza attribuito a ciascun fattore facendo riferimento ad una scala da 0 (non importante) a 4 (molto importante). Per ogni singolo fattore lo studio riporta la media dei valori di preferenza accordati e la percentuale degli intervistati, che a quello specifico fattore hanno attribuito un punteggio pari a 3 o 4 considerandolo quindi come un elemento di rilievo per le decisioni finanziarie, dando così origine

⁸⁵ Il campione analizzato è di 1440. In totale solo 392 CFO (con un tasso di risposta del 9%), hanno completato il sondaggio tuttavia a parere dei due autori i risultati vengono ritenuti comunque affidabili. J.R.Graham., R.H.Campbell, , “*The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field*”, Journal of Financial Economics, Vol 60,2001, p.188

ad una classifica che dispone tali fattori per ordine di importanza come si può notare dalla figura 2.1. e 2.2⁸⁶

Tabella 2.1 .:Fattori che determinino le scelte relative all'ammontare appropriato di debito per le relative imprese, classificati in base al loro punteggio medio

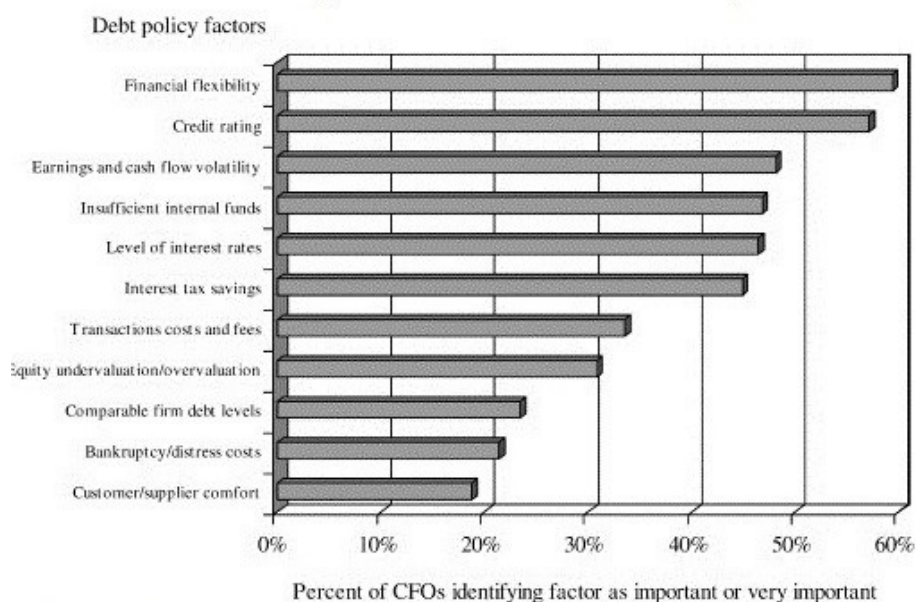
Fattori	Classifica	Punteggio medio
Flessibilità finanziaria (i manager limitano il debito per avere a disposizione fondi interni sufficienti per investire in nuovi progetti quando si presentano)	1	2.59
Il rating del credito (assegnato dalle agenzie di rating)	2	2.46
Volatilità dei flussi di cassa	3	2.32
Il beneficio fiscale del debito derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari	4	2.07
Costi di transazione per l'emissione di debito	5	1.95
Adottare lo stesso livello di debito di altre imprese presenti nel settore	6	1.49
I costi di fallimento attesi	7	1.24
Limitano l'utilizzo del debito in modo che i clienti/fornitori non siano preoccupati per l'uscita dell'impresa dal mercato	8	1.24
Limitano il debito in modo che i guadagni derivanti da progetti d'investimento possano andare completamente nelle mani degli azionisti e non essere pagati come interessi ai creditori	9	1.01
Cercano di utilizzare abbastanza debito in modo da non essere obiettivo di take over ostili	10	0.73
L'imposta personale costa molto agli investitori quando ricevono la renumerazione del capitale investito	11	0.68

Questa tabella mostra le risposte alla domanda: "Quali fattori influenzano il modo in cui scegli l'importo appropriato del debito per la tua impresa?". Lo scopo di questa tabella è dimostrare che contrariamente alla teoria, gli intervistati sembrano favorire regole di pianificazione finanziaria come la flessibilità finanziaria, rispetto a considerazioni teoriche, come i costi di fallimento.

Fonte:H. Kent Baker,J. Clay Singleton,E. Theodore Veit,"*Survey Research in Corporate Finance, Bridging the Gap between Theory and Practice*"Financial Management Association Survey and Synthesis Series, Oxford University Press, Stati Uniti, 2011, p.216

⁸⁶ V. De Crescenzo, " *La struttura finanziaria delle imprese: un'analisi comparata*", Giuffrè editore, Milano,p. 22 che cita Graham.J.R e Campbell R.H, "The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field", Journal of Financial Economics, Vol 60, 2001, p.187- 243

Figura 2.2: Risultati del questionario sui fattori che influenzano le scelte di struttura finanziaria secondo i manager finanziari elencati in ordine di importanza.



Fonte:Graham.J.R e Campbell R.H.,2001, "The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field", Journal of Financial Economics, Vol 60, 2001, p.210

Grazie ai risultati emersi dal questionario Graham e Harvey evidenziano alcune differenze tra la teoria e la pratica della finanza aziendale. In particolare, le risposte al sondaggio date dai CFO indicano come questi basino le proprie decisioni su criteri pratici, euristici o informali, che non sempre rispecchiano le indicazioni delle teorie tradizionali sulla struttura finanziaria.

Per quanto riguarda la teoria del trade-off dal grafico emerge chiaramente che i costi di fallimento e i benefici fiscali non occupano le prime posizioni come ci si aspetterebbe se la TOT riflettesse la reale struttura finanziaria delle imprese. Solo il 21% degli intervistati considera i costi di fallimento importanti, con una media di

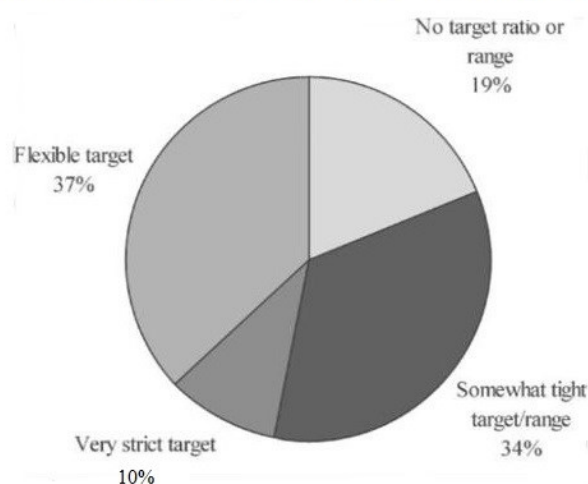
valori di preferenza pari a 1,24 su 4. Mentre una percentuale leggermente più sostanziosa il 46%, anche se non rilevante, dichiara (soprattutto con riferimento alle grandi imprese) di essere maggiormente sensibile nella scelta delle fonti di finanziamento al vantaggio fiscale connesso con il ricorso al debito la risposta media è 2,07 su una scala da 0 a 4.⁸⁷ ". Va tuttavia rilevato come, si posizioni in cima alla classifica soprattutto per le imprese grandi dimensioni il rating ad esse assegnato dalle agenzie specializzate, indicatore che si caratterizza per un legame stringente con gli eventuali rischi di dissesto finanziario e di fallimento. Per quanto riguarda i risultati di questo studio, il rating costituisce il secondo fattore come grado di importanza attribuito dalle imprese in relazione alle scelte di struttura finanziaria, dato che il 57,1% dei manager intervistati del campione, ha assegnato al fattore in esame un punteggio di 3 o 4. Considerando il valore medio dei punteggi della scala di preferenza, emerge un dato pari a 2,46 che sale a 3,14 con riferimento alle imprese di maggiore dimensione che si contraddistinguono dunque per una più attenta ponderazione delle implicazioni derivanti da un eventuale *downgrading* dovuto al peggioramento della propria situazione finanziaria.⁸⁸

⁸⁷ Dallo studio emerge infatti come "*Il vantaggio fiscale è più importante per le imprese grandi dimensioni, quotate che pagano dividendi che probabilmente hanno aliquote d'imposta elevate sulle società e quindi grandi incentivi fiscali per utilizzare il debito*" Graham.J.R e Campbell R.H.,2001, "The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field", Journal of Financial Economics, Vol 60, 2001, p.210

⁸⁸ V. De Crescenzo, "*La struttura finanziaria delle imprese: un'analisi comparata*", Giuffrè editore, Milano,p. 22 che cita Graham.J.R e Campbell R.H., "The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field", Journal of Financial Economics, Vol 60, 2001, p 211

Graham e Harvey (2001) chiedono inoltre ai manager finanziari se hanno un rapporto di indebitamento target ottimale. Il tema centrale della letteratura sulla struttura del capitale è proprio capire se esista o meno una struttura ottimale e se i manager ritengono più rilevante per le loro decisioni di finanziamento mantenere una struttura finanziaria target nell'ottica della Trade-off oppure seguire una gerarchia tra le fonti di finanziamento nell'ottica della teoria del Pecking Order.

Figura II.2: Risultati del questionario che indicano se i manager finanziari perseguono un rapporto d'indebitamento obiettivo



Fonte: Graham J.R e Campbell R.H., 2001, "The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field", Journal of Financial Economics, Vol 60, 2001, p.218

A tal proposito la figura II.2 evidenzia che l'80% dei manager finanziari intervistati dichiara di perseguire un rapporto d'indebitamento obiettivo mentre solo il 19% afferma di non ricercare nessuna struttura finanziaria target. Tra coloro che hanno risposto positivamente il 37% ha un target flessibile, il 34% ha un target più o meno rigido e solo il restante 10% afferma che la loro azienda segue un rigoroso rapporto d'indebitamento. Se si pensa che la logica target è ancor meno diffusa nel caso delle

PMI, e se si considera che dalle interviste condotte i benefici fiscali e i costi di bancarotta non rientrano tra i cinque fattori più importanti che influenzano le politiche di finanziamento delle imprese, possiamo concludere che l'evidenza statunitense non offre certo un ampio supporto alla Trade-off.⁸⁹

Dall'altro lato, l'indagine non sembra supportare a pieno titolo neppure l'approccio teorico alternativo, ovvero la teoria del Pecking Order. Al primo posto tra i fattori più importanti che influenzano le scelte finanziarie delle imprese compare la flessibilità finanziaria (con un rating del 2,59 su una scala da 0 a 4 e una percentuale di preferenza del 59,4%) definita come capacità di conservare un certo grado di libertà nell'utilizzo delle diverse fonti di finanziamento. Myers e Majluf (1984), ipotizzano che le imprese conservino riserve di elasticità finanziaria (*financial slack*), definite dagli assets altamente liquidi (cash e titoli) cui si somma la capacità di debito ancora inutilizzata, al fine di finanziare i futuri progetti di investimento. In questo senso, il fatto che i manager finanziari valutino la flessibilità finanziaria come il fattore più importante nella scelta delle loro decisioni finanziarie sembra essere coerente con la POT. Inoltre, con riferimento alla domanda "Quali altri fattori

⁸⁹Graham e Harvey (2001) trovano che il numero di manager finanziari che dichiarano di seguire una logica target in senso stretto o quasi è pari al 55% nel caso di imprese di grandi dimensioni; al 36% nel caso di imprese di piccole dimensioni. Graham.J.R e Campbell R.H.,2001, "The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field", Journal of Financial Economics, Vol 60, 2001, p.211

influenzano le politiche di indebitamento dell'impresa?", l'insufficienza di fondi interni si colloca in seconda posizione, anche se con un rating relativamente modesto (2.13 su 4). Questo comportamento, coerente con la POT, è più accentuato tra le piccole imprese (rating 2.30), che risentono maggiormente del problema delle asimmetrie informative.⁹⁰

Tuttavia, vi è una modesta evidenza (rating 1.76), che le imprese emettano equity quando i profitti sono insufficienti, e ancora meno evidenza a favore dell'emissione di equity qualora si siano esauriti i fondi reperiti via debito (rating 1.15) indebolendo, dunque, l'approccio POT. Inoltre, bisogna tenere presente che la flessibilità finanziaria è spesso ritenuta importante per ragioni non legate alla POT. In altri termini, il fatto che le imprese dichiarino tra i fattori più importanti la flessibilità finanziaria nell'influenzare le loro decisioni finanziarie, non è sufficiente per provare che la POT rifletta la reale struttura finanziaria delle imprese. Infatti, le ragioni sottostanti la flessibilità finanziaria non sono strettamente riconducibili al grado di asimmetria informativa tra manager e finanziatori esterni, alla dimensione dell'impresa o allo status di crescita dell'impresa come previsto dalla POT. Quanto a dire che se le imprese statunitensi seguono una logica POT nella gestione delle risorse finanziarie potrebbe essere per

⁹⁰ . Graham.J.R e Campbell R.H.,2001, "The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field", Journal of Financial Economics, Vol 60, 2001, p.219

ragioni diverse da quelle sottostanti alla POT di Myers e Majluf.⁹¹. Inoltre dai risultati si evince come i CFO non si preoccupino nemmeno di effetti quali l'*asset substitution*, dei problemi di tassazione personale degli azionisti e dei creditori o altre simili questioni complesse di carattere teorico.⁹²

Pertanto, i risultati del predetto studio individuano alcune determinanti ritenute importanti, nella pratica, dai CFO, nelle scelte di finanziamento operate, all'interno delle imprese, quali: la flessibilità finanziaria (59,4%), il rating del credito (57,1%) e la volatilità del flusso di cassa (48,1%), fattori non enfatizzati dalle principali teorie in tema di struttura finanziaria, mostrando così un profondo divario tra la teoria e la pratica della finanza aziendale. .

Ad analoghe conclusioni pervengono indagini simili a quella di Graham e Harvey condotte a livello europeo da Brounen e Bancel e Mittoo dove come nel caso statunitense il fattore più importante nell'influenzare le scelte di finanziamento delle imprese è rappresentato dalla flessibilità finanziaria anche se non correlata alle asimmetrie informative, le imprese hanno un target d'indebitamento ottimale, anche se nella maggior parte dei casi flessibile e il beneficio fiscale del debito e i

⁹¹ Graham.J.R e Campbell R.H.,2001, "The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field", Journal of Financial Economics, Vol 60, 2001, p.218-219

⁹² Graham.J.R e Campbell R.H.,2001, "The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field", Journal of Financial Economics, Vol 60, 2001, p.233

costi di fallimento si sono classificati per ordine di importanza dopo la flessibilità finanziaria, il rating del credito e la volatilità degli utili.⁹³

Ciò posto, si analizzeranno di seguito alcune spiegazioni plausibili che inducono i CFO a privilegiare le determinanti sopra indicate, nelle loro politiche di finanziamento, rispetto ai fattori indicati nelle teorie.

2.1.1 Flessibilità finanziaria

Come evidenziato dapprima nella ricerca di Graham e Harvey (2001) per gli USA i manager considerano prioritario, nelle politiche di finanziamento, preservare la **flessibilità finanziaria**, ritenendo che tale attributo è ben più importante di benefici fiscali oppure di possibili problemi di dissesto finanziario. Mentre nelle teorie detenere un ampio ammontare di liquidità (cash holding) o comunque non massimizzare ove possibile il ricorso al debito al fine di minimizzare il WACC veniva considerata una scelta manageriale inefficiente e foriera di opportunismo, riconducendo tale tema ai problemi di corporate governance, oggi un numero sempre maggiore di imprese decide di accumulare riserve di liquidità quale

⁹³ Si vedano M.Z.Frank, V.K. Goyal "Trade-off and Pecking Order Theories of Debt", Handbook of Empirical Corporate Finance, Vol. 2, 2005, p. 193-194 che citano F.Bancel e U.R.Mittoo, "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A survey of European Firm", Financial Management, Inverno 2004, Vol. 33, n. 4, p. 103-132 e Brounen D. De Jong A. Koedijk K, "Corporate Finance in Europe – Confronting Theory with Practice", Financial management vol.33, n.4, Inverno 2004, p.71-101

strumento alternativo alla massimizzazione del valore aziendale per intraprendere progetti d'investimento validi man mano che si presentano a supporto di processi di crescita più sostenibili ma anche perché , in qualche caso, fattore incidente sulla stessa sopravvivenza dell'impresa⁹⁴.

Il valore di un'impresa si basa di fatto più sulle decisioni d'investimento operative piuttosto che sulle politiche finanziarie. Anche se le politiche del passivo possono vantare una loro autonoma dignità nel creare valore minimizzando il costo del capitale, nella pratica risultano spesso correlate alla politica degli investimenti e quindi vanno azionate avendo cura di massimizzare l'entità dei capitali attratti in condizioni di flessibilità finanziaria al fine di non pregiudicare la realizzazione degli investimenti profittevoli. La struttura finanziaria può quindi essere messa in secondo piano e sub-ottimizzata pur di garantire la necessaria flessibilità nel reperimento delle risorse necessarie a finanziare efficacemente le iniziative d'investimento.⁹⁵

⁹⁴ Le riserve di liquidità hanno, come suggerito da Brealey ,un "lato oscuro": "troppe riserve potrebbero incoraggiare i manager a prendersela comoda, ad aumentare i propri compensi o a costruire imperi o portare alla manifestazione di altri costi di agenzia connessi a problematiche note come, *asset substitution* e *overinvestment*, utilizzando contante che dovrebbe essere restituito agli azionisti". Infatti, sarebbero i manager per motivazioni opportunistiche a volere tanto cash holdings nell'impresa in modo da usare discrezionalmente le risorse aziendali per i loro interessi personali piuttosto che alla creazione di valore per l'impresa e gli *stakeholder* R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri , "*Principi di finanza aziendale*" ,McGraw-Hill, Milano, 2020 p.481

⁹⁵ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, in "*Finanza per la crescita sostenibile*", Egea editore , Milano, 2011, p.14

Talvolta infatti l'ottimizzazione della struttura finanziaria non è la scelta più conveniente nel senso che i benefici associati dall'aver un debito minore rispetto a quello ritenuto ottimale sono a volte superiori. Questa potrebbe essere una delle ragioni per cui le imprese preferiscono posizionarsi su livelli sub-ottimali e più conservativi, aspirando a una struttura finanziaria più prudente pur di proteggersi dal rischio di ritrovarsi invece una eccessivamente indebitata anche se ottimale e pagarne le conseguenze in termini di maggiori costi e minore flessibilità finanziaria.⁹⁶

Questo è vero soprattutto per quelle aziende in cui il ridotto indebitamento potrebbe non essere una scelta ma un vincolo, trattasi di aziende vincolate finanziariamente (*financially constrained*) dove si osserva la presenza di una forbice tra il costo delle risorse interne e quello delle risorse esterne.

I problemi di asimmetria informativa e il costo eccessivo della finanza esterna possono creare per le imprese costrizioni nell'accesso al credito, cioè vincoli finanziari che comportano conseguentemente difficoltà nell'adeguamento alla struttura finanziaria ritenuta ottimale. In tal caso, la flessibilità finanziaria diventa una risorsa di valore in quanto riduce i costi associati all'accesso al mercato esterno dei capitali e permette di raccogliere fondi per intraprendere investimenti a VAN

⁹⁶ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, in “*Finanza per la crescita sostenibile*”, Egea editore, Milano, 2011, p.16

positivo che altrimenti potrebbero essere, a malincuore, abbandonati. Tale propensione a detenere elevati stock di risorse liquide aumenta al crescere dell'incertezza in merito alla capacità di generare cassa in futuro. Infatti **flussi di cassa volatili o insufficienti** riducono la possibilità di far affidamento sulle risorse generate internamente e porta le aziende a garantirsi la necessaria flessibilità finanziaria per non incorrere in vincoli finanziari o peggio in una situazione di fallimento.⁹⁷

Alla luce di queste considerazioni possiamo individuare i tipi di imprese che apprezzano maggiormente la flessibilità finanziaria⁹⁸:

- a. **le imprese con un accesso limitato ai mercati finanziari, cioè le imprese non quotate e le imprese di piccole dimensioni** rispetto alle imprese di grandi dimensioni. Le imprese di dimensioni più piccole e non quotate hanno opportunità di finanziamento esterno inferiori a quelle disponibili per imprese quotate, e questo potrebbe determinare una maggiore necessità a detenere liquidità, il che le spinge ad esempio a non distribuire totalmente agli azionisti i flussi di cassa derivanti dalla gestione, al fine di superare problemi connessi ai vincoli finanziari e poter finanziare, senza particolari difficoltà, i loro progetti di investimento.

⁹⁷ A. Cariola R. Staglianò, M. La Rocca, "Detenere liquidità genera valore? Benefici, costi ed evidenze dall'Italia", Aprile 2012, Working Paper, p.5

⁹⁸ A.Damodaran, O.Roggi, Finanza aziendale: applicazioni per il management, Maggioli editore, 2015,p 554

- b. le imprese che operano in settori volatili** nei quali la necessità di investimento possono variare drasticamente da periodo a periodo rispetto alle imprese in settori stabili che sono in grado di prevedere con certezza le loro necessità di reinvestimento non hanno bisogno di mantenere della capacità di debito inutilizzata in quanto possono progettare di raccogliere capitale con largo anticipo;
- c. le imprese nei periodi di crisi** del mercato rispetto a quelli in cui i mercati sono in espansione e funzionano correttamente. Infatti, se le condizioni economiche nel mercato esterno determinano un aumento nel costo delle risorse esterne oppure razionamento del capitale, con un'ampia forbice fra costo delle risorse esterne rispetto a quelle interne, si creano difficoltà finanziarie rilevanti per quelle imprese che non dovessero avere fondi interni disponibili. Pertanto, le imprese tendono ad aumentare le consistenze di cassa in modo da evitare di dover dipendere dalla raccolta di capitali nei mercati esterni in situazioni di crisi/recessione. La presenza di riserve di liquidità aiuta le imprese a mantenere posizioni finanziarie sane e ridurre la probabilità di fallimento durante la crisi finanziaria.

Tuttavia, la costrizione finanziaria non rappresenta l'unica motivazione per tenere da parte liquidità, anche aziende che non sono affette da questi vincoli (*financially*

unconstrained) attualmente stanno mettendo da parte notevoli riserve di liquidità. Al riguardo, nella tabella 2.1, sono menzionate alcune notizie pubblicate in vari periodi su quotidiani economico-finanziari.

<p>Tabella 2.1 – La rilevanza della liquidità per la <i>business community</i>.</p> <p>“Unicredit, Profumo tranquillizza i dipendenti: non ci sono problemi di liquidità”. “I coefficienti di liquidità, sia a breve che a medio termine, superano in maniera significativa i limiti approvati dal cda e quelli richiesti dai regolatori in tutti i Paesi in cui operiamo». [...] “In particolare, gli stock di liquidità a breve termine sono 10 volte sopra i limiti prima menzionati e garantiscono liquidità al gruppo ben oltre il 2008 senza dover far ulteriore ricorso al mercato”. (29 Settembre 2008, <i>Il Sole 24 Ore</i>)</p> <p>“E per i motori la Brembo gioca la carta del Brasile” “Brembo ha comprato dalla sudamericana Sawem Industrial il ramo d’azienda per la produzione e la commercializzazione di volani motore per l’industria automobilistica. L’operazione, che ha comportato un investimento di 8,2 milioni di reais (pari a circa 2,8 milioni di euro), è stata portata a termine dalla controllata Brembo do Brasil utilizzando liquidità di questa società già disponibile”. (10 Gennaio 2009, <i>Corriere della Sera</i>)</p> <p>“Google in tempo di crisi accumula liquidità, dice l’AD”. “Google punta ad “accumulare” liquidità mentre resiste alla recessione economica. Non prevede pagamenti di dividendi ma un livello stabile del fatturato realizzando investimenti attraverso il proprio ‘cuscinetto’ di liquidità”. (5 Marzo 2009, <i>Panorama</i>)</p> <p>“W la liquidità”. “[...] A Piazza Affari le società quotate con una posizione finanziaria positiva, cioè quelle senza debiti e con una disponibilità di cassa, sono andate molto meglio della media di mercato. Segno che gli addetti ai lavori sembrano premiare il <i>cash</i>. [...]”. (29 Maggio 2009, <i>Corriere della Sera</i>)</p> <p>“Fiat ha liquidità per 9,4 miliardi”. “[...] Il numero uno del gruppo automobilistico, Sergio Marchionne, ha ricordato che il gruppo può contare su liquidità per 9,4 miliardi di euro a fine settembre e ha ribadito l’obiettivo di chiudere il 2009 con un risultato operativo e un flusso di cassa di oltre un miliardo di euro [...]”. (26 Novembre 2009, <i>SoldiOnline -Quotidiano Economico e Finanziario</i>)</p> <p>“Apple Earnings: What Will It Say About Its Cash?” “[...]Apple vuole accumulare denaro. Steve Jobs ha detto ripetutamente che la società vuole riservare i soldi per grandi acquisizioni o per altri passi coraggiosi [...] è premiante avere un track record importante di essere molto disciplinati con l’uso del denaro”. (20 Aprile 2011, “Apple Earnings: What Will It Say About Its Cash?”, <i>The Wall Street Journal</i>)</p> <p>“Microsoft conquista Skype” “Oggi Microsoft è arrivata a mettere sul piatto 8,5 miliardi di dollari in contanti, nella maggior acquisizione effettuata nei suoi 36 anni di storia, per accaparrarsi Skype, [...] una strategia a 360 gradi tra pc, mobilità e gaming. [...]”. (11 Maggio 2011, “Microsoft conquista Skype”, <i>IlSole24Ore</i>)</p> <p>“Apple incoronata per riserve di liquidità” “La Apple è in cima alla classifica delle 20 aziende americane più cash-flush del 2010. Moody’s ha pubblicato il rapporto che tiene traccia dei propri dati nonché degli utilidel’azienda, dicendo che il settore tecnologico ha più denaro in cassa di ogni altro [264 miliardi di dollari in riserve di liquidità ... una cifra che è in crescita del 9%. Il Numero. 2 delle cash cow è stata Microsoft, seguito da Cisco, Pfizer, Google, General Electric, Johnson & Johnson, General Motors, Intel, Oracle, Ford, Amgen, Boeing, Dell, Chevron, Merck, IBM, ConocoPhillips, Coca-Cola e Bristol-Myers Squibb”. (27 Luglio 2011, “Apple takes crown for cash reserves”, <i>USA Today</i>)</p> <p>“L’appeal delle società senza debiti” “«Cash is king» [...] Solo chi non ha un euro, o un dollaro, di debito ha più chance di resistere meglio alla crisi e arginare le ondate di vendite che da giorni colpiscono i listini. [...] A Wall Street è caccia grossa: molti broker hanno iniziato ad andare a scovare società con i bilanci che grondano liquidità”. (09 Agosto 2011, <i>IlSole24Ore</i>)</p>

Fonte: A. Cariola R. Staglianò, M. La Rocca, “Detenere liquidità genera valore? Benefici, costi ed evidenze dall’Italia”, Aprile 2012, Working Paper, p. 6

In conclusione, in tutti i casi elencati ci si aspetta che l'indice d'indebitamento sia inferiore a quello teoricamente ritenuto ottimale (ossia quello al quale il costo del capitale risulta minimizzato) in quanto sono tutti validi motivi per non impiegare la capacità di debito inutilizzata ed accumulare liquidità e possono essere coerenti con la massimizzazione del valore dell'impresa, anche se ciò significa sub-ottimizzare la struttura finanziaria.⁹⁹ La scelta più logica non è quindi indebitarsi di più per raggiungere la struttura finanziaria ottimale ma di meno per lasciare capacità liquide in vista di investimenti futuri, i quali rappresentano la vera leva per la massimizzazione di valore e per la crescita più sostenibile dell'impresa.

2.1.2 Il rating del credito

Il rating è un giudizio sintetico sul grado di affidabilità dell'azienda: esprime la sua capacità (in senso positivo) o incapacità (in senso negativo) di far fronte agli obblighi inerenti il debito. E' dunque, rappresentativo del grado di solvibilità dell'azienda cioè traduce in termini quantitativi il rischio di default associato all'azienda. L'attribuzione del rating è basata sull'analisi di un sistema complesso di variabili sia quantitative, sia qualitative che quali-quantitative, tra le quali si annoverano i dati del bilancio, le qualità manageriali, la posizione di mercato

⁹⁹A. Cariola R. Staglianò, M. La Rocca, "Detenere liquidità genera valore? Benefici, costi ed evidenze dall'Italia", Aprile 2012, Working Paper, p. 10

all'interno del settore di riferimento dell'impresa. Attraverso l'analisi dei dati si cerca di prevedere quelle che saranno le prospettive future dell'impresa che ne influenzano la solvibilità tenendo conto della congiuntura economica, delle condizioni economiche e di eventuali fattori di stress.

La misurazione del rischio di insolvenza è svolta professionalmente dalle Agenzie di rating, il cui scopo dovrebbe essere quello di migliorare l'efficienza dei mercati attraverso la riduzione di asimmetrie informative nella relazione tra investitore ed emittente permettendo una razionalizzazione dei costi per la raccolta e l'elaborazione delle informazioni in quanto hanno le competenze e le dimensioni necessarie per raccogliere ed analizzare enormi quantità di dati sulle società emittenti di debito. L'analisi è basata non solo su informazioni pubbliche, ma anche da informazioni private che l'impresa mette a disposizione dell'agenzia di rating. Attualmente tale attività è dominata principalmente da Standard and Poor e Moody's che insieme rappresentano l'80% della quota di mercato e da Fitch che ne detiene circa il 15%.¹⁰⁰

¹⁰⁰ B.Aktan, S. Çelik, Y. Abdulla, N.Alshakhoori "The impact of credit ratings on capital structure", Journal of Islamic Finance, Vol 11, n.2, luglio 2019, p.228-229

Il giudizio di merito creditizio dell'emittente è sintetizzato in un valore alfanumerico. Di seguito sono riportate nella tabella 2.2 le definizioni del rating del credito secondo S&P in ordine decrescente di qualità. Per esempio un giudizio tripla AAA definisce le obbligazioni con il miglior rating possibile. A seguire ci sono i bond doppia A(AA), singola A e tripla B(BBB). Queste classi definiscono le obbligazioni dette "*investment-grade*". Da doppia BB in poi le obbligazioni vengono definite "*speculative grade*" o Junk bond per sottolineare il fatto che il loro rendimento e dunque il loro rischio di insolvenza aumenta progressivamente. Se un'impresa ha un rating al di sotto dell'"investment-grade" (inferiore a BBB) ha una buona probabilità di fallimento viceversa se ha un rating al di sopra dello speculative grade (superiore a BBB) è molto meno probabile che risulti insolvente.¹⁰¹

¹⁰¹ E' piuttosto raro che le imprese le cui obbligazioni sono classificate come investment grade falliscano ma esistono alcuni casi in cui questo è avvenuto. Un esempio è Enron in cui il rating è rimasto investment grade fino ad un mese prima della bancarotta mentre Parmalat in Italia è stata declassata a Junk bond solamente una settimana prima della bancarotta. R.A. Bradley,-S.C. Myers,-S. Sandri," *Principi di finanza aziendale*", Mc Graw-hill, Milano, 2020,p.48

Tabella 2.2 : Standard poor definizioni di credit rating

Classification	Rating	Definizioni
Investment grade	AAA	Elevatissima capacità di onorare i propri impegni finanziari. Le emissioni di grado AAA presentano un'elevatissima probabilità di essere onorate dall'emittente.
	AA(+/-/non/-)	Elevata capacità di onorare i propri impegni finanziari, differenziandosi solo lievemente dai soggetti valutati AAA. Le emissioni di grado AA presentano un'elevata probabilità di essere onorate dall'emittente.
	A(+/-/non/-)	Forte capacità di far fronte ai propri impegni finanziari. Tali soggetti – rispetto a quelli valutati AAA o AA – sono più vulnerabili in caso di situazioni poco favorevoli del contesto economico.
	BBB(+/-/non/-)	Adeguate capacità di far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie. Tali soggetti – ove paragonati a quelli valutati AAA, AA oppure A – essendo più sensibili a sfavorevoli condizioni economiche, presentano una probabilità inferiore di rispettare i contratti finanziari in essere.
Speculative-grade	BB(+/-/non/-)	Sono più solvibili se raffrontati ad emittente di grado inferiore, ma presentano comunque notevoli incertezze essendo esposti ad avverse condizioni economiche o finanziarie.
	B(+/-/non/-)	Sono più vulnerabili rispetto agli emittenti di grado BB – risultano ad ogni modo in grado di soddisfare i propri impegni finanziari, sebbene manifestino elevate incertezze in quanto particolarmente esposti ad avverse condizioni economiche o finanziarie.
	CCC(+/-/non/-)	Sono scarsamente solvibili dato che la loro capacità di onorare i contratti finanziari esistenti dipende esclusivamente da favorevoli condizioni economiche e finanziarie. Le emissioni di grado CCC sono minimamente affidabili, e qualora si presentino condizioni economiche o finanziarie poco favorevoli, l'obbligato verosimilmente non sarà in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti in relazione all'emissione.
	CC, C	Sono molto vicini ad essere insolventi. Le emissioni di grado CC è molto difficile vengano rimborsate agli obbligazionisti.
	C	Sono ancora più vicine – rispetto a quelle di rating CC – al mancato pagamento. Anche se il rating C viene di norma assegnato qualora sia stata presentata istanza di fallimento o sia stata intrapresa un'azione simile, i pagamenti relativi all'emissione vengono sostanzialmente effettuati.
	D	Il rating D viene assegnato qualora si ritenga imminente il default generale, e che quindi l'emittente fallirà nel rimborsare a scadenza la maggior parte o tutte le proprie obbligazioni finanziarie.
	NR	Nessuna valutazione è stata richiesta o non ci sono informazioni insufficienti per la valutazione

Fonte : Standard and Poor's Financial Services LLC (2017)

Il contenuto informativo del rating è tale da rappresentare un importante punto di riferimento nelle decisioni relative alla struttura del capitale, nonostante tale aspetto non sia formalmente preso in considerazione dalle teorie tradizionali sulla struttura finanziaria.

Kisgen¹⁰² per primo ha evidenziato come, le imprese cambino la loro struttura finanziaria e i loro bilanci per soddisfare il rating e ottenere quindi maggior credito a minor costo, dimostrando come l'impresa sia molte volte soggetta a *credit constraints*. Egli ha sviluppato l'ipotesi del rating del credito della struttura finanziaria (*credit rating- capital structure hypothesis CR-CS*) secondo cui "i rating del credito sono una considerazione sostanziale nelle decisioni sulla struttura del capitale dei manager finanziari, a causa dei costi (benefici) associati a diversi livelli di rating".

Imprese al di sotto dell'investment-grade hanno difficoltà a raccogliere capitale o ottenerlo a basso costo per effetto dell'aumentata probabilità di dissesto/fallimento. Le modifiche del rating possono inoltre innescare eventi che a loro volta influenzano i costi di una società ad esempio i "covenant" obbligazionari, possono contenere vincoli di rating (*rating triggers*) ovvero clausole contrattuali che attribuiscono al finanziatore specifici diritti (dall'aumento del tasso d'interesse all'escussione delle garanzie, dall'accelerazione dei tempi per il rimborso del prestito allo scioglimento del vincolo contrattuale¹⁰³) la cui attivazione può

¹⁰² D. Kisgen, "Credit Ratings and Capital Structure". *Journal of Finance*, vol. 61,n.3, Giugno 2006, p. 1037

¹⁰³ I contratti di fornitura a lungo termine possono richiedere rating di credito specifici da parte della loro controparte che se non rispettati possono portare alla perdita del contratto. Il *Financial Times* (2004) ha riferito, ad esempio, che il downgrade di U.S. Airways a CCC+ potrebbe inibire direttamente la sua capacità di completare un ordine di jet significativo: "le notizie sul rating

comportare cambiamenti discreti nel costo del capitale di un'impresa nonché , fortissime crisi di liquidità, rapide perdite di fiducia da parte degli investitori e persino il fallimento dell'impresa¹⁰⁴.

L'ipotesi di Kisgen implica che se tali costi (benefici) dei rating del credito sono concreti per i manager, è probabile che imprese vicine a un upgrade del rating del credito o a un downgrade abbiano una leva finanziaria inferiore o tendano a ridurre il debito rispetto alle imprese che non sono vicine ad una variazione del rating ¹⁰⁵

Dunque contrariamente a quanto previsto dalla teoria del Pecking order , nella quale si sostiene che le imprese preferiscono l'autofinanziamento al debito e il debito all'equity a causa delle asimmetrie informative ,nella pratica invece le imprese che sono vicine a un upgrade scelgono di emettere equity anziché debito al fine di ottenere i benefici di un rating più elevato e quelle che sono vicine a un downgrade possono evitare di emettere debito per prevenirne i costi aggiuntivi .¹⁰⁶

creditizio più basso di US Airways danno a [GE] la possibilità di ritirare i finanziamenti per i suoi jet regionali", poiché "una condizione era che il rating di credito di US Airways non scendesse al di sotto di B meno" D. Kisgen, "Credit Ratings and Capital Structure". Journal of Finance, vol. 61,n.3, Giugno 2006, p. 1039

¹⁰⁴ D. Kisgen, "Credit Ratings and Capital Structure". Journal of Finance, vol. 61,n.3, Giugno 2006, p.1036-1038

¹⁰⁵ Ad esempio, il Wall Street Journal (WSJ) (2004) ha riferito che EDS stava emettendo più di 1 miliardo di dollari in nuove azioni, "sperando di prevenire un downgrade del rating del credito", Barron's (2003) ha riferito che Lear Corp. ha ridotto il suo debito perché stava "cercando di vincere un rating obbligazionario investment grade superiore all'attuale BB-plus di Standard & Poor's", e il WSJ (2002) ha riferito che Fiat stava "correndo" per ridurre il debito della società perché era "sempre più preoccupati per un possibile downgrade del suo rating creditizio. D. Kisgen, "Credit Ratings and Capital Structure". Journal of Finance, vol. 61,n.3, Giugno 2006, p. 1035

¹⁰⁶ D. Kisgen, "Credit Ratings and Capital Structure". Journal of Finance, vol. 61,n.3, Giugno 2006, p.1043

Invece un'implicazione connessa ai costi (benefici) dovuti a livelli di rating più bassi (elevati) nel contesto della teoria del trade-off è che la leva finanziaria di un'azienda può essere inferiore alla leva ottimale pur di mantenere un rating obbligazionario elevato.

Questo è vero soprattutto per quelle imprese dove la scelta di adeguarsi all'indice d'indebitamento ottimale suggerito nella teoria del Trade-off potrebbe causare una leva finanziaria abbastanza elevata da mettere a repentaglio la stessa sopravvivenza dell'impresa poiché comporta costi notevoli dovuti al passaggio dall'investment grade (ad esempio BBB) allo "speculative grade" (ad esempio, un rating BB +). In questo caso l'impresa sceglierà una leva finanziaria inferiore a quella suggerita dalla teoria del Trade-off per non scendere al di sotto della soglia dell'investment-grade dato che i benefici connessi al rating più elevato sono maggiori rispetto a quelli derivanti dall'adeguamento alla struttura finanziaria ottimale e ciò potrebbe anche in questo caso spiegare perché le aziende sembrano utilizzare il debito in modo troppo conservativo. Un manager saggio nel effettuare le proprie scelte dovrà sempre ponderare i benefici derivanti dall'adeguamento all'indice d'indebitamento ottimale che implica la massimizzazione del valore aziendale con una perdita di valore dovuta però ai benefici connessi al rating più elevato.¹⁰⁷

¹⁰⁷ D. Kisgen, "Credit Ratings and Capital Structure". Journal of Finance, vol. 61,n.3, Giugno 2006, p.1041

In sintesi si può quindi concludere che i manager utilizzano criteri diversi nel prendere le decisioni di finanziamento rispetto a quelli previsti dalle teorie. E' vero che i manager ritengono importanti i costi di fallimento e del beneficio fiscale del debito ma sono preoccupazioni secondarie rispetto alla flessibilità finanziaria o al rating del credito e la volatilità degli utili che hanno spesso un impatto immediato sulla disponibilità e il costo delle fonti di finanziamento e quindi sul valore dell'impresa. Ciò è coerente con l'opinione che la priorità dei manager non è la massimizzazione del valore aziendale, bensì quella di garantire l'accesso alle fonti di finanziamento preferibilmente a basso costo (che molte teorie presuppongono facili da raccogliere sul mercato ma in realtà non sono sempre garantite) e la sopravvivenza dell'impresa nel tempo. La crisi finanziaria del 2008 ha dimostrato che i manager potrebbero non sbagliarsi¹⁰⁸

Il metodo d'indagine del questionario presenta diversi vantaggi unici in quanto permette di integrare gli studi empirici con le teorie tradizionali e al contempo sapere ciò che i manager finanziari (CFO) hanno in mente e quali criteri usano per prendere le decisioni di finanziamento, fornendo informazioni molto importanti e preziose per la ricerca sulla finanza aziendale. Il vantaggio principale è che le indagini consentono ai ricercatori di porre domande dirette sia sulle ipotesi sia sulle

¹⁰⁸ H. Kent Baker and Gerald S. Martin, "Capital Structure and Corporate financing decisions", Canada, 2011,p.245

implicazioni delle teorie finanziarie, permettendo di raccogliere dati qualitativi che altrimenti sarebbero difficili da ottenere e di convalidare o modificare le teorie esistenti motivandone di nuove. Tuttavia uno dei principali svantaggi di questo tipo di approccio è che i sondaggi misurano le opinioni e non necessariamente le azioni dei manager. L'analisi dell'indagine affronta anche il rischio che gli intervistati non siano rappresentativi della popolazione e la distorsione della mancata risposta potrebbe influenzare i risultati. Un'altra limitazione è che i manager potrebbero non comprendere alcune domande, dare una risposta sbagliata o "politicamente corretta", o semplicemente prendere decisioni su criteri diversi da quelli richiesti nelle domande del sondaggio che potrebbe alla fine quindi non suscitare le informazioni appropriate. Ad esempio, se si chiede ai manager se le loro aziende massimizzano i profitti, la risposta generale è che, no, si prendono cura dei propri dipendenti, sono cittadini aziendali responsabili, mettono al primo posto la sopravvivenza dell'azienda ecc.¹⁰⁹

Inoltre la maggior parte delle teorie compreso il questionario fin ora analizzati, si sono concentrate in gran parte su un unico contesto istituzionale cioè quello degli Stati Uniti, pertanto diversi studi recenti indagano invece su come i manager scelgono la struttura finanziaria in tutti i paesi del mondo. Se da un punto di vista teorico però vi sono numerose difficoltà per capire se una teoria – POT e TOT –

¹⁰⁹ H. Kent Baker and Gerald S. Martin, "Capital Structure and Corporate financing decisions", Canada, 2011, p. 229-230

può essere più adeguata dell'altra nello spiegare la struttura finanziaria dell'impresa non è facile attendersi che gli studi empirici prodotti con riferimento a contesti istituzionali diversi, possano aiutare a pervenire a risultati più standardizzati. Quello che ci si aspetta, invece, è che paesi simili in quanto caratterizzati da affinità nelle regole di mercato, nella tassazione e nella distribuzione dimensionale delle imprese, possano mostrare risultati omogenei anche sulla struttura delle fonti di finanziamento.

Queste indagini hanno portato una nuova serie di conoscenze e contribuito ulteriormente ad una maggiore comprensione delle pratiche finanziarie dei manager in tutti i paesi che saranno illustrate approfonditamente nel prossimo paragrafo.

2.2 LE SCELTE DI FINANZIAMENTO DEI MANAGER IN DIVERSI PAESI

Mentre la maggior parte delle teorie e della ricerca empirica sulla struttura del capitale è stata fatta in un unico contesto nazionale, di solito negli Stati Uniti, recenti ricerche si concentrano invece sull'identificazione delle differenze nella struttura del capitale tra paesi di tutto il mondo. Molti autori tra cui La Porta, Demirguc-Kunt e Maksimovic, evidenziano la presenza di differenze sistematiche nella struttura finanziaria tra paesi.

Questi studi dimostrano che le decisioni relative alla struttura del capitale sono influenzate non solo dalle caratteristiche specifiche dell'impresa (*firm-specific*), ma anche dalle caratteristiche istituzionali specifiche del paese in cui opera (*country-specific*), quali le tradizioni giuridiche e l'efficienza del sistema finanziario che inducono i manager a prediligere determinate fonti di finanziamento rispetto ad altre.¹¹⁰

¹¹⁰ H. Kent Baker and Gerald S. Martin, "Capital Structure and Corporate financing decisions", Canada, 2011, p.111 che cita R. La Porta, Rafael, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Law and Finance", Journal of Political Economy, Vol 106, n.6, dicembre 1998, p.1113-1155 e A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic, "Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity." Journal of Financial Economics, vol 54, n.3, 1999, p. 295-336.

2.2.1 La morfologia del sistema finanziario e le decisioni di finanziamento delle imprese

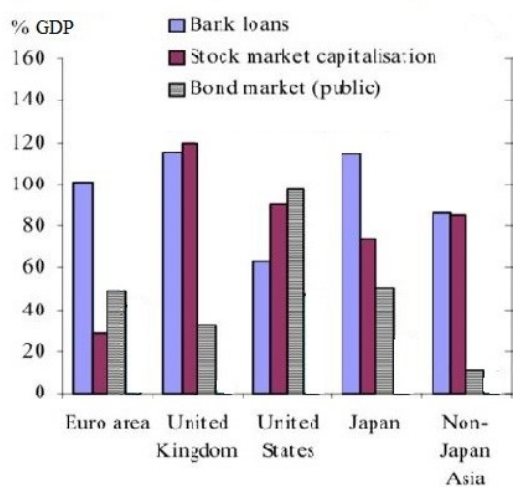
Le caratteristiche dell'impresa vengono sempre più spesso utilizzate per spiegare la struttura finanziaria complessiva delle imprese (analisi microeconomica). Tuttavia in generale le strutture finanziarie vengono classificate a seconda del sistema finanziario in cui le imprese operano, che si differenzia in base alla rilevanza del finanziamento tramite intermediari finanziari, soprattutto le banche, o tramite mercati mobiliari (analisi macroeconomica).

Una struttura finanziaria caratterizzata dalla prevalenza delle banche come intermediari viene definita come orientata alle banche (*bank-oriented*), invece se il finanziamento attraverso l'emissione di titoli sul mercato (azioni o obbligazioni), costituisce una fonte significativa di fondi per le imprese non-finanziarie, viene detta "orientata al mercato(*market-oriented*). E già questa suddivisione di per se influenza la scelta del manager finanziario tra debito ed equity.

Storicamente, si può osservare che i sistemi «di mercato» sono essenzialmente quelli dei paesi anglosassoni (Stati Uniti e Regno Unito), mentre quelli orientati alle banche sono principalmente quelli dell'Europa continentale e del Giappone. Tuttavia è anche vero che, a un'osservazione più attenta, la distinzione può risultare semplicistica. La figura 2.1 documenta la differenza sostanziale nelle strutture finanziarie adottate in diversi paesi del mondo (nello specifico negli Stati Uniti, nei

paesi europei (Germania, Francia, Italia, Spagna), in Giappone e nelle economie emergenti (Cina e India)) mostrando i valori totali dei prestiti bancari, dei corporate bond e dei mercati azionari rispetto al PIL (o *GDP, Gross Domestic Product*)

Figura 2.1: Dimensione del mercato finanziario tra paesi



Fonte: Allen, F., Chui, M., Maddaloni, A. "Financial system in Europe", USA and Asia", Oxford Review of Economic Policy, Vol.20, n.4, Inverno 2004, p.492

Dalla figura si evince che le caratteristiche principali della struttura finanziaria delle imprese statunitensi sono una piccola quantità di prestiti bancari e un mercato azionario e obbligazionario molto ampio. In questo senso, si può dire che negli Stati Uniti vige un sistema finanziario basato sul mercato (*market-oriented*). Anche nel Regno Unito, il valore del mercato azionario è altrettanto elevato ma i prestiti bancari sono molto più importanti dei mercati obbligazionari; sembra quindi avere un sistema finanziario basato sia sul mercato sia sulle banche. Di contro la maggioranza dei paesi europei (tra cui Germania, Francia, Spagna e Italia) e Giappone sono significativamente differenti con piccoli mercati azionari ma grandi

prestiti bancari e in tal senso può essere considerata basata su un sistema finanziario orientato alle banche (bank-based). L'Asia non giapponese è più simile al Regno Unito, con un grande mercato azionario e dei prestiti bancari ma un piccolo mercato obbligazionario classificandosi anch'esso come un ibrido tra le due classiche configurazioni dei sistemi finanziari.¹¹¹

Numerose ricerche hanno provato a spiegare il motivo per cui alcuni paesi si finanziano di più attraverso i mercati e altri invece di più attraverso le banche. Ad esempio La Porta, Lopez de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1996) in un loro studio condotto su campione di 49 paesi hanno ipotizzato che le differenze nella natura dei sistemi finanziari possano essere fatte risalire in parte alle differenze nel grado di tutela degli investitori, contro l'espropriazione da parte degli insiders che sono il riflesso delle norme legali e della qualità della loro applicazione.¹¹² Tale approccio sostiene che l'elemento fondamentale per tenere a bada i comportamenti opportunistici dei manager riguarda l'insieme di diritti che gli investitori hanno per spingerli a distribuire il cash flow generato dall'impresa. Se la protezione legale

¹¹¹ F. Allen, M. Chui, A. Maddaloni, "Financial system in Europe", *USA and Asia*, Oxford Review of Economic Policy, Vol.20, n.4, Inverno 2004, p.492

¹¹² I sistemi legali sono stati studiati da quattro economisti di Harvard (Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny) chiamati dagli accademici "la banda dei quattro". A loro si deve una serie di articoli, a partire dal 1997, sulla concentrazione proprietaria e rispetto della legge di buona parte dei Paesi del mondo (esclusi i Paesi arabi ed ex socialisti) basandosi sull'analisi del grado di tutela offerta a azionisti e creditori. Il riferimento è contenuto in R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol 106, n.6, dicembre 1998, p.1113

degli investitori è molto forte, i manager avranno un solo modo per tenere i flussi di cassa all'interno dell'impresa: convincere gli investitori della bontà delle loro iniziative strategiche. Minore è la protezione legale assicurata agli investitori, maggiore sarà la possibilità per i manager, di porre in essere comportamenti non allineati agli interessi degli azionisti e dei creditori.

In ultima analisi, gli azionisti ricevono i loro dividendi nella misura in cui possano licenziare i manager che non producano o non distribuiscano i dividendi stessi e i creditori ottengono i propri flussi di cassa nella misura in cui abbiano il potere di rimpossessarsi della proprie garanzie. Questi diritti conferiscono agli investitori il potere di estrarre dai manager i rendimenti del loro investimenti mentre in loro assenza, gli investitori non sarebbero in grado di essere pagati e quindi le imprese avrebbero difficoltà a raccogliere finanziamenti esterni o ottenerli a basso costo.¹¹³

Il punto centrale di tale prospettiva è che i sistemi legali e i sistemi giudiziari che assicurano l'applicazione delle norme, variano da paese a paese: di conseguenza ci si può attendere un diverso comportamento degli investitori e dei manager a seconda del contesto legale in cui le imprese si trovano ad operare. Confrontando norme di legge riguardanti i diritti degli investitori e la qualità di applicazione di tali leggi in vari paesi del mondo si giunge ad interessanti conclusioni. In prima

¹¹³ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol 106, n.6, dicembre 1998, p.1114

istanza è da notare che le leggi variano molto nei diversi paesi ed in particolare gran parte delle differenze risultanti da tale indagine sono da imputare alle diverse tradizioni giuridiche da cui traggono origine. Le leggi in diversi paesi in genere non sono scritte da zero, ma piuttosto trapiantate, volontariamente o in altro modo, da alcune famiglie legali o tradizioni. In generale, le leggi commerciali provengono da due grandi tradizioni che differiscono in termini di priorità che attribuiscono ai diritti di proprietà privata rispetto ai diritti dello stato.

La common law, di origine inglese, nasce dal desiderio dell'aristocrazia terriera inglese di limitare il potere della corona britannica, per questo è stata creata secondo la logica della consuetudine, prevalentemente da giudici i quali tentavano di risolvere casi concreti. Dato che la common law garantisce una discrezionalità sostanziale ai giudici, le leggi inefficienti vengono contestate nei tribunali e attraverso controversie ripetute, regole efficienti sostituiscono quelle inefficienti. Ciò ha facilitato la tutela dei diritti di proprietà degli investitori e la loro capacità di effettuare transazioni con sicurezza.

Di contro la civil law deriva dal diritto romano ed è stata creata dall'intento di Napoleone di usare il potere statale per realizzare la propria rivoluzione amministrativa evitando che il potere giudiziario potesse interferire in essa. Il modello si fonda sul diritto scritto e sul ruolo determinante della legge dal momento che i principi fondanti di questo sistema vengono codificati; pertanto non analizza

quindi il caso concreto ma regolamenta ipotesi generali dalle quali dovranno essere estrapolate le singole fattispecie particolari. Nel tempo, il predominio statale sulla magistratura ha prodotto tradizioni giuridiche che si concentrano maggiormente sul potere dello stato e meno sui diritti dei singoli investitori. Vi sono solamente tre famiglie giuridiche di civil law da cui le leggi del moderno diritto commerciale traggono origine: quella francese, quella tedesca e quella scandinava.¹¹⁴

I sistemi inglese, francese, tedesco e scandinavo si sono poi diffusi in tutto il mondo grazie alle conquiste, all'imperialismo e all'imitazione. Le leggi risultanti riflettono sia l'influenza delle loro famiglie sia le revisioni specifiche per i singoli paesi. Come risultato la diffusione di queste due famiglie legali e della successiva evoluzione delle leggi, ha permesso agli autori di confrontare singole regole o intere famiglie in un gran numero di paesi di tutto il mondo.

L'analisi dimostra, che gli azionisti e i creditori sono maggiormente tutelati nei paesi che hanno adottato la tradizione della common law, mentre i paesi di diritto civile francesi offrono all'investitore la protezione più debole, insieme ai paesi di civil law scandinavi e tedesco che si collocano tra i due estremi. Ad esempio nei

¹¹⁴ T.Beck, A. Demirguc-Kunt e R.Levine, "Law and Finance :Why Does Legal origin Matter?", Journal of Comparative Economics, Vol. 31, n.4, dicembre 2003, p.657-658

paesi di *common law* si trova un livello di attenzione verso i piccoli azionisti non riscontrabile nei Paesi di *civil law*. Anche per quanto concerne la protezione offerta dall'ordinamento giuridico nei confronti dei creditori si osserva una maggior tutela nei paesi di *common law* rispetto a quelli di *civil law*. La qualità dell'applicazione della legge è la più alta nei paesi scandinavi e tedesco-civili, seguite dai paesi di *common law* e ancora una volta la più bassa è nei paesi di diritto civile francese che sono caratterizzati da alti livelli di corruzione.¹¹⁵

Tali differenze nelle tradizioni giuridiche tra paesi hanno importanti implicazioni per la capacità delle singole imprese di raccogliere capitali necessari per finanziare opportunità di crescita poiché la protezione che gli investitori ricevono determina la loro disponibilità a finanziare le imprese. Un buon contesto giuridico protegge i potenziali finanziatori dall'espropriazione da parte degli insiders, diminuisce i costi di agenzia e aumenta la loro volontà di cedere fondi in cambio di titoli rivolgendosi al mercato, quindi le imprese fanno ricorso a fonti di finanziamento esterne, principalmente all'equity rispetto al debito obbligazionario, per far fronte ai loro fabbisogni finanziari. Di contro sistemi giuridici più deboli proteggono di meno gli investitori pertanto le aziende ivi operanti scontano maggiori difficoltà a reperire

¹¹⁵ .La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, e Vishny sviluppano un sistema di misurazione della tutela degli investitori che attribuisce al paese un punteggio di 1 per ogni singolo diritto tutelato che protegge azionisti e creditori e 0 in caso contrario. Infine questi punteggi sui diritti anti-dirigenti si sommano e si ottiene un punteggio aggregato che varia da 0 per il Belgio e 5 negli Stati Uniti e nel Regno Unito ad esempio che rappresenta sostanzialmente il livello di tutela garantito agli investitori in relazione al numero di diritti tutelati. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol 106, n.6, dicembre 1998, p. 1128

fonti dal mercato e per questo preferiscono ricorrere alle fonti interne o agli intermediari bancari.¹¹⁶

Un ulteriore filone di studi pone in evidenza come le scelte di finanziamento delle imprese siano positivamente condizionate non soltanto dalla maturità e dall'efficacia di un sistema legislativo e giudiziario (*enforcement*) finalizzati a tutelare gli investitori e a garantire la repressione di comportamenti opportunistici da parte degli operatori finanziari, ma complessivamente dal livello di sviluppo del sistema finanziario.

Questo accade perché in generale i paesi di common law sono caratterizzati da mercati finanziari sviluppati (market-based) che hanno :

- a) norme legali che assegnano potere ai creditori che ricevono l'intero valore attuale dei loro crediti sulle società. Ad esempio l'esistenza di un codice fallimentare esplicito è associata a una leva finanziaria più elevata e all'emissione di debito a lungo termine. In effetti, in alcuni paesi, come gli Stati Uniti, esiste un codice fallimentare esplicito che specifica i diritti dei creditori e facilita l'estrazione dell'intero valore attuale dei loro crediti nei

¹¹⁶ La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny., "Legal Determinants of External Finance." *Journal of Finance*, Vol.52, n.3, Gennaio 1997, p.1132

confronti delle società in caso di fallimento.¹¹⁷ Ancora più interessante, nel Regno Unito, il paese con la migliore protezione dei creditori, nonostante le aziende abbiano rendimenti altamente volatili, hanno accesso al debito con scadenza più lunga. Di solito in questo caso, i creditori utilizzano il debito a breve termine per esercitare il controllo sull'azienda minacciando di non rinnovare il prestito, ma ciò potrebbe non essere necessario se sono protetti dalla legge. Dunque una migliore tutela dei diritti dei creditori rende superfluo l'uso della scadenza del debito per controllare i mutuatari, impedendo così la liquidazione di imprese temporaneamente illiquide.¹¹⁸ Al contrario, in altri paesi senza codici fallimentari o solo codici debolmente applicati, i creditori hanno spesso difficoltà ad accedere alle garanzie. Per esempio in Francia è in vigore un codice fallimentare che favorisce la riorganizzazione delle imprese in difficoltà finanziaria e gli interessi degli stakeholder dell'azienda, come i lavoratori e gli azionisti, che hanno interesse alla prosecuzione dell'attività, mentre i diritti dei creditori sono poco tutelati.¹¹⁹ L'esistenza di procedure di fallimento a favore dei creditori

¹¹⁷ Joseph P. H. Fan, Sheridan Titman and Garry Twite, "An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, n. 1, , Febbraio 2012, p. 27

¹¹⁸ M.Giannetti, "Do better Institutions Mitigate Agency Problem?, Evidence From Corporate Finance Choice", , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, n.1, Marzo 2003 p.200

¹¹⁹ M.Giannetti, "Do better Institutions Mitigate Agency Problem?, Evidence From Corporate Finance Choice", , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, n.1, Marzo 2003 p.196

aumenta quindi l'incentivo per le imprese a emettere debito a lungo termine, poiché un eventuale fallimento può essere meno oneroso (ciò significa costi di fallimento più bassi);

- b) maggiore trasparenza in quanto promuovono una rendicontazione finanziaria completa e accurata da parte delle società e favoriscono una maggiore divulgazione di queste informazioni . Ad esempio gli investitori esterni nel decidere se finanziare piccole imprese negli Stati Uniti possono all'istante scaricare da Internet un report di Dun e Bradstreet, il cui archivio contiene notizie su 10 milioni di aziende. Questo report mostrerà il bilancio dell'impresa, la dimensione media del suo saldo di conto bancario e la puntualità o il ritardo con cui paga le proprie fatture. Il fatto di rendere disponibili e ampiamente accessibili queste informazioni riduce il costo della concessione di prestiti e aumenta la disponibilità del credito. (riduzione della gravità del problema dell'asimmetria informativa);¹²⁰
- c) banche poco concentrate di conseguenza c'è maggiore disponibilità di fondi e competitività, il che riduce i costi sostenuti per i prestiti bancari.¹²¹

¹²⁰ R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri , *Principi di finanza aziendale* ,McGraw-Hill, Milano, 2020 p.761

¹²¹ M.Giannetti, “Do better Institutions Mitigate Agency Problem?, *Evidence From Corporate Finance Choice*” , , Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.38, n.1, Marzo 2003 p.195

Pertanto, le opportunità offerte in un mercato azionario e obbligazionario ben sviluppato (market-based), facilitano non solo l'accesso al capitale, ma riducono il costo della raccolta del capitale, inducendo le imprese a fare maggiore affidamento sul finanziamento esterno, principalmente equity rispetto al debito obbligazionario a lungo termine per finanziare i loro investimenti.

Al contrario nei paesi civil law caratterizzati da un mercato finanziario azionario e obbligazionario meno sviluppato e una propensione per i sistemi bancari (bank-based), la presenza di bassi standard contabili, alto livello di corruzione e la bassa protezione per azionisti e creditori comportano meno informazioni disponibili sulle imprese, e quindi asimmetrie informative e costi di agenzia più elevati. Tutto ciò rende le banche restie ad assecondare iniziative d'investimento di più ampio respiro. Si prevede quindi, in base alla teoria del pecking order che, in presenza di asimmetrie informative tra soggetti interni ed esterni all'azienda, le imprese faranno maggiore affidamento sui fondi generati internamente e al debito a breve termine in quanto è considerato un buon strumento per la banca, che può agire rapidamente per recuperare il capitale all'arrivo di cattive notizie. Inoltre l'elevata concentrazione del sistema bancario (misurata dall'alta quota di mercato delle tre maggiori banche del paese) è destinata a ridurre la concorrenza e quindi ad aumentare il costo dei prestiti bancari. Pertanto, si prevede che le imprese dei mercati dei capitali meno

sviluppati (bank based) oltre ad avere un accesso limitato alla fonti di finanziamento avranno anche un costo più elevato per la raccolta di capitale.¹²²

Anche l'aliquota d'imposta impatta sulle scelte di finanziamento delle imprese, in quanto se elevata favorisce il ricorso al debito, dato che cresce il valore attuale del beneficio fiscale che incide positivamente sul valore aziendale¹²³. Ci sono 3 principali categorie di regimi fiscali:

- a) Il primo è il sistema fiscale classico in cui i dividendi sono tassati sia a livello societario che personale e gli oneri finanziari sono spese societarie deducibili dalle imposte;
- b) Il secondo è il sistema dell'imposta sugli sgravi sui dividendi, in cui i pagamenti dei dividendi sono tassati a un'aliquota ridotta a livello personale.
- c) Il terzo è il sistema d'imposta sull'imputazione dei dividendi, in cui le società possono dedurre il pagamento degli interessi, ma in cui gli azionisti ricevono un credito d'imposta per le imposte pagate dalla società.

¹²² H. Kent Baker and Gerald S. Martin, "Capital Structure and Corporate financing decisions", 2011, p.115

¹²³ Queste prove contrastano con Booth (2001) che non riscontra nel suo studio una relazione significativa tra leverage e politica fiscale. Questa differenza nei risultati deriva dalle differenze sia nei paesi campione che nei periodi campione. Il campione Booth (2001) è costituito principalmente da economie in via di sviluppo nel periodo 1980-1991 invece, queste prove a favore di un effetto fiscale provengono dalle economie sviluppate in un periodo di tempo successivo 2012. L. Booth, V.Aivazian, A.Demirguc-Kunt, V.Maksimovic, "Capital Structures in Developing Countries", Journal of Finance, Vol.56, n.1, Febbraio 2001, p.118

L'obiettivo del sistema è quello di tassare gli utili delle società una sola volta.

Il guadagno fiscale dalla leva finanziaria può assumere valori sia positivi che negativi. I valori negativi sorgono nell'ambito di un sistema di imposta sugli sgravi sui dividendi, quando l'aliquota d'imposta sulle persone sul reddito da interessi è superiore all'aliquota d'imposta sulle società e l'imposta sulle persone sul reddito da dividendi è inferiore all'aliquota d'imposta sulle società. Questo è il caso del sistema completo di sgravio dei dividendi, applicato in Brasile, Grecia e Turchia. Mentre il guadagno fiscale dalla leva finanziaria è 0 nell'ambito di un sistema fiscale completo di imputazione dei dividendi, come avviene in Australia, Cile, Malesia, Nuova Zelanda e Norvegia. Per tutti gli altri paesi il valore del guadagno fiscale dalla leva finanziaria è positivo.¹²⁴

Dunque si può concludere che le caratteristiche istituzionali del paese dove opera l'azienda possono influenzare la sua struttura finanziaria, incidendo sui costi di agenzia, sui costi di asimmetria informativa e sui costi di fallimento, nonché sull'ammontare dei vantaggi fiscali sfruttabili.

Ciò può ancora una volta influire sia sulla capacità delle imprese di operare nella struttura finanziaria ottimale sia sui manager di massimizzare il valore aziendale.

¹²⁴ Joseph P. H. Fan, Sheridan Titman and Garry Twite, "An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, n. 1, , Febbraio 2012, p. 28

Le imprese mantengono una struttura finanziaria ottimale bilanciando i benefici e i costi del debito, dato che le caratteristiche giuridiche e istituzionali influiscono sui benefici e sui costi del debito e dell'equity, la variazione di questi fattori dovrebbe influenzare la velocità di aggiustamento di un'impresa verso la sua struttura ottimale. Ad esempio la corruzione sistematica in un paese è un attrito che può ostacolare la capacità delle imprese di convergere rapidamente alla struttura ottimale del capitale, poiché aumenta il costo della raccolta di capitali esterni per l'impresa. Pertanto tutti i fattori precedentemente elencati, che aumentano (o diminuiscono) i costi di capitale delle imprese, rallentano (o accelerano) questa velocità di aggiustamento

Alcuni studi dimostrano che le imprese dei paesi di common law si adattano molto più rapidamente a una struttura ottimale rispetto alle imprese dei paesi di diritto civile. Antoniou, Guney e Paudyal (2008) trovano che le aziende nei paesi del G5 (Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Germania e Giappone) adeguano il loro rapporto d'indebitamento per raggiungere struttura finanziaria obiettivo ma a velocità diverse. La velocità di aggiustamento è più rapida nelle imprese francesi, seguite rispettivamente da imprese americane, britanniche, tedesche e giapponesi.

Dunque imprese che operano in economie orientate alla banche avranno maggiori costi e minori benefici derivanti dall'adeguamento all'indice d'indebitamento ottimale. Per esempio, per le imprese tedesche e giapponesi il costo di non adeguarsi

al target rispetto al costo dell'aggiustamento è basso poiché le imprese hanno stretti legami con le banche, ed è quindi possibile per loro adeguarsi lentamente al loro livello obiettivo senza incorrere in costi di agenzia sostanziali. Le imprese tedesche e giapponesi infatti non solo hanno un accesso più facile al finanziamento del debito, ma devono anche fare meno affidamento sull'utilizzo del debito come meccanismo per segnalare la qualità delle imprese a un gran numero di investitori sui mercati dei capitali.¹²⁵

Le imprese che operano in economie basate sul mercato invece hanno minori costi di aggiustamento o maggiori vantaggi derivanti dall'adeguamento a una struttura di capitale ottimale o entrambi. Ad esempio, se gli investitori sono ben tutelati e i creditori hanno molto potere i costi di agenzia e di fallimento saranno più bassi pertanto in base alla teoria del trade-off, l'impresa si potrà adeguare alla propria struttura finanziaria ottimale più facilmente dato che i benefici sono maggiori dei costi. Quanto più vicino è il rapporto d'indebitamento di un'impresa a un rapporto ottimale, maggiore è il valore dell'impresa e minore è il costo del capitale.

Un buon manager nella sua scelta quindi deve valutare anche il compromesso tra il costo dell'aggiustamento e il costo di essere fuori dall'obiettivo, anche in relazione alle caratteristiche istituzionali del paese in cui opera.

¹²⁵ Antoniou, A, Y. Guney, and K. Paudyal. 2008. "The Determinates of Capital Structure: Capital Market-Oriented Versus Bank-Oriented Institutions." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.43, n.1, Marzo 2008, p. 82-83

.È importante a questo punto valutare anche come i paesi caratterizzati da diverse tradizioni giuridiche affrontano il problema della tutela degli investitori al fine di mitigare così i costi derivanti da asimmetrie informative e conflitti d'interesse. Un primo passo è senz'altro quello di predisporre contratti tra l'impresa e gli investitori che disciplinano i rapporti tra i diversi attori cercando di fare in modo che gli interessi degli stessi siano allineati. Tuttavia i contratti saranno sempre incompleti poiché è impossibile prevedere un contratto "perfetto", che disciplini tutte le possibili circostanze che possono verificarsi nella gestione di un'impresa, per diversi motivi, quali i limiti della razionalità umana, l'imprevedibilità, la complessità e i continui cambiamenti dell'ambiente in cui la stessa impresa opera. Pertanto al fine di supplire a eventuali vuoti contrattuali si rende necessario un complesso di regole che configurano il sistema di governo societario (c.d corporate governance) che sarà approfondito nel prossimo paragrafo.¹²⁶

¹²⁶ M.Dalocchio,D.Tzivelis, M.A.Vinzia, in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011,p.18

2.2.2 Corporate governance e struttura finanziaria

La corporate governance influenza il valore delle imprese, unitamente alle scelte di struttura finanziaria, attraverso meccanismi manageriali, che influenzano dall'interno la gestione dell'impresa, ma anche meccanismi istituzionali, presenti nel contesto competitivo e transazionale che dall'esterno incidono sul grado di efficienza allocativa delle risorse d'impresa e che consentono di superare, o almeno attenuare, il conflitto di interessi potenziale e/o effettivo nelle relazioni di governo d'impresa fra i molteplici portatori d'interesse che interagiscono, direttamente o indirettamente con l'impresa, riconosciuto come sopradetto ostacolo al finanziamento esterno.¹²⁷ La presenza di un efficace sistema di governo societario, per la singola impresa e per l'economia nel suo complesso, contribuisce ad aumentare la fiducia degli investitori, garantendo adeguatezza e qualità nell'informazione esterna d'impresa, favorendo la riduzione dei costi di

¹²⁷ La corporate governance può essere definita secondo due distinte modalità : una più ampia e una più ristretta.. Secondo la definizione ampia cosiddetta istituzionale , la corporate governance individua" il sistema mediante il quale le imprese vengono gestite e controllate e dunque vengono rappresentati e composti i molteplici interessi dei vari soggetti stakeholders che hanno o possono avere rapporti economici con l'impresa". La definizione ristretta , maggiormente incentrata su un 'ottica di tipo manageriale, sottolinea l'importanza delle modalità organizzative con cui l'impresa viene diretta e controllata, focalizzando dunque l'attenzione" sugli organi sociali e in particolare sul consiglio di amministrazione in quanto responsabile della definizione degli indirizzi strategici, della nomina dei dirigenti responsabili del raggiungimento degli obiettivi, della supervisione dell'azienda nel suo complesso e in particolare dei controlli sul sistema dei rischi interni. V. De Crescenzo, " *La struttura finanziaria delle imprese: un'analisi comparata*", Giuffrè editore, Milano,p. 40

finanziamento, incentivando gli investimenti, nonché i processi di formulazione e attuazione delle strategie aziendali.¹²⁸

La corporate governance riveste dunque un ruolo di enorme importanza pratica. I paesi caratterizzati da una forte corporate governance forniscono un rimedio a molti problemi di agenzia. Al contrario, le aziende delle economie emergenti che operano in ambienti di governo societario deboli possono influenzare un ampio spettro di decisioni aziendali che spesso si traducono in costi di agenzia più elevati. Gli Stati Uniti, la Germania e il Giappone hanno alcuni dei migliori sistemi di corporate governance al mondo e le differenze tra loro sono probabilmente piccole in confronto a quelle di altri paesi. Il meccanismo italiano di corporate governance è così poco sviluppato da ritardare sostanzialmente il flusso di capitale esterno verso le imprese. Nei paesi meno sviluppati, comprese alcune delle economie di transizione, il meccanismo di governo societario è praticamente inesistente. In Russia, la debolezza del meccanismo del governo societario porta alla quasi inesistenza di forniture di capitale esterno alle imprese.

In Giappone ad esempio la principale caratteristica distintiva della corporate governance è il Keiretsu ossia un network di imprese solitamente organizzate attorno ad una grande banca principale (main bank). Essi possono essere distinti in

¹²⁸ M.Zanobio, “*Aspetti teorici della corporate governance*”, *Economia, impresa e mercati finanziari*, Dipartimento di Economia internazionale, delle istituzioni e dello sviluppo, Università Cattolica del Sacro Cuore, n. 1202, 2012, p 41

horizontal keiretsu ovvero gruppi d'impresе diversificate in diversi settori e vertical keiretsu come Toyota Motors che raggruppano in un'unica entità fornitori e clienti ossia aziende minori appartenenti allo stesso settore industriale.

Hoshi Kashyap Scharfstein¹²⁹ rilevano che, il supporto finanziario offerto dai Keretsu permette alle imprese che ne fanno parte di investire più facilmente in un'ottica di lungo periodo e al contempo mitigare costi d'agenzia, fallimento e di asimmetria informativa. Infatti un sistema di corporate governance dove il potere è diviso tra una banca principale, le società più grandi e il gruppo come insieme unico conferisce notevoli vantaggi finanziari

Primo fra tutti è la possibilità per le imprese di avere accesso a finanziamenti interni (ossia generati all'interno del gruppo). La banca normalmente raccoglie e impiega le risorse finanziarie prodotte o necessitate all'interno della rete di aziende e tende a coprire eventuali fabbisogni all'interno del keiretsu. Pertanto il ricorso alle fonti internamente generate e/o disponibili è prioritario rispetto al ricorso alle fonti esterne, un 'emissione obbligazionaria potrebbe essere interpretata come un segnale negativo in quanto sintomatico di scarsa autonomia finanziaria del Keiretsu. Inoltre se un'impresa del Keiretsu cade in dissesto con liquidità insufficiente per far fronte ai propri debiti o ai propri piani di investimento è normalmente possibile trovare

¹²⁹ R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2020 p. 751, che cita T. Hoishi, A. Kashyap e D. Scharfstein, "Corporate Structure, Liquidity and Investments, evidence from Japanese Industrial Groups", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.106,n.1, Febbraio 1991, p 33-60

una posizione morbida senza fare ricorso ai tribunali: può essere chiamato un nuovo management da altre imprese del gruppo e il finanziamento può essere ottenuto internamente.

Analogamente in Germania le imprese nel tentativo di mitigare le asimmetrie informative hanno instaurato relazioni di lungo termine con banche grazie alle quali quest'ultime, acquisiscono maggiori informazioni su di esse e quindi sono maggiormente disponibili a finanziare progetti d'investimento il cui ritorno economico non è a breve. Le banche in Germania hanno in effetti assunto una funzione decisiva per superare le gravi crisi industriali connesse alle guerre del Novecento, appoggiando la ripresa e lo sviluppo delle imprese non finanziarie. Da allora esse partecipano direttamente alla formulazione delle strategie, poiché fanno parte dei consigli di amministrazione in qualità di azionisti permanenti, detentori di una parte considerevole del capitale di rischio; contemporaneamente, però, prestano anche ingenti risorse all'azienda, indossando la duplice veste di soci e creditori. La possibilità concessa alla banca di detenere una partecipazione azionaria nelle imprese finanziate è una delle modalità più efficaci per ottenere un vantaggio informativo attraverso la presenza di una propria rappresentanza negli organi sociali

deputati alle decisioni di tipo strategico di cui avvalersi per l'esercizio della funzione allocativa¹³⁰.

Il modello della Hausbank ovvero banca universale, favorisce un'elevata crescita dell'impresa per almeno tre ragioni:

1. Riduzione dei costi derivanti dalle asimmetrie informative: in una banca a cui sono concesse partecipazioni azionarie, gode di vantaggi informativi maggiori eliminando così l'asimmetria informativa nei rapporti con l'impresa;
2. Maggiore riservatezza del rapporto: il rapporto di credito essendo basato su informazioni private mantiene margini di riservatezza sulle scelte strategiche intraprese tutelando maggiormente l'impresa rispetto al mercato che richiede invece la massima trasparenza sulle decisioni gestionali ;
3. Minori costi d'agenzia: in virtù di una stretta relazione, la banca concedente offre maggiori possibilità di rinegoziare le condizioni contrattuali o di modificare la forma tecnica dell'affidamento. Grazie al "patrimonio informativo" posseduto e agli obiettivi di medio lungo periodo, la banca può quindi garantire all'impresa condizioni più flessibili. Peraltro, le relazioni di clientela inducono il debitore a comportarsi in modo più virtuoso per due

¹³⁰ V. De Crescenzo, " *La struttura finanziaria delle imprese: un'analisi comparata*", Giuffrè editore, Milano, p.41

motivi: il primo è da ricondurre al monitoraggio continuo della banca; il secondo risiede nella garanzia, o promessa implicita, che la banca offrirà in futuro nuove erogazioni di credito a condizioni migliori (in termini di costo, quantità e garanzie).¹³¹

Nei sistemi bank based si riscontra dunque la tendenza a instaurare rapporti tra la banca e le imprese finanziate prolungati e stabili nel tempo, rapporti che consentono alle banche di sfruttare a pieno il potenziale vantaggio informativo riducendo così costi d'agenzia e asimmetrie informative e conseguentemente anche gli svantaggi derivanti da un sistema legale di tipo civil law.

Completamente diverso è il modello italiano che pur venendo comunemente associato ai sistemi del tipo bank-based manca di un coinvolgimento diretto delle banche nella compagini azionarie delle imprese e di una continuità nel medio lungo termine dei rapporti di finanziamento. La centralità assunta nel sistema economico italiano della cosiddetta prassi del pluriaffidamento non ha permesso infatti l'instaurarsi dei caratteristici rapporti banca impresa dei sistemi orientati agli intermediari.¹³² L'utilizzo di una pluralità di relazioni creditizie è stata alimentata dal gradimento delle imprese stesse, in quanto meccanismo capace di ridurre il

¹³¹ V. De Crescenzo, “ *La struttura finanziaria delle imprese: un'analisi comparata*”, Giuffrè editore, Milano, p.41

¹³² Le cause della diffusione del ricorso della pratica del pluriaffidamento vanno ricondotte all'assetto dimensionale del sistema bancario connotato dalla presenza di tante banche di piccola dimensione e dall'entrata in vigore del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (D.lgs n.385/1993, legge Draghi)

rischio assunto condividendolo con altri operatori e in modo da indurre concorrenza riducendo così i costi del prestito bancario. Tuttavia gli aspetti negativi del sistema sono molti e vanno individuati nella mancanza di un accesso a fonti informative privilegiate. La dispersione di informazione tra una molteplicità di banche inficia l'attività di valutazione, selezione e monitoraggio della clientela, operando a sfavore di un'efficiente processo di allocazione delle risorse finanziarie tra le varie richieste di finanziamento;

- a) determinazione di un volume di indebitamento eccessivo soprattutto nella componente del breve termine che mina le condizioni di equilibrio delle strutture finanziarie delle imprese;
- b) attenuazione nella percezione da parte delle singole banche della situazione di difficoltà finanziarie delle imprese loro affidate, dal momento che quest'ultime sono in grado di nascondere tali situazioni facendo ricorso a molteplici linee di fido messo a disposizione dal sistema bancario.

L'introduzione di Basilea 2 ha migliorato il processo di valutazione e monitoraggio delle posizioni intrattenute con la clientela con conseguente maggiore selettività e severità nelle decisioni di affidamento del sistema bancario. L'utilizzo di meccanismi automatici di *credit scoring*¹³³ è in grado di limitare fortemente la

¹³³ Procedura automatizzata di valutazione delle richieste di credito basata su una serie di analisi statistiche e sulla verifica dei dati del richiedente presso diverse banche dati (centrali rischi, società d'agenzia, ecc). Il risultato di tale procedura è un indice qualitativo (credit score) che esprime la probabilità stimata che il richiedente si riveli insolvente in futuro.

rilevanza del giudizio soggettivo nell'ambito dell'istruttoria del fido circostanza che ha portato alla decelerazione dell'erogazione del credito. Le nuove regole pertanto porteranno inevitabilmente a privilegiare le imprese finanziariamente sane e a penalizzare invece quelle finanziariamente meno solide richiedenti credito, soprattutto le PMI che corrispondono al 90% circa delle imprese in Italia, in quanto caratterizzate da una rischiosità maggiore della media, determinando un ridimensionamento del volume di finanziamenti da loro ottenibili dal sistema bancario e un aumento dei tassi bancari loro praticati.¹³⁴ Nonostante sia un paese sviluppato, il contesto italiano è caratterizzato altresì da una scarsa protezione legale degli investitori e da una debole applicazione della legge, tutti effetti di un sistema legale di tipo civil law che contribuiscono ulteriormente ad aumentare il costo del debito erogato dalle banche ma in questo caso non annullati né attenuati da un sistema di corporate governance efficiente.

In tutti questi casi è utile notare che l'azionariato delle aziende è spesso concentrato nelle mani di pochi azionisti sia attraverso il possesso diretto di quote azionarie rilevanti sia per mezzo di accordi fra azionisti di riferimento. Un carattere che generalmente si riscontra nei paesi che adottano la *civil law* è infatti una spiccata

¹³⁴ V. De Crescenzo, “ *La struttura finanziaria delle imprese: un’analisi comparata*”, Giuffrè editore, Milano, p 115-117

concentrazione della proprietà delle società nelle mani di pochi azionisti. Il controllo operato dalle banche accompagnato dalla concentrazione delle azioni nelle mani di pochi azionisti sovente anche presenti in azienda (condizione tipica del capitalismo familiare), determina un forte controllo sull'operato del management e quindi costituisce un modello efficiente per fare in modo che i *manager* perseguano l'interesse dell'impresa e che i grandi investitori siano incentivati a controllare il *manager*, contribuendo a ridurre così l'impatto dei costi d'agenzia ma non eliminandoli del tutto¹³⁵. Questi contesti, consentono infatti lo sviluppo di una diversa tipologia di costi di agenzia derivanti dal rapporto tra azionisti di maggioranza e di minoranza. Sono, infatti, gli azionisti di minoranza che tendono a scontare maggiormente le asimmetrie informative laddove sono gli azionisti di maggioranza ed il management a ben conoscere le effettive dinamiche aziendali.¹³⁶

¹³⁵ Ciò è coerente con gli studi di La Porta, Lopez-de-Sinanes, Shleifer e Vishny . Nei paesi in cui si garantisce un grado di tutela basso degli investitori si rileva un livello alto di concentrazione proprietaria. Più precisamente l'indice anti-dirigenti assume il valore massimo nella scala utilizzata ovvero 5 in Stati Uniti e Regno Unito, dove la concentrazione azionaria media dei 3 più grandi azionisti è del 20 %; in Germania avviene il contrario, ovvero l'indice anti-dirigenti è al minimo della scala cioè 1 e la concentrazione azionaria dei 3 più grandi azionisti è pari al 48%. R. La Porta, F. Lopez-de-Sinanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Law and Finance", Journal of Political Economy, Vol 106, n.6, dicembre 1998, p.1132

¹³⁶ M. Dallochio, D. Tzivelis, M.A. Vinzia, in "Finanza per la crescita sostenibile", Egea editore , Milano, 2011, p.21

Anche i sistemi orientati al mercato caratterizzati generalmente da un sistema legale di tipo common law , non sono esenti dall'incorrere in costi di agenzia. Nei sistemi finanziari market-based, nell'ambito dei quali il numero delle imprese quotate risulta elevato e prevalgono modelli a proprietà diffusa tendenti a contraddistinguere le imprese come public company, si distinguono dai bank-based per la mancanza di meccanismi proprietari o istituzionali (ne Stato ne banche) su cui fare leva per ridurre l'impatto dei costi d'agenzia o delle asimmetrie informative. In tale tipo di sistema è facile il verificarsi di conflitto di interessi tra gli azionisti e il management: le due categorie, infatti, tendono a non coincidere, perché gli investitori non sono interessati all'azienda se non per quanto concerne la sua redditività e la conseguente capacità di distribuire dividendi e non sono disposti a sopportare il costo dei controlli, che è eccessivo rispetto al beneficio (free rider)¹³⁷ Di conseguenza i manager hanno forte potere discrezionale, favorendo così l'insorgere di problemi quali la mancanza di controllo e di supervisione diretta da parte degli azionisti e data spesso l'assenza di consigli di amministrazione con un numero adeguato di consiglieri indipendenti (problema di agenzia).¹³⁸

¹³⁷ L'estrema improbabilità che ciascun piccolo azionista conduca un'azione di monitoraggio nei confronti degli amministratori (*agents*), deriva dal fatto che i benefici derivanti dal controllo saranno suddivisi tra tutti gli azionisti, anche fra quelli che non avranno contribuito alla copertura dei costi del controllo sulla gestione. In questa fattispecie il vantaggio ottenuto dal singolo azionista che compie l'azione di monitoraggio tende ad essere minore rispetto ai costi sostenuti dallo stesso per approntare il controllo, facendo in modo che la supervisione diventi economicamente non conveniente.

¹³⁸ M.Zanobio, "Aspetti teorici della corporate governance", *Economia, impresa e mercati finanziari*, Dipartimento di Economia internazionale, delle istituzioni e dello sviluppo, Università Cattolica del Sacro Cuore, n. 1202, 2012, p.49

Il controllo dell'operato del management aziendale in questo caso viene garantito direttamente dalla presenza di mercati finanziari sviluppati ed efficienti che sono in grado di percepire le inefficienze e le scelte inadeguate da addebitare ai manager e di sanarle attraverso la predisposizione delle condizioni idonee per l'attuazione di un take over che comporti la modifica dell'assetto proprietario aziendale (si parla a tale riguardo di *market for corporate control*)¹³⁹. Il rischio di essere sostituiti e lo strumento della scalata ostile hanno la funzione di disciplinare i comportamenti dei *manager* poco efficienti. In particolar modo tali "minacce" spingono a gestire l'impresa nell'interesse degli azionisti e diventano il sistema di controllo esterno sul *management*. Inoltre attraverso il meccanismo interno di incentivazione dei manager, cioè lo strumento delle *stock option*, la remunerazione dei *manager* viene strettamente legata alla performance azionaria e quindi alla capacità di creare valore per gli azionisti.

Pertanto, per superare il problema di agenzia, viene affidata al mercato la funzione di controllo esterno e ai meccanismi di incentivazione quella di controllo interno, con l'obiettivo di creare un'affinità di interessi e portare il *management* a ridurre il

¹³⁹ Il giudizio del mercato sull'operato del management si esprime con il numero degli scambi e il relativo prezzo di mercato; una situazione di deprezzamento eccessivo del valore delle azioni, causata da un'elevata vendita, segnala una situazione di sfiducia nei confronti dell'impresa che sarà così sottoposta al rischio di takeover, cioè modifica della proprietà dell'impresa e, conseguentemente, dei suoi organi direttivi.

rischio di scalate ostili, che potrebbero comportare per i manager il licenziamento, la perdita di ricchezza investita in azienda e il crollo di reputazione sul mercato del lavoro.

Tuttavia l'aspetto negativo dei sistemi finanziari market oriented è collegato all'ottica di breve periodo (short terminism) che condiziona le scelte attuate dal management aziendale. In tali condizioni i *manager finanziari* non sono incentivati ad intraprendere investimenti di medio-lungo periodo per il timore che la conseguente riduzione dei *cash-flow* di breve periodo possa deprimere il corso delle azioni e faccia sì che l'impresa possa diventare oggetto di una scalata ostile. Il mercato azionario viene considerato imperfetto (miope) così da attribuire maggiore importanza al breve periodo e minore valore agli investimenti di lungo termine a favore della massimizzazione dell'utile netto piuttosto che della massimizzazione del valore dell'azienda.¹⁴⁰Questo "monitor delegato" però consente di risparmiare sui costi aggregati di monitoraggio ed elimina il problema del free rider, poiché è lo stesso mercato che esegue il monitoraggio per tutti gli investitori.

Si ritiene dunque che anche migliori sistemi di corporate governance influenzino la struttura finanziaria e avvantaggiano le imprese attraverso un maggiore accesso ai

V. De Crescenzo, “*La struttura finanziaria delle imprese: un’analisi comparata*”, Giuffrè editore, Milano, p 42-44

finanziamenti e un minor costo del capitale, migliori prestazioni e un trattamento più favorevole di tutte le parti interessate.

Concludendo le scelte di struttura finanziaria sono influenzate anche da fattori istituzionali e di conseguenza per i manager finanziari, conoscere il paese di origine dell'impresa e le relative pratiche di corporate governance, è altrettanto importante quanto conoscere le caratteristiche specifiche di quell'impresa.

2.3 LE SCELTE DI FINANZIAMENTO DEI MANAGER E FINANZA COMPORTAMENTALE

La finanza aziendale comportamentale (*behavioral corporate finance*) utilizza un approccio di tipo comportamentale per osservare le decisioni finanziarie di un'impresa. Tale disciplina identifica le principali distorsioni comportamentali, ricavate dalla behavioral finance, che contraddistinguono la condotta degli individui decisori e li conducono ad effettuare scelte e decisioni non pienamente razionali che si interpongono ad un atteggiamento orientato verso la massimizzazione del valore.

Rappresenta dunque un approccio alternativo alla teoria finanziaria classica che basa il suo modello sull'ipotesi dell'efficienza dei mercati secondo cui i mercati finanziari sono in grado di definire dei prezzi che riflettono correttamente tutte le informazioni che si hanno a disposizione e sull'ipotesi di razionalità illimitata cioè

sulla figura di un agente razionale che, metodicamente, effettua delle scelte esatte. Tali presupposti teorici alla base del modello decisionale razionale di fatto non trovano pieno riscontro a livello empirico e sono, come osservato negli anni Settanta da H.A. Simon, in concreto difficilmente realizzabili¹⁴¹ I manager, quando si trovano a dover decidere lo fanno , secondo una razionalità che non può essere illimitata poiché dispongono di risorse cognitive limitate e di informazioni spesso incomplete o non facilmente disponibili che li spingono a deviare quasi sistematicamente da quanto previsto a livello teorico.

In tal senso i manager finanziari, in virtù della loro razionalità limitata, tendono ad utilizzare dei modelli comportamentali distorti che influenzano, conseguentemente, le loro decisioni e li portano a commettere degli errori in fase decisionale che determinano una diminuzione del valore aziendale. Queste ripercussioni sul valore aziendale derivano, dalle caratteristiche dei singoli manager, non delle imprese o dei mercati come fin ora analizzato, pertanto, un'analisi di tali aspetti

¹⁴¹ Secondo i sostenitori del modello razionale, i manager, disponendo di tutte le informazioni di cui hanno bisogno per prendere una decisione, effettuano delle scelte razionalmente ottimizzanti. Come evidenziato da Simon "I presupposti della razionalità assoluta sono contrari alla realtà. Non è solo una questione di approssimazione, ma non descrivono neanche lontanamente i processi che gli esseri umani mettono in atto per prendere decisioni nell'ambito di situazioni complesse".H.A. Simon (1955), "*A behavioral model of rational choice*", Quarterly Journal of Economics, vol. 69.n.1 febbraio 1955, p.99-118

comportamentali arricchisce il livello di conoscenza del processo di formazione delle scelte nel campo della struttura finanziaria¹⁴².

Le più frequenti distorsioni comportamentali che caratterizzano il comportamento dei manager sono suddivise in tre categorie : gli errori sistematici (bias) le euristiche e gli effetti di framing

Esempi di errori sistematici sono: l'eccessivo ottimismo, l'overconfidence, il bias di conferma e l'illusione di controllo.

I manager finanziari spesso manifestano una tendenza ad avere un'eccessiva fiducia in loro stessi (*overconfidence*), sia nelle loro abilità sia nelle loro conoscenze e competenze in ambito economico-finanziario, una sorta di inclinazione a mostrare una sicurezza non giustificata che li induce, molte volte, a non accettare di essersi sbagliati, rifiutando di ammettere l'errore e a ignorare le informazioni che contrastano con le loro idee in favore di quelle che, al contrario, le confermano e le rafforzano (il c.d. *bias di conferma*). Talvolta, inoltre, i manager per la troppa sicurezza verso se stessi, nel momento in cui si trovano nella condizione di dover prendere una o più decisioni, tendono a sopravvalutare le proprie attitudini personali e, quindi, il grado di controllo e di influenza che essi hanno sui risultati e

¹⁴² H.Kent Baker and John R. Nofsinger “*Behaviour Finance: Investors, Corporations and Markets*”, John Wiley & Sons, Canada, 2010,p.393.

sugli eventi ponendosi al di sopra degli eventi non prevedibili e controllabili (*illusione di controllo*). In stretto legame con tale distorsione comportamentale, si colloca la propensione da parte dei manager verso un *eccessivo ottimismo* che li porta a sovrastimare la frequenza dei risultati (performance) favorevoli ed a sottostimare quella degli esiti non ideali.¹⁴³

Tali atteggiamenti risultano essere particolarmente rischiosi per l'impresa poiché determina una lentezza di risposta nell'ipotesi di cambiamento nelle scelte finanziarie attuate ed una differente e spesso errata percezione del rischio . L'eccessivo ottimismo e l'overconfidence implicano, in particolare, una sottostima del rischio, associato ad un progetto d'investimento, che induce i manager a fare previsioni errate dei flussi di cassa attesi portandoli , conseguentemente, a scegliere un rapporto tra debito ed equity non adeguato o sub-ottimale basato eccessivamente sull'indebitamento (*leverage effect of managerial biases*).

Hackbarth sviluppa un modello al fine di estendere la teoria tradizionale della struttura del capitale per tenere conto degli effetti di questi due tratti manageriali in

¹⁴³ N.Miglietta , Battisti E. (2011), “*Impresa, Management e distorsioni comportamentali, Un approccio cognitivo alla gestione dell' impresa: l' Ego Biased Learning Approach (EBLA)*”, Giappichelli, Torino. p 127

quanto possono ridurre alcuni importanti divari tra previsioni teoriche note e fatti empirici irrisolti.¹⁴⁴

Il modello prevede che un manager ottimista preferisce il debito all'equity poiché percepisce quest'ultimo come gravemente sottovalutato e quindi considera i finanziamenti esterni troppo costosi. Di conseguenza, nella scelta del finanziamento se è disponibile il finanziamento interno, sottoutilizza il debito rispetto alla sua deducibilità fiscale. Se il finanziamento interno non è disponibile, è più probabile che un manager ottimista utilizzi il debito perché sopravvaluta i benefici fiscali e percepisce l'equità come indebitamente costosa coerentemente a questo previsto dalla POT. Tuttavia i manager ottimisti non presentano sempre una preferenza standard per la teoria del Pecking Order.

Un'implicazione dei tratti manageriali riguardante la teoria del trade-off è che manager ottimisti stimano in eccesso i flussi di cassa attesi dell'impresa e sopravvalutano i benefici fiscali, mentre i manager troppo sicuri di sé sottostimano il rischio dei flussi di cassa attesi ritenendo che la volatilità del flusso di cassa dell'azienda sia inferiore a quanto non sia in realtà e quindi sottovalutano il costo previsto del fallimento. Di conseguenza, un manager ottimista e/o troppo sicuro di

¹⁴⁴ H.Kent Baker and John R. Nofsinger “*Behaviour Finance: Investors, Corporations and Markets*”, John Wiley & Sons, Canada, 2010,p.401 che cita Hackbarth, Dirk. “Managerial traits and capital structure decisions”,*Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.43, n.4,p.843-882

se sceglie livelli di debito più elevati rispetto ad un ad un manager razionale che segue il modello originario della teoria del trade-off, il che comporta costose deviazioni dalla struttura finanziaria ottimale e conseguente perdita di valore per l'impresa.¹⁴⁵

La comprensione dei comportamenti irrazionali si rende quindi necessaria non per sostituire i modelli teorici della finanza tradizionale, ma per integrarli in vista della migliore comprensione delle dinamiche alla base delle scelte operate dagli manager finanziari. Il processo decisionale posto in essere dai manager ,dunque, sembra dipendere da due logiche che non difficilmente possono, per certi versi, anche sovrapporsi: la prima ha natura razionale e risponde a regole e processi analitici; la seconda ha natura irrazionale e risponde a regole intuitive e istintive. E' la combinazione di queste due logiche che si colloca alla base del processo decisionale dei manager finanziari e tra i principali fattori di variabilità e eterogeneità delle scelte di struttura finanziaria adottate dalle imprese.¹⁴⁶

¹⁴⁵ H.Kent Baker and John R. Nofsinger “*Behaviour Finance: Investors, Corporations and Markets*”, John Wiley & Sons, Canada, 2010,p.401

¹⁴⁶ N.Miglietta , Battisti E. (2011), “*Impresa, Management e distorsioni comportamentali, Un approccio cognitivo alla gestione dell' impresa: l' Ego Biased Learning Approach (EBLA)*”, Giappichelli, Torino. p.123

I manager finanziari, tendono inoltre ad agevolare il loro processo decisionale mediante l'utilizzo di una serie di "scorciatoie mentali" che permettono loro di giungere a soluzioni immediate ma li espone ad una serie di errori cognitivi (bias) comportando decisioni sbagliate e conseguente perdita di valore per l'impresa. Tali tipologie di scelte e procedure non garantiscono necessariamente la soluzione ottimale ma in genere risolvono il problema e sono economiche¹⁴⁷. In tale contesto rientrano le euristiche che rappresentano, secondo l'impianto teorico delle scienze cognitive, un modo veloce di ragionare, decidere e valutare; si tratta di procedure utili in quanto facili e veloci ma fallibili poiché riproducono approssimazioni alla razionalità perfetta e pertanto possono generare errori decisionali quali: la rappresentatività, la disponibilità, l'ancoraggio e l'euristica dell'affetto.

Gli effetti delle euristiche della *rappresentatività* sulla struttura finanziaria sono già stati ampiamente illustrati precedentemente nella teoria del market timing, in base al quale il manager emette azioni quando il loro prezzo è sopravvalutato e ricorrono invece al debito quando il prezzo azionario è sottovalutato.

¹⁴⁷ Ad esempio se un individuo si trova nella condizione di dover comprare in un piccolo negozio di frutta e verdura un'anguria, dovendo optare fra una ventina di cocomeri disposti su una bancarella, dovrà effettuare, necessariamente, un ragionamento, un giudizio ed una scelta. Una soluzione ottimale ma estrema, per l'individuo in questione, sarebbe quella di comprare tutte le angurie, assaggiarle, risolvendo così il problema ma a caro prezzo e, probabilmente, ritrovandosi con una piccola forma di indigestione. La soluzione alternativa, e probabilmente quella più realistica, consisterebbe nell'effettuare una scelta tra più opzioni: l'individuo potrebbe preferire un'anguria più profumata, oppure una più grande o più verde. Miglietta N., Battisti E. (2011), "*Impresa, Management e distorsioni comportamentali, Un approccio cognitivo alla gestione dell'impresa: l'Ego Biased Learning Approach (EBLA)*", Giappichelli, Torino. p.27

L'euristica dell'affetto indica il comportamento in base al quale i manager tendono a basare le proprie decisioni sull'intuizione o l'istinto o comunque su ciò che, a livello emozionale, sembra loro maggiormente corretto e giusto. Ad esempio il manager finanziario può decidere di intraprendere un investimento o stimare il costo del capitale in base al suo istinto e intuito, piuttosto che sui metodi di valutazione tradizionali quali VAN, TIR o CAPM, sviluppando la tendenza a far prevalere, in fase decisionale, la componente emozionale rispetto a quella meramente valutativa e razionale basata su analisi finanziarie.

Oppure al contrario i manager potrebbero decidere basandosi, quasi in maniera esclusiva, sulle stime risultanti dai metodi di valutazione, senza poi correggerle adeguatamente in relazione al mutamento ambiente che li circonda (ancoraggio). L'*euristica della disponibilità*, infine, rappresenta la tendenza di taluni manager ad utilizzare informazioni che sono in maggior misura disponibili e reperibili rispetto ad altre che lo sono meno; così facendo le sue stime risulteranno distorte a causa di un non corretto uso dei dati.¹⁴⁸

¹⁴⁸ N.Miglietta, Battisti E. (2011), "*Impresa, Management e distorsioni comportamentali, Un approccio cognitivo alla gestione dell'impresa: l'Ego Biased Learning Approach (EBLA)*", Giappichelli, Torino. p.137

La tabella 2.4 che segue sintetizza le principali distorsioni comportamentali che impattano sulle decisioni di finanziamento.

Figura 2.4 : Gli effetti delle distorsioni comportamentali nelle decisioni di finanziamento

Fenomeni psicologici	Effetti nelle decisioni di finanziamento
1. Bias	
<i>Eccessivo ottimismo</i>	Una proiezione troppo ottimistica dei flussi di cassa generati dai progetti di investimento determina una composizione della struttura finanziaria non ottimale e, sovente, rischiosa.
<i>Overconfidence</i>	L'eccesso di sicurezza genera una distorta percezione del rischio e configura rapporti di leva finanziaria non adeguati.
<i>Illusione di controllo</i>	La sovra-percezione del controllo porta i manager finanziari a scegliere un livello di indebitamento troppo elevato aumentando il rischio che la redditività operativa futura non sia in grado di coprire il fabbisogno generato dagli oneri finanziari associati.
2. Euristiche	
<i>Rappresentatività</i>	Il manager finanziario nel breve periodo decide la struttura finanziaria in base al timing del mercato valutando l'emissione di azioni in base alle informazioni personali ed alla sopra/sottovalutazione del titolo da parte del mercato.
<i>Disponibilità</i>	Il manager sceglie la struttura finanziaria utilizzando le informazioni maggiormente disponibili, facilmente reperibili e sviluppando stime distorte che rappresentano la previsione più ottimistica.
<i>Ancoraggio</i>	Il manager resta ancorato a stime distorte senza valutare adeguatamente le caratteristiche proprie delle tipologie di capitale.
<i>Affetto</i>	Il manager/proprietario sceglie le fonti di finanziamento determinando un costo medio ponderato del capitale emozionale.
3. Effetti di framing	
<i>Avversione alla perdita</i>	Un approccio decisionale risk-averse e la considerazione della flessibilità finanziaria quale elemento irrinunciabile della politica di finanziamento determinano la composizione delle fonti in base ad un ordine di scelta.

Fonte: Miglietta N., Battisti E. (2011), "Impresa, Management e distorsioni comportamentali, Un approccio cognitivo alla gestione dell'impresa: l'Ego Biased Learning Approach (EBLA)", Giappichelli, Torino. p 120- 138

Ci sono altre spiegazioni di natura comportamentale delle politiche finanziarie delle imprese. Ad esempio, Bertrand e Schoar mostrano che gli effetti fissi dei manager sono in grado di spiegare una parte significativa dell'eterogeneità nelle pratiche finanziarie delle imprese. I due studiosi hanno seguito le carriere degli amministratori delegati, direttori finanziari e altri tipi di top manager. Il loro stile di

comportamento si manteneva immutato nel tempo nonostante cambiassero impresa. Per esempio gli amministratori delegati più anziani tendevano ad essere maggiormente conservatori e orientavano le loro imprese verso minori rapporti di indebitamento. Al contrario manager più giovani all'inizio della loro carriera, si dimostravano più incoraggiati e appassionati a raggiungere determinati target individuali e aziendali, per questo non avevano paura di prendere decisioni di finanziamento audaci e rischiose, il che li faceva propendere verso una politica d'indebitamento più aggressiva. Allo stesso modo gli amministratori delegati che avevano seguito un master in business administration e con una buona istruzione tendevano ad indebitarsi di più¹⁴⁹.

Dunque si può ora affermare con certezza che le decisioni finanziarie non dipendano unicamente dalla natura /caratteristiche dell'impresa e dall'ambiente economico in cui opera ma anche dalle caratteristiche personali del manager finanziario.

In sintesi in base alle considerazioni fatte fin ora si può dire che una scelta finanziaria ottimale non dipende da un target da raggiungere ma da ciò che ci si aspetta sarà ottimale per quella specifica azienda. Per le aziende grandi e quotate potrebbe essere ottimale raggiungere un target d'indebitamento ottimale mentre per le piccole imprese, potrebbe essere ottimale raccogliere fondi. Quando si

¹⁴⁹ Bertrand M. e Schoar A. , “ *Managing with Style: The effect of Managers on Firm Policies*”, in *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, n.4, Novembre 2003,p. 1174-1175,

raccolgono nuovi fondi, potrebbe essere ottimale raccoglierli sotto forma di debito o sotto forma di capitale proprio a causa ad esempio delle condizioni del mercato o delle caratteristiche specifiche dell'impresa e del paese in cui l'impresa opera. E' vero che le imprese hanno un rapporto d'indebitamento ottimale ma questo è solo un punto di riferimento utile che teoricamente massimizza il valore dell'impresa da non confondere con un obiettivo prioritario dato che ci sono un'infinità di variabili interne ed esterne all'impresa che entrano in gioco e che allontanano i manager dal target ottimale spingendoli a propendere verso una struttura sovra o sotto indebitata.

CAPITOLO 3

IL RAPPORTO DI INDEBITAMENTO TARGET: LE PROBLEMATICHE OPERATIVE

La teoria tradizionale e i recenti progressi nella ricerca sulla struttura finanziaria fin ora analizzati forniscono una lente d'ingrandimento utile sulle decisioni sulla struttura finanziaria e sul loro impatto sul valore dell'impresa lasciandoci un manager armato di validi consigli concettuali e consapevole delle conseguenze delle proprie scelte, che si ritrova ora ad affrontare una serie di scelte pratiche. Buone decisioni di finanziamento dovrebbero derivare infatti da una combinazione di un buon ragionamento e da una buona implementazione.

Ad esempio fin ora la struttura finanziaria ottimale è stata definita e ponderata come scelta ma non si è mai parlato di come il manager finanziario determini se il debito debba essere lo 0%, il 20%, il 40% o il 60% del capitale ovvero, in che modo stimino il costo del capitale della propria impresa, tema ampiamente dibattuto sia a livello teorico, sia a livello applicativo. Nel corso degli ultimi decenni sono stati proposti dalla letteratura un ampio numero di metodi di stima, ciascuno dei quali caratterizzato da determinate assunzioni teoriche, limiti e pregi.

A tal proposito sempre citando il questionario di Graham e Harvey sembra che i manager finanziari utilizzano criteri diversi per prendere decisioni di finanziamento

rispetto a quelli prescritti dalle teorie ma aderiscono più strettamente agli insegnamenti dei libri di testo quando prendono decisioni sul costo del capitale, un tradizionale libro di testo risulta essere in questo caso appropriato", "teoricamente corretto", e "un'utile regola empirica."¹⁵⁰

Sfortunatamente per la pratica, come dimostrato più volte nel corso dei precedenti capitoli, le discussioni accademiche solitamente si fermano ad un alto livello di generalità dunque, una solida base teorica lascia ancora molte domande per l'applicazione senza risposta.

Scopo di questo capitolo è illustrare le problematiche nella stima della struttura finanziaria ottimale mediante la definizione di possibili iter procedurali adottabili ai fini dell'applicazione pratica delle principali metodologie di stima note in letteratura. Inoltre a livello gestionale, oltre a proporre una rassegna dei principali metodi di stima si esaminano gli aspetti di natura teorica in merito ai quali la letteratura appare più carente e frammentata poiché in tal caso i manager sono

¹⁵⁰ Graham e Harvey concludono "Forse il sostegno relativamente debole a molte teorie della struttura del capitale indica che è tempo di rivalutare criticamente le ipotesi e le implicazioni di queste teorie principali. In alternativa, forse le teorie sono descrizioni valide di ciò che le imprese dovrebbero fare, ma le società ignorano i consigli teorici. Una spiegazione di quest'ultima possibilità è che le scuole commerciali potrebbero essere più in grado di insegnare il budget del capitale e il costo del capitale [dove le tecniche sono ampiamente utilizzate] rispetto alla struttura del capitale. Graham.J.R e Campbell R.H, "The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field", Journal of Financial Economics, Vol 60, 2001, p.233

lasciati a se stessi e si descrivono le migliori pratiche per affinare o risolvere talune criticità riscontrate.

3.1 LE PROBLEMATICHE NELL'APPLICAZIONE DEI METODI PER LA DETERMINAZIONE DELL' INDICE D'INDEBITAMENTO OTTIMALE

I tre metodi principali per il calcolo della struttura finanziaria ottimale sono definiti: del costo medio ponderato del capitale, del valore attuale modificato (*Adjusted present value*) e del analisi comparata che sebbene differiscano nei dettagli, se applicati in modo appropriato, ciascuno di essi produce una stima simile della struttura finanziaria ottimale. La scelta del metodo, quindi si basa su quale di questi è il più facile da applicare in una determinata situazione.

3.1.1 Metodo del costo medio ponderato del capitale

Il metodo del costo medio ponderato del capitale è il più utilizzato in assoluto per stimare la struttura finanziaria ottimale di un'impresa e consiste nello scegliere l'indice d'indebitamento al quale il costo del capitale risulta minimizzato in quanto ciò equivale a massimizzare il valore dell'impresa. Questo perché il valore attuale di un'azienda (VA) è uguale al valore attuale dei flussi di cassa che può generare in futuro (FC), scontati ad un opportuno tasso di attualizzazione che corrisponde al

rendimento richiesto da azionisti e creditori per il capitale conferito all'impresa ovvero il costo medio ponderato del capitale (*Wacc*):

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{FC}{(1 + Wacc)^t}$$

Ipotizzando che i flussi di cassa rimangano fissi e a variare sia soltanto il costo del capitale una riduzione di quest'ultimo aumenterà sicuramente il valore dell'impresa di conseguenza quando si minimizza il costo del capitale viene massimizzato il valore dell'impresa.¹⁵¹

Per calcolare il costo medio ponderato del capitale (WACC) la formula più utilizzata dai testi finanziari è la seguente:¹⁵²

$$Wacc = Wd (1 - t) Kd + We Ke$$

In questa formula, il WACC è pari alla media ponderata del costo stimato dell'equity (K_E) e del costo stimato del debito (K_D) al netto delle imposte societarie (t) dove i pesi di ponderazione sono basati sui valori di mercato dell'equity (W_e) e del debito (W_d).

¹⁵¹ A. Damodaran e O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", Maggioli editore, Rimini, 2015, p.476

¹⁵²H. Kent Baker and Gerald S. Martin, "Capital Structure and Corporate financing decisions", Canada, 2011, p.193

La manualistica suggerisce delle linee guida per procedere correttamente al calcolo del Wacc:¹⁵³

- 1) Il Wacc deve essere basato sulle caratteristiche correnti dell'impresa dato che viene utilizzato per attualizzare flussi di cassa futuri. Si raccomanda pertanto che i costi del capitale di equity e debito che figurano nell'equazione debbano riflettere i valori di mercato non quelli contabili poiché quando si stima il costo medio ponderato del capitale, non ci si interessa del passato ma delle aspettative per il futuro.
- 2) i pesi di ponderazione analogamente devono essere stimati a valori di mercato, non pesi storici basati su valori contabili o di libro spesso arbitrari e poco aggiornati.
- 3) il costo del debito deve essere calcolato al netto dell'imposta per considerare il valore dei benefici fiscali del debito dato che gli oneri fiscali sono deducibili ai fini fiscali, cosa che non avviene per il costo del capitale non essendo deducibili gli eventuali dividendi.

Nonostante le istruzioni fornite dai manuali di teoria finanziaria, l'applicazione del metodo del costo del capitale pone il professionista di fronte a una serie di difficoltà tra le quali si annovera quella di ottenere delle stime realistiche di ciascuno dei

¹⁵³ Brotherson, W. Todd ed Eades, Kenneth M. e Harris, Robert S. e Higgins, Robert C., "Best Practices" in *Estimating the Cost of Capital: An Update*, Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education), vol.23, n. 1, 2013,p.2

componenti della formula che rappresenta sostanzialmente la problematica principale per mettere in pratica questo tipo di approccio.

Per determinare il costo del debito basato su valori di mercato è possibile utilizzare i dati osservabili dal mercato obbligazionario. Tuttavia la maggior parte del debito emesso dalle imprese non è negoziato attivamente sul mercato (come nel caso del debito bancario), di conseguenza è difficoltoso stimarne il valore di mercato, pertanto è possibile prendere in considerazione titoli che invece lo sono con caratteristiche identiche aventi circa lo stesso rischio di insolvenza (rating equivalenti) e la stessa scadenza.¹⁵⁴

Molto più complessa invece appare la stima del costo del capitale proprio. Il cuore del problema è che, a differenza dei rendimenti prontamente disponibili sui mercati obbligazionari, non esiste una controparte osservabile per le azioni. Di conseguenza il ricorso alla teoria lascia senza risposta importanti domande per l'implementazione.

Per determinare tale stima i praticanti si affidano a diversi modelli più astratti e indiretti, tra cui il Capital Asset Pricing Model (CAPM) che rappresenta un riferimento universalmente riconosciuto, il quale ipotizza che il rendimento

¹⁵⁴ R.A. Bradley,-S.C. Myers,-S. Sandri, " *Principi di finanza aziendale*", Mc Graw-hill, Milano, 2020, p.500

richiesto su qualsiasi azione (K_e), sia pari al tasso di rendimento del titolo privo di rischio per la temporanea indisponibilità di capitale, a cui si aggiunge un premio per il rischio ed è esprimibile tramite una relazione lineare¹⁵⁵:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) = R_f + \beta(MRP)$$

R_f = rendimento del titolo privo di rischio *risk free*;

R_m = Rendimento di un portafoglio di attività rappresentativo del mercato

β = indice di rischiosità dell'azienda rispetto al mercato

MRP = è il premio per il rischio di mercato (*Market Risk Premium*),

Il premio per il rischio è uguale al premio per il rischio di mercato (MRP) ossia il rendimento aggiuntivo di cui gli investitori hanno bisogno per detenere un ampio portafoglio di mercato di titoli rischiosi piuttosto che titoli senza rischio, moltiplicato per il beta(β) che ridimensiona il premio di rischio verso l'alto o verso il basso a seconda che il suo valore sia superiore ($\beta > 1$) o inferiore ($\beta < 1$) a uno. Altrettanto problematica si presenta a questo punto la stima del β che rappresenta il rischio sistematico ed esprime la variazione del prezzo di un titolo al variare dell'indice di mercato¹⁵⁶.

¹⁵⁵ H. Kent Baker and Gerald S. Martin, "Capital Structure and Corporate financing decisions", Canada, 2011, p.194

¹⁵⁶ L'unico rischio remunerato è quello sistematico poiché l'investitore in mercati efficienti non ha motivo per detenere portafogli non diversificati. Il rischio non diversificabile detto sistematico o di mercato è il rischio di eventi che impattano indistintamente su tutte le azioni ma non con la stessa intensità e tende a generare extra o sotto rendimenti per tutte le azioni. La variabilità del rendimento di un titolo ad eventi sistematici dipende dalle caratteristiche del titolo stesso e il parametro che ne misura tale sensibilità si chiama β Tale rischio non può essere abbattuto e rimane in carico all'investitore che abbia anche ben diversificato, cioè che abbia abbattuto il rischio specifico dell'impresa investendo correttamente in titoli correlati negativamente. .Domenichelli. "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici", Giappichelli editore, Torino, 2013, p.46-47

La stima del β di norma avviene anch'essa, ove possibile, attingendo dal mercato attraverso imprese comparabili, ossia società operanti nello stesso settore o segmento di mercato e quindi aventi caratteristiche simili a quelle dell'azienda di cui si vuole stimare il β , altrimenti non resta che procedere per via econometrica se si dispone di adeguate serie storiche del titolo oggetto di valutazione. In questo modo si ottiene un β levered che esprime la rischiosità in base al rischio finanziario e operativo. Ma questo Beta risultato di una media di aziende simili risente del rischio associato alle loro strutture finanziarie. Infatti le diverse società comparabili hanno strutture finanziarie proprie e tenuto conto che l'impresa oggetto di esame può avere un target di struttura finanziaria che differisce da quello del campione esaminato è necessario depurare il β , della componente rischio finanziario per poter apprezzare come il mercato valuta in media il rischio operativo, quindi occorre trasformare il β da levered in unlevered, e di conseguenza si genera la seguente formula¹⁵⁷:

$$\beta_{unlevered} = \beta_{levered} \frac{E}{D(1-t) + E}$$

Si ottiene così una media di β a cui si aggiunge il rischio finanziario della sola impresa oggetto di valutazione utilizzando la formula di β relevering, in simboli:

$$\beta_{relevering} = \beta_{unlevered} \frac{D(1-t) + E}{E}$$

¹⁵⁷ O.Domenichelli. "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici", Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 54

Una volta che il beta è stato ricalcolato, il manager finanziario può finalmente utilizzarlo per calcolare il costo del equity della propria impresa e del suo Wacc.

Che queste siano le “*best practice*” utilizzate effettivamente dai manager finanziari nella pratica per ottenere delle stime realistiche delle componenti della formula del Wacc e in ultima istanza la struttura finanziaria ottimale della propria impresa lo dimostra un sondaggio condotto da Brotherson, Eades, Harris e Higgins, non tramite un questionario scritto ma attraverso delle telefonate per ascoltare le motivazioni delle risposte di ciascun manager intervistato. Gli autori del sondaggio concludono che le imprese per stimare il costo del debito utilizzano il suo valore di mercato al netto delle imposte basate su aliquote d’imposta marginali, non aliquote medie. Inoltre, le aziende utilizzano in genere il valore di mercato o pesi target, non i pesi basati sul valore contabile. Infine nell'affrontare il compito più difficile di stimare il costo del capitale proprio, la stragrande maggioranza delle imprese utilizza il modello del Capital Asset Pricing Model (CAPM).¹⁵⁸

A questo punto per determinare la struttura finanziaria ottimale basterebbe semplicemente risolvere l’equazione del Wacc, sostituendo le stime esatte per ciascun componente e costruire una tabella che riporti il costo del capitale e del

¹⁵⁸ Brotherson, W. Todd ed Eades, Kenneth M. e Harris, Robert S. e Higgins, Robert C., “*Best Practices*” in *Estimating the Cost of Capital: An Update*”, Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education), vol.23, n. 1, 2013,p.4

valore dell'impresa corrispondenti a diversi livelli d'indebitamento e scegliere tra questi quello coincidente al costo del capitale più basso così come mostrato a titolo illustrativo dalla figura 3.1 che rappresenta il costo del capitale netto, di debito e il Wacc della Disney.¹⁵⁹

Tabella 3.1 WACC, costo del capitale corrispondente all'indice d'indebitamento ottimale

Indice d'indebitamento	Costo del capitale netto	Costo del debito al netto d'imposta	Rating obbligazionario	WACC	Valore dell'impresa
0%	8,07%	2,01%	AAA/Aaa	8,07%	\$122.632
10%	8,45%	2,01%	AAA/Aaa	7,81%	\$134.020
20%	8,92%	2,01%	AAA/Aaa	7,54%	\$147.740
30%	9,53%	2,20%	AA/Aa2	7,33%	\$160.626
40%	10,34%	2,40%	A/A2	7,16%	\$172.935
50%	11,48%	6,39%	CCC/Caa	8,93%	\$35.783
60%	13,18%	7,35%	C/C2	9,68%	\$25.219
70%	16,44%	7,75%	C/C2	10,35%	\$21.886
80%	23,66%	8,97%	C/C2	11,90%	\$19.332
90%	45,43%	10,33%	C/C2	13,84%	\$17.311

Fonte: A. Damodaran e O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", Maggioli editore, Rimini, 2015, p. 504

Se tutte le stime fossero corrette, il WACC calcolato del 7,16% rifletterebbe l'indice d'indebitamento ottimale ovvero il 40% in cui il valore dell'impresa risulta massimizzato.

¹⁵⁹ A. Damodaran e O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", Maggioli editore, Rimini, 2015, p.490

Tuttavia affidarsi ciecamente a tale stima potrebbe rappresentare un grave errore dato che bisogna sempre tener conto degli inevitabili errori di misurazione nella stim. Un'interpretazione più ponderata è quindi quella che il costo del capitale è di circa il 7,16%.

Inoltre giova ricordare che tale rapporto può non essere puntualmente perseguito se l'adeguamento all'indice d'indebitamento ottimale mina le basi per la sopravvivenza stessa dell'impresa, pertanto il manager deve esaminare come questo varia al variare dei fattori sia micro che macroeconomici precedentemente analizzati (flessibilità finanziaria, sistema legislativo, sistema finanziario...).

Ad esempio, quando la convergenza all'indice ottimale comporta un rating obbligazionario al di sotto dell'investment-grade o comunque più basso di quello attuale. In questo caso sarebbe meglio fissare un rating al di sotto del quale non si vuole scendere e scegliere, non l'indice d'indebitamento ottimale che minimizza il costo medio ponderato ma quello corrispondente al costo del capitale minore fra quelli a cui è associato un rating obbligazionario almeno pari o superiore a quello minimo prescelto.¹⁶⁰ Se ad esempio l'impresa volesse mantenere un rating tripla A (AAA) invece di A l'indice d'indebitamento ottimale non sarebbe più del 40% ma del 20%.¹⁶¹

¹⁶⁰ A. Damodaran e O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", Maggioli editore, Rimini, 2015, p.496

¹⁶¹ Il metodo migliore per calcolare l'effetto prodotto da un downgrading del rating è quello di osservare lo storico di altre imprese operanti nello stesso settore che hanno subito un

3.1.2 Metodo del valore attuale modificato (VAM)

Un metodo alternativo al costo del capitale per il calcolo della struttura finanziaria ottimale è il metodo del valore attuale modificato (VAM) secondo il quale, la struttura finanziaria ottimale è quella che corrisponde al valore dell'impresa non indebitata, aumentato del valore degli effetti positivi e negativi dell'indebitamento. In altri termini il metodo questo approccio non tenta di considerare tramite un'unica formula, come il Wacc , le imposte o altri effetti collaterali del finanziamento ma si sviluppa invece attraverso una serie di calcoli di valori attuali, che alla fine si sommano allo scopo di stimare il valore dell'impresa indebitata per diversi livelli di debito e il livello di debito al quale il valore dell'impresa viene massimizzato costituirà l'indice d'indebitamento ottimale.

La procedura per il calcolo del VAM è evidente dalla sua definizione e si applica come segue:¹⁶²

VAM = $V_{levered}$ = VA impresa non indebitata (V_u) + somma dei VA degli effetti collaterali del finanziamento

- 1) Il primo calcolo determina il valore di un'impresa finanziata totalmente tramite ovvero senza indebitamento con la formula:

$$V_{unlevered} = FCF(1 + g)/(Ke - g)$$

abbassamento del rating da parte delle agenzie in passato. A. Damodaran e O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", Maggioli editore, Rimini, 2015, p. 503

¹⁶² La regola del valore attuale modificato è stata sviluppata da Myers.S.C, "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions- Implications for Capital Budgeting", Journal of Finance, Vol.29, n.1, Marzo 1974, p.20-23

Dove F_c rappresenta il livello attuale del flusso di cassa operativo, K_e il costo del equity l_a e g il tasso di crescita atteso.

- 2) Dopodiché si individua ogni effetto collaterale del finanziamento e si calcola il valore attuale dei costi e dei benefici per l'impresa per ciascuno di questi effetti. Il beneficio principale del debito è legato al risparmio fiscale derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari e il costo più importante del debito è rappresentato dal rischio di fallimento. Per determinare il valore attuale dei benefici fiscali del debito si utilizza la formula:

$$VA_{rfd} = \frac{OF * Tc}{(1+rd)} = \frac{Tc * rf * D}{rf} = Tc * D$$

- 3) Si calcola il valore attuale dei costi di fallimento. In termini analitici:

VA Costi di fallimento attesi = Probabilità di fallimento x VA dei costi di fallimento

- 4) Sommare al valore dell'impresa non indebitata, il valore attuale del beneficio fiscale e dei costi di fallimento per determinare il valore dell'impresa indebitata.

Il valore dell'impresa indebitata può dunque essere stimato per diversi livelli di debito e si sceglie tra questi l'indice d'indebitamento corrispondente a quello in cui

il valore dell'impresa risulta massimizzato come evidenziato nella tabella 3.2 costruita prendendo ad esempio come in precedenza la Disney.

Tabella 3.2 :Indice d'indebitamento ottimale con il metodo del valore attuale modificato (VAM)

Indice d'indebitamento	Ammontare del debito	Valore dell'impresa non indebitata	Benefici fiscali	Costi attesi del fallimento	Valore dell'impresa indebitata
0%	\$0	\$132.304	\$0	\$23	\$132.281
10%	\$13.784	\$132.304	\$4.976	\$24	\$137.256
20%	\$27.568	\$132.304	\$9.952	\$25	\$142.231
30%	\$41.352	\$132.304	\$14.928	\$188	\$147.045
40%	\$55.136	\$132.304	\$19.904	\$251	\$151.957
50%	\$68.919	\$132.304	\$24.880	\$17.683	\$139.501
60%	\$82.703	\$132.304	\$29.856	\$23.923	\$138.238
70%	\$96.487	\$132.304	\$31.491	\$24.164	\$139.631
80%	\$110.271	\$132.304	\$29.563	\$28.327	\$133.540
90%	\$124.055	\$132.304	\$27.332	\$33.923	\$125.713

Fonte: A. Damodaran e O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", Maggioli editore, Rimini, 2015, p. 528

Come si può osservare dalla tabella l'indice d'indebitamento ottimale anche in questo caso risulta essere del 40 %, di conseguenza le conclusioni a cui VAM e il metodo del costo del capitale pervengono sono le stesse. Tuttavia, il criterio del VAM risulta più pratico quando le imprese stanno valutando la possibilità di aggiungere un ammontare di debito in termini assoluti, mentre quello del costo del capitale risulta più conveniente quando si tratta di analizzare il debito in percentuale. In particolare, tale metodo ha il vantaggio di consentire al manager finanziario di avere una visione chiara dei fattori che possono aumentare o sottrarre valore all'impresa. Anche in questo approccio tuttavia lo svantaggio principale è la

difficoltà di ottenere stime esatte e realistiche di ogni componente delle formule sopra elencate.¹⁶³

3.1.3 Metodi alternativi per stimare la struttura finanziaria ottimale

Altri due metodi alternativi per stimare la struttura finanziaria ottimale molto più semplici e intuitivi da applicare, rispetto a quelli fin ora utilizzati, sono il metodo del reddito operativo e quello del analisi comparata.

Il primo consiste nello stimare la struttura finanziaria ottimale sulla base di dati storici o previsionali, e viene sviluppato attraverso una distribuzione del reddito operativo sotto varie condizioni economiche, sia positive sia negative. Successivamente viene prevista dal manager una probabilità massima di insolvenza accettabile, sulla cui base determinare il più elevato livello d'indebitamento sostenibile senza superare tale soglia.¹⁶⁴

Invece il secondo consiste essenzialmente nell'adeguarsi all'indice d'indebitamento medio del settore in cui impresa in esame opera. Tuttavia è un approccio che in realtà non ha molto senso perché è difficile trovare imprese perfettamente comparabili a causa delle notevoli differenze presenti fra imprese all'interno dello stesso settore. Infatti le imprese pur operanti nello stesso settore

¹⁶³ A. Damodaran e O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", Maggioli editore, Rimini, 2015, p.529

¹⁶⁴ A. Damodaran e O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", Maggioli editore, Rimini, 2015, p.529

possono differire tra di loro in termini di portafoglio, rischio operativo, aliquote d'imposta e rendimenti dei progetti.¹⁶⁵

Una volta stimato l'indice d'indebitamento ottimale attraverso i metodi appena esposti se il manager decidesse di convergere ad esso ha fundamentalmente a disposizione quattro alternative:¹⁶⁶

- 1) Ricapitalizzare gli investimenti in essere utilizzando nuovo debito per ridurre il capitale netto o nuovo capitale netto per ridurre il debito;
- 2) Cedere attività in essere e utilizzare i proventi per ridurre il capitale netto o per ritirare il debito;
- 3) Diminuire la percentuale di utili da restituire agli azionisti sotto forma di dividendi o riacquisto di azioni proprie;
- 4) Investire in nuovi progetti e finanziarli con un mix di debito e capitale netto diverso da quello attuale.

Ciò posto due questioni pratiche e vitali spiccano. In primo luogo, le principali problematiche per l'applicazione dei metodi suggeriti dai manuali di finanza aziendale per stimare la struttura finanziaria ottimale non sono dovute necessariamente ad una matematica complessa, ma alla difficoltà di ottenere stime

¹⁶⁵ A. Damodaran e O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", Maggioli editore, Rimini, 2015, p.533

¹⁶⁶ A. Damodaran e O. Roggi, "Finanza aziendale: applicazioni per il management", Maggioli editore, Rimini, 2015, p.559

realistiche dato che i mercati e i dati reali non sempre cooperano per semplificare le cose, pertanto l'errore di misurazione è un dato di fatto ed è inevitabile. Per ovviare al problema i manager possono ricorrere a metodi più semplici e intuitivi come alla media di settore in quanto fornisce una stima migliore rispetto al ricorso a un singolo calcolo. Tuttavia trovare imprese perfettamente comparabili alla propria è spesso una sfida. In conclusione, coerentemente a quanto detto nei precedenti capitoli, la stima della struttura finanziaria ottimale è un procedimento guidato dalla teoria che deve essere sempre necessariamente accompagnato dal giudizio del manager finanziario il quale deve valutare attentamente le alternative a disposizione e scegliere quella che ritiene ottimale per la propria impresa in base alle sue caratteristiche specifiche e non solo in base ad un indice statisticamente determinato.¹⁶⁷

¹⁶⁷ H. Kent Baker and Gerald S. Martin, "Capital Structure and Corporate financing decisions", Canada, 2011,p.194

CONCLUSIONI

La definizione della struttura finanziaria costituisce, sin dagli anni '50, uno dei temi più dibattuti e studiati dagli studiosi teorici ed empirici di Finanza Aziendale in ragione dei riflessi sul valore dell'azienda. In particolare, essi si sono chiesti e hanno cercato di verificare se esista una struttura finanziaria che massimizzi il valore generato dall'impresa e pertanto possa reputarsi ottimale.

Negli ultimi decenni la letteratura teorica ha offerto diversi paradigmi interpretativi che sembrano pervenire alla definizione della struttura finanziaria ottimale e delle sue determinanti. La prima parte di questa tesi dunque offre una spiegazione dettagliata di ciascuno di essi, individuando, in estrema sintesi, due approcci teorici che conducono ad una struttura finanziaria ottimale, rappresentati dalla teoria del Trade-off e dalla teoria del Pecking Order. Quale tra questi sia però, il miglior modello esplicativo delle scelte di struttura finanziaria non ci è dato saperlo, dato che nessuna delle due teorie sviluppate da sola è in grado di spiegare accuratamente la ricca diversità delle scelte di struttura finanziaria attuate dalle imprese, né tanto meno forniscono risposte definitive che possono guidare la pratica aziendale dei manager nella scelta della struttura finanziaria in quanto ogni teoria, anche se di per sé coerente, tratta separatamente singoli aspetti della tematica trascurandone altri, senza offrire quindi un unico modello di struttura finanziaria ottimale valido in assoluto.

Sembrano, dunque, ancora valide le parole di Myers quando afferma: “Sappiamo molto poco a proposito della struttura finanziaria. Non sappiamo in realtà perché le aziende scelgono il debito, i mezzi propri o tipologie di titoli intermedi [...]. In generale, abbiamo una conoscenza inadeguata del comportamento delle società in materia di scelte finanziarie e di come tali scelte influenzino il rendimento dei titoli [...] sembra presuntuoso suggerire alle aziende una struttura finanziaria ottimale quando siamo ancora così distanti dallo spiegare le decisioni attuali”¹⁶⁸.

A rigor di logica la soluzione migliore dovrebbe essere quella di portare sempre l'indice di indebitamento al livello ritenuto ottimale, dato che in questo caso il valore dell'azienda risulterebbe massimizzato, tuttavia le argomentazioni inerenti la ricerca di una struttura finanziaria ottimale non si esauriscono semplicemente nell'individuazione di un indice, ma riguardano riflessioni di ben più ampia portata. Partendo da questa ipotesi nel secondo capitolo, nel tentativo ulteriore di comprendere le pratiche finanziarie effettive dei manager in merito alla struttura finanziaria, sono state riportate le risultanze di alcune ricerche significative effettuate dagli esponenti di Finanza Aziendale che propongono alcuni elementi aggiuntivi rispetto alla letteratura standard sulla struttura finanziaria.

Un prima metodologia per comprendere le pratiche effettive dei manager è stata quella analizzare i questionari condotti tra i principali artefici di tali scelte, ossia i

¹⁶⁸ S.C.Myers, The capital structure puzzle, S.C. Myers, “*The Capital Structure Puzzle*”, *The Journal of Finance*, vol.39, n.3, July 1984, ,p.144

manager finanziari da cui è emerso che le vere determinanti della struttura finanziaria sono individuabili nella, nella *flessibilità finanziaria*, nel *rating del credito* e nella *volatilità del flusso di cassa*, fattori non enfatizzati dalle principali teorie in tema di struttura finanziaria, riscontrando così che i manager utilizzano criteri diversi nel prendere le decisioni di finanziamento rispetto a quelli previsti dalle teorie e che *la loro priorità non è la massimizzazione del valore aziendale bensì quella di garantire l'accesso alle fonti di finanziamento preferibilmente a basso costo e la sopravvivenza dell'impresa nel tempo.*

Successivamente sono stati approfonditi anche gli studi empirici prodotti con riferimento a contesti istituzionali diversi, in cui si riscontra che, in Paesi simili per affinità nelle tradizioni giuridiche e nell'efficienza del sistema finanziario, i manager tendono a prediligere determinate fonti di finanziamento rispetto ad altre. In termini generali, infatti, sembra possibile affermare che anche la struttura del sistema finanziario influenza in modo significativo le scelte di struttura finanziaria dell'azienda. In particolare alcuni studi sostengono che la non efficienza del sistema finanziario di tipo bank oriented caratterizzato generalmente da un sistema legale di tipo civil law, tutelando poco gli investitori, rende difficoltoso il reperimento dei capitali sul mercato con conseguente necessità per i manager di far ricorso, in assenza di fonti interne, al sistema bancario. L'inefficienza dei mercati finanziari, oltre a "vincolare" la scelta delle fonti (interne o esterne di natura bancaria),

determina, inoltre, un elevato costo del capitale con effetti diretti sulla capacità dei manager di adattarsi all'indice d'indebitamento ottimale, dato che si ritiene che i costi per adeguarsi al livello ottimale superino i benefici. Un sistema finanziario orientato al mercato, tipico del modello di capitalismo di matrice anglosassone che si caratterizza per mercati azionari ed obbligazionari evoluti, banche competitive e poco concentrate, e da un sistema legale di tipo common law, differentemente, tutelando maggiormente gli investitori facilita non solo l'accesso al capitale, ma ne riduce il costo, inducendo i manager a ricorrere a fonti di finanziamento esterne, quali l'equity ed il debito obbligazionario. Dunque le imprese che operano in economie basate sul mercato hanno minori costi di aggiustamento e conseguenti maggiori vantaggi derivanti dall'adeguamento a una struttura finanziaria ottimale.

L'ultimo campo d'indagine preso in considerazione, ha riguardato la Finanza comportamentale, che ha riscontrato che le decisioni dei manager in ordine alla struttura finanziaria ottimale, risulterebbero influenzate, non solo dalle caratteristiche delle imprese e dei mercati ma anche dalle caratteristiche e delle personalità dei manager.

E' evidente che risulta estremamente complesso riuscire ad individuare tutte le determinanti delle scelte operate dai singoli manager in ordine alla struttura

finanziaria ottimale. Pertanto, data la natura sistemica, dinamica ed aperta dell'azienda la struttura finanziaria ottimale non può di certo configurarsi come entità quantitativa determinata staticamente ma deve sempre tener conto delle infinite variabili interne ed esterne all'impresa che entrano in gioco e che allontanano i manager dal target ottimale spingendoli a propendere verso una struttura sopra o sotto indebitata.

BIBLIOGRAFIA

- Aktan,B, Çelik,S, Abdulla.Y, ,Alshakhoori.N “*The impact of credit ratings on capital structure*”, Journal of Islamic Finance, Vol 11, n.2, luglio 2019
- Allen.F, Chui.M,Maddaloni.A,“ *Financial system in Europe*”,*USA and Asia*”,Oxford Review of Economic Policy, Vol.20, n.4, Inverno 2004,
- Antoniou, A, Y. Guney, and K. Paudyal. 2008. “*The Determinates of Capital Structure: Capital Market-Oriented Versus Bank-Oriented Institutions.*” Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.43, n.1,Marzo 2008,
- Baker.H.K , Martin. G.S., “*Capital Structure and Corporate financing decisions*”, Canada, 2011
- Baker.H.K, Nofsinger J.R “*Behaviour Finance: Investors, Corporations and Markets*”, John Wiley & Sons, Canada, 2010,
- Bancel. F ,Mittoo. U.R , “ *Cross- Country Determinants of Capital Structure Choice: A survey of European Firm*”, Financial Management , Inverno 2004, Vol. 33, n. 4,
- Beck, A. Demirguc-Kunt, .Levine.R , “*Law and Finance :Why Does Legal origin Matter?*”, Journal of Comparative Economics, Vol. 31, n.4,dicembre 2003
- Berk .J,De Marzo.P, “ *Finanza Aziendale*”, Pearson Education, Milano , 2008
- Bertrand M. e Schoar A. , “ *Managing with Style: The effect of Managers on Firm Policies*”, in Quarterly Journal of Economics, Vol.118, n.4, Novembre 2003
- Booth. L, V.Aivazian,A.Demirguc-Kunt,V.Maksimovic,”*Capital Structures in Developing Countries*”, Journal of Finance, Vol.56, n.1,Febbraio 2001, p.118
- Breadley.R.A,Myers.S.C , -Sandri.S ,” *Principi di finanza aziendale*”, Mc Graw-hill, Milano, 2020,
- Brotherson, W. Todd ed Eades, Kenneth M. e Harris, Robert S. e Higgins, Robert C., “*Best Practices*” in *Estimating the Cost of Capital: An Update*”,Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education), vol.23, n. 1, 2013,
- Brounen D. De Jong A. Koedijk K, “*Corporate Finance in Europe – Confronting Theory with Practice*”, Financial management vol.33, n.4, Inverno 2004

- Cariola.A, Staglianò.R, La Rocca.M, “*Detenere liquidità genera valore? Benefici, costi ed evidenze dall’Italia*”, Aprile 2012,
- Dalocchio.M,Tzivelis.D, Vinzia.M.A., in “*Finanza per la crescita sostenibile*”, Egea, Milano, 2011
- Damodaran.A, Roggi.O, “*Finanza aziendale: applicazioni per il management*”, Maggioli editore, Rimini, 2015,
- De Crescenzo.V, “*La struttura finanziaria delle imprese: un’analisi comparata*”, Giuffrè editore, Milano,
- Domenichelli.O “*Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici e empirici*”, Giappichelli, Torino , 2013.
- Domenichelli.O, “*Un’analisi dei più recenti sviluppi della teoria del pecking order*”, in *Piccola Impresa/Small Business*” - Rivista internazionale di studi e ricerche,2007
- Domenichelli.O,”*The pecking order theory in the context of small and medium sized enterprises : a note*”, Rivista Piccola Impresa /Small Business ,n.3, 2007,
- Fan .J.H.P, Titman.S ,Twite.G ,”*An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices*”, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 47, n. 1, , Febbraio 2012
- Frank M.Z., Goyal V.K., “*Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*”, Handbook of Empirical Corporate Finance, Volume 2, 2005
- Frank.M.Z , Goyal, V.K.,“*Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?*”, Journal of Financial Management , n.38, primavera 2009,
- Giannetti,M “*Do better Institutions Mitigate Agency Problem?, Evidence From Corporate Finance Choice*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.38, n.1, Marzo 2003
- Graham.J.R e Campbell R.H., “*The theory and Practice of Corporate Finance Evidence from the Field*”, Journal of Financial Economics, Vol.60,2001
- Kisgen.D, “*Credit Ratings and Capital Structure*”. Journal of Finance, vol. 61,n.3, Giugno 2006,

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny., “*Legal Determinants of External Finance.*” *Journal of Finance* , Vol.52, n.3, Gennaio 1997

La Porta. R, Lopez-de-Silanes. F, Shleifer.A, and Vishny.R.W, “*Law and Finance*”, *Journal of Political Economy*, Vol 106, n.6, dicembre 1998

Miglietta N., Battisti E., “*Impresa, Management e distorsioni comportamentali, Un approccio cognitivo alla gestione dell’ impresa: l’ Ego Biased Learning Approach (EBLA)*”, Giappichelli, Torino.2011

Miglietta, N “*La struttura finanziaria obiettivo del sistema impresa*”, Giappichelli editore, Torino, 2004

Myers. S.C, “*Capital Structure*”, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15,n.2, primavera 2001,

Myers.S.C., “*The Capital Structure Puzzle*”, *The Journal of Finance*, vol.39, n.3, Giugno 1984

Rajan.R ,Zingales.L , “*What Do We Know about Capital Structure: Some Evidence from International Data,*” *Journal of Finance*,Vol..50,n.5. Dicembre 1995

Zanobio,M. , “*Aspetti teorici della corporate governance*” , *Economia, impresa e mercati finanziari*, Dipartimento di Economia internazionale, delle istituzioni e dello sviluppo, Università Cattolica del Sacro Cuore, n, 1202, 2012,