

AperTO - Archivio Istituzionale Open Access dell'Università di Torino

La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa

This is the author's manuscript

Original Citation:

Availability:

This version is available <http://hdl.handle.net/2318/16144> since

Publisher:

Giappichelli

Terms of use:

Open Access

Anyone can freely access the full text of works made available as "Open Access". Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. Use of all other works requires consent of the right holder (author or publisher) if not exempted from copyright protection by the applicable law.

(Article begins on next page)

LA STRUTTURA FINANZIARIA OBIETTIVO
NEL SISTEMA IMPRESA

Nicola Miglietta

LA STRUTTURA FINANZIARIA OBIETTIVO
NEL SISTEMA IMPRESA



G. Giappichelli Editore – Torino

© Copyright 2004 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX: 011-81.25.100

<http://www.giappichelli.it>

ISBN 88-348-4571-4

Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

Fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, comma 4 della legge 22 aprile 1941, n. 633 ovvero dall'accordo stipulato tra SIAE, AIE, SNS e CNA, CONFARTIGIANATO, CASA, CLAAI, CONFCOMMERCIO, CONFESERCENTI il 18 dicembre 2000.

Le riproduzioni ad uso differente da quello personale potranno avvenire, per un numero di pagine non superiore al 15% del presente volume, solo a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da AIDRO, via delle Erbe, n. 2, 20121 Milano, telefax 02-80.95.06, e-mail: aidro@iol.it

A Laura

Indice

	<i>pag.</i>
<i>Prefazione</i>	XI
<i>Introduzione</i>	XIII

CAPITOLO 1

I fondamenti della struttura finanziaria

1.1. Considerazioni introduttive	1
1.2. Il ruolo della finanza ed i suoi fondamenti	3
1.2.1. Il processo di internazionalizzazione del sistema finanziario	7
1.2.2. La situazione dell'impresa italiana	8
1.3. Aspetti teorici nelle scelte di struttura finanziaria	10
1.3.1. La tesi tradizionale	15
1.3.2. Le proposizioni di Modigliani e Miller	17
1.3.3. Le proposizioni di Modigliani e Miller in presenza di imposte	26
1.3.4. Rischio di dissesto, costi d'agenzia e valore d'impresa	35

CAPITOLO 2

Le teorie sulla struttura finanziaria

2.1. Premessa	41
2.2. La teoria del <i>trade-off</i>	42
2.2.1. Il modello di Miller	43
2.2.2. Il modello De Angelo-Masulis	47
2.2.3. <i>Bankruptcy costs</i> ed evidenza empirica	49
2.2.4. Il modello Fisher-Heinkel-Zechner	52

	<i>pag.</i>
2.3. La teoria dell'ordine di scelta	54
2.3.1. La teoria manageriale	55
2.3.2. La teoria delle asimmetrie informative	58
2.3.3. La teoria dei segnali	62
2.4. La teoria dell'agenzia	65
2.4.1. Il modello di Jensen e Meckling	65
2.4.2. La teoria dei costi transazionali	68

CAPITOLO 3

La struttura finanziaria delle imprese italiane

3.1. Premessa	71
3.2. Struttura finanziaria e verifica empirica delle teorie in Italia	73
3.3. Le caratteristiche dell'indebitamento delle imprese italiane	78
3.3.1. La struttura finanziaria e la proprietà	79
3.3.2. La struttura finanziaria e le dimensioni dell'impresa	80
3.3.3. L'andamento della struttura finanziaria nella rilevanza empirica degli anni '90	82
3.4. L'evoluzione della struttura finanziaria	83

CAPITOLO 4

Struttura finanziaria e creazione di valore

4.1. Premessa	89
4.2. I principi della creazione di valore	91
4.2.1. La definizione di valore	92
4.2.2. La misurazione del valore	93
4.2.3. I fattori determinanti di nuovo valore	96
4.3. Costo del capitale, rischio e rendimento	99
4.4. La struttura finanziaria e la creazione di valore	105

CAPITOLO 5

La struttura finanziaria limite e quella obiettivo

5.1. Considerazioni introduttive	109
5.2. Esiste una struttura finanziaria ottimale?	111

	<i>pag.</i>
5.3. La leva finanziaria e l'ottimizzazione del rapporto di indebitamento	114
5.4. Struttura finanziaria limite e rischio: la qualificazione del capitale allocato	119
5.5. Verso la specificazione della struttura finanziaria obiettivo	123
5.6. Considerazioni di sintesi	125

CAPITOLO 6

*Effetti incentivanti della struttura finanziaria:
la leva fiscale*

6.1. Premessa	127
6.2. La definizione di vantaggio fiscale	129
6.3. I modelli impositivi	132
6.3.1. L'impatto delle imposte societarie sulla struttura finanziaria	133
6.3.2. L'impatto delle imposte personali sulla struttura finanziaria	134
6.3.3. Le imposte societarie in presenza di imposte personali: vantaggio fiscale e condizioni di neutralità	135
6.4. Un quadro di riferimento per l'utilizzo della leva fiscale e finanziaria	138
6.5. Il sistema fiscale italiano prima della riforma del 1997	141
6.6. La riforma del 1997: dualismo fiscale e tassazione degli oneri finanziari	142
6.6.1. L'Imposta Regionale sulle Attività Produttive (Irap)	143
6.6.2. La <i>dual income tax</i> (Dit)	144
6.7. Gli altri effetti incentivanti	148
6.7.1. La detassazione degli utili reinvestiti	148
6.7.2. La nuova riforma fiscale e l'abolizione del credito d'imposta	153
6.8. Considerazioni di sintesi	154
 <i>Bibliografia</i>	 157

Introduzione

Lo sviluppo di questo lavoro nasce dall'interesse suscitato dalle caratteristiche di un tema che ormai può essere considerato un classico della finanza d'impresa: l'identificazione della struttura finanziaria ottimale.

Il problema infatti, nonostante esista una letteratura particolarmente voluminosa, non pare aver ancora trovato unanimità di giudizi nell'interpretazione dei percorsi da seguire e dei risultati da ottenere per assegnare quelle risposte che gli studiosi di finanza tanto vorrebbero modellizzare.

Nell'ottica della ricerca di una struttura finanziaria a cui l'impresa dovrebbe tendere per raggiungere l'obiettivo di ottimizzazione delle molteplici variabili in gioco, ho utilizzato l'approccio sistemico con lo scopo di identificare una situazione in cui, al realizzarsi di alcune condizioni sistemiche, tutti gli effetti incentivanti sono reciprocamente soddisfatti.

Tale "situazione", definita in termini di *struttura finanziaria obiettivo*, rappresenta la sintesi dei principi legati alla creazione di valore e descrive, in chiave comportamentale, le principali azioni delle politiche finanziarie dell'organo di governo.

La diffusione degli ultimi anni, spinta fortemente dagli studiosi di finanza, di una gestione dell'impresa orientata alla creazione di valore azionario, sembrerebbe dover guidare l'organo di governo nelle decisioni e nelle scelte aziendali, utilizzando la finanza come nuovo modo di concepire e gestire l'impresa.

L'analisi della teoria di creazione del valore e la progressiva accettazione dei principi da essa proposti, ha tuttavia favorito lo sviluppo di idee e valori che spiegano il comportamento delle imprese e tengono conto delle modifiche del sistema finanziario e dei condizionamenti dovuti alla globalizzazione dei mercati.

Sarebbe però errato ritenere la finanza un nuovo modo di gestire l'impresa: l'intelligibilità della creazione di valore dipende dalla creazione di capacità competitiva e dalle politiche di governo ad essa dedicate.

Nella recente opera di Golinelli (2000), che verte sullo studio dell'approccio sistemico al governo dell'impresa, troviamo ben descritti i rapporti fra economia e finanza in seno alla dinamica evolutiva del sistema impresa ed alla prospettiva del modello della creazione di valore.

Attraverso l'applicazione e l'utilizzo dell'approccio sistemico risulta di semplice e quantomai efficace lettura il ponte fra impresa e mercato finanziario, regolato dalla relazione rischio-rendimento, che proietta l'organo di governo alla creazione di valore azionario e offre, nell'individuazione e nella quantificazione del capitale allocato nella gestione dell'impresa, la chiave interpretativa della struttura finanziaria.

Nel *Capitolo 1* del presente lavoro vengono richiamati i fondamenti della struttura finanziaria, attraverso la specificazione del ruolo della finanza e l'analisi degli ormai "storici" aspetti teorici delle scelte.

Nel *Capitolo 2* sono riassunte, senza alcuna pretesa di esaustività, le principali teorie sulla struttura finanziaria che, anche considerando la più recente letteratura, continuano a costituire lo stato dell'arte di riferimento.

Il *Capitolo 3*, riferito alle imprese italiane, analizza l'andamento della struttura finanziaria nella rilevanza empirica degli anni '90 e la più recente evoluzione fornita dal campione chiuso estratto dal sistema informativo della Centrale dei Bilanci.

Sugli effetti incentivanti della struttura finanziaria sono sviluppati i successivi capitoli del lavoro, con il duplice obiettivo di verificare le condizioni favorevoli alla creazione di valore (anche nella visione determinata dall'applicazione dell'approccio sistemico) attraverso l'ottimizzazione del profilo finanziario dell'impresa (*Capitolo 4*) e di ricondurre ad unità concettuale il rapporto logico fra principi e regole di natura finanziaria e capacità dell'impresa di raggiungere e mantenere una posizione di vantaggio competitivo (*Capitolo 5*).

Seguendo tale percorso sarà ipotizzabile, in luogo di una struttura finanziaria "ottimale", una *struttura finanziaria obiettivo*, a cui l'impresa potrebbe tendere mantenendo, da un lato, consonanza e risonanza con il sovrasistema finanziario di riferimento e implementando, dall'altro, la sua probabilità di sopravvivenza, cioè il suo valore economico.

Nonostante sia condivisibile l'opportunità di evitare il ricorso a modelli interpretativi aventi validità limitata ad alcuni paesi e si riconosca nella globalizzazione dei mercati una crescente interdipendenza tra le imprese, seppur appartenenti a differenti contesti competitivi, il *Capitolo 6* si concentra sull'effetto incentivante creato dalla variazione del tasso di prelievo fiscale nel caso dell'impresa italiana.

È opinione di chi scrive infatti che la struttura finanziaria debba essere definita in relazione alle caratteristiche di "rischio" dell'attività esercitata, ma che

possano essere identificate condizioni con le quali l'allocazione del capitale possa concretamente essere incentivata a realizzare una struttura finanziaria "obiettivo"; tra queste la capacità dell'organo di governo di impostare una razionale pianificazione fiscale e l'impegno (da parte degli organi politici) a creare condizioni di agevolazione all'intervento del capitale di rischio, attraverso una riduzione, anche sensibile, del tasso di prelievo fiscale, innescando un circolo virtuoso che, nella parte finale del lavoro, si andrà ad illustrare nel dettaglio.

Giova infine sottolineare quelli che ritengo siano i naturali limiti del presente lavoro, che ha come unico e non celato obiettivo quello di evidenziare il fondamentale ruolo della struttura finanziaria nel processo della creazione di valore; in particolare si fa riferimento all'impossibilità di racchiudere in un modello tutte le variabili e gli effetti ottimizzabili e, più in generale, alla difficoltà riscontrata nel trovare una chiave di lettura al frequente contrasto fra teorie analizzate ed evidenza empirica.

In tale contesto di ricerca la previsione di una *struttura finanziaria obiettivo*, che soddisfi le condizioni previste dalla dottrina più autorevole, si limita a confermare l'esistenza di un rapporto di indebitamento ottimale che, nella sua accezione sistemica, identifica l'opportunità, per il futuro prossimo, di un maggior sviluppo della cultura del rischio, al fine di aumentare la capacità del sistema impresa di soddisfare quelle condizioni di consonanza e risonanza con uno dei suoi interlocutori più importanti: il sistema finanziario.

Prefazione

Nell'ambito dell'approccio sistemico al governo dell'impresa e della teoria della creazione di valore si sviluppa la ricerca di Nicola Miglietta con alcuni interessanti spunti di riflessione.

Si parte da un'organizzazione sistematica delle teorie sulla struttura finanziaria dell'impresa e si passa a descrivere, attraverso lo studio e la formalizzazione degli effetti incentivanti, una situazione definita struttura finanziaria "obiettivo".

L'analisi, che ho avuto modo di apprezzare per il rigore con cui è stata svolta si articola essenzialmente in tre fasi.

Nella prima si analizzano i fondamenti e le teorie della struttura finanziaria con riferimento alla letteratura in essere e si inquadra la situazione delle imprese italiane sulla base dei più autorevoli e recenti studi disponibili sulle caratteristiche dell'indebitamento; di qui segue un'analisi quantitativa dell'evoluzione.

Nella seconda fase sono evidenziati i principi della creazione di valore ed il ruolo chiave del costo del capitale nella politica finanziaria, inquadrata quale determinante fondamentale dell'organo di governo nella gestione dell'impresa. Tale percorso concettuale porta ad identificare una struttura finanziaria che risulta ottimale sotto il profilo della minimizzazione del wacc (weighted average cost of capital) solo se compatibile con il profilo strategico dell'impresa e con il suo rischio operativo. Si pone l'accento sulla capacità di sviluppare, e mantenere nel tempo, un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti, assumendolo quale condizione che genera una maggiore redditività del capitale impiegato da un'impresa in un determinato settore; vengono in questa fase evidenziate le ragioni che portano la struttura finanziaria ad influire direttamente sulla formazione del costo del capitale ed indirettamente sulla stessa redditività operativa.

In tale contesto la definizione della struttura finanziaria "obiettivo" rappresenta la sintesi ed il riconoscimento dei principi della teoria della creazione

di valore letti in chiave sistemica, considerando lo stretto legame con il rischio operativo. Ciò porta, con riferimento alla struttura finanziaria, ad una sagace intuizione che conduce ad identificare, in luogo della struttura finanziaria “ottima”, una struttura finanziaria “obiettivo”, cioè un rapporto tra debito e capitale proprio tale da garantire all’impresa il minimo costo del capitale, la compatibilità con il profilo strategico ed il permanere di quelle condizioni di risonanza sistemica che garantiscono i rapporti tra sistema impresa e sovrasisistema finanziario di riferimento.

Nella terza ed ultima parte si descrivono l’utilizzo della leva fiscale quale variabile esogena ed endogena al sistema impresa e gli effetti incentivanti di una variazione del tasso di prelievo fiscale. Nella pianificazione fiscale “interna” e nell’ottimizzazione delle opportunità legate alle agevolazioni, sono individuate alcune delle vie per migliorare la redditività delle scelte gestionali; di particolare interesse la previsione degli effetti di una riduzione del peso degli oneri tributari allorquando la struttura non possa sopportare ulteriori livelli di indebitamento.

Le riflessioni svolte, seppur legate alla normativa italiana, possono assumere un valore interpretativo più generale, con riferimento alle conclusioni sugli effetti di una riduzione impositiva. In tal senso si identifica nella riduzione del carico fiscale delle imprese un effetto incentivante all’impiego del capitale di rischio e ad una progressiva sostituzione del debito.

Tali considerazioni, con riferimento a modificazioni sia della corporate tax sia della personal tax e delle variazioni nel trattamento di dividendi e partecipazioni, costituiscono un interessante spunto per future verifiche empiriche.

ANNA MARIA BRUNO

CAPITOLO 1

I fondamenti della struttura finanziaria

SOMMARIO: 1.1. Considerazioni introduttive. – 1.2. Il ruolo della finanza ed i suoi fondamenti. – 1.2.1. Il processo di internazionalizzazione del sistema finanziario. – 1.2.2. La situazione dell'impresa italiana. – 1.3. Aspetti teorici nelle scelte di struttura finanziaria. – 1.3.1. La tesi tradizionale. – 1.3.2. Le proposizioni di Modigliani e Miller. – 1.3.3. Le proposizioni di Modigliani e Miller in presenza di imposte. – 1.3.4. Rischio di dissesto, costi d'agenzia e valore d'impresa.

1.1. Considerazioni introduttive

Verso la fine del diciottesimo secolo ebbe inizio un periodo di grande espansione economica che modificò profondamente gli scenari operativi e, di conseguenza, anche della finanza¹.

Già dalla metà del secolo in Paesi come la Gran Bretagna e gli Stati Uniti si era avvertita l'esigenza di offrire all'esterno un'informazione finanziaria significativa e fu allora che si iniziò a parlare di bilancio e di una sua periodica revisione da parte di istituzioni esterne.

Notevoli progressi nelle tecnologie delle telecomunicazioni (telegrafo, telefono e comunicazione via radio) resero possibile la diffusione rapida di informazioni sull'andamento finanziario delle aziende, consentendo una prima forma embrionale d'integrazione dei mercati.

Nel diciannovesimo secolo lo sviluppo industriale fu supportato largamente dal debito, spesso con vincoli di garanzia reale.

¹ Per una più approfondita analisi sull'evoluzione della sensibilità verso la struttura finanziaria si veda J.B. BASKIN-P.J. JR. MIRANTI, *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, Cambridge, 1977 e la sintesi contenuta in P. GALBIATI, *La struttura finanziaria delle imprese: modelli teorici e scelte operative*, Egea, Milano, 1999, p. 11 ss.

Infatti in alcuni paesi come la Gran Bretagna, in conseguenza dell'elevato rischio associato dal pubblico all'investimento in azioni, per ridurre i potenziali incrementi di rischiosità generati dalle scelte di struttura finanziaria, furono stabilite delle limitazioni all'indebitamento societario.

A tale scopo si diffusero strumenti come le azioni preferenziali, che combinavano alcune delle caratteristiche relative alle obbligazioni, tra cui quella di assicurare una sorta di dividendo garantito, con il vantaggio di vedere aumentare il dividendo qualora l'andamento della società fosse particolarmente favorevole; gli imprenditori tendevano a finanziare l'attività produttiva con utili non distribuiti e quando questa fonte si dimostrava insufficiente, ricorrevano al debito; solo in casi estremi ricorrevano all'emissione di azioni per raccogliere nuovo capitale².

Le aziende tendevano a mantenere stabili i dividendi per non perdere la fiducia degli investitori e tendevano anche a non aumentarne l'entità per evitare il rischio di doverli ridurre³.

È nel corso del diciannovesimo secolo che si inizia a parlare di asimmetrie informative.

Si comprese già da allora il differente comportamento dell'organo di governo dell'impresa a seconda del grado di concentrazione della proprietà aziendale: e proprio in funzione dell'individuazione di un conflitto d'interessi gli "investitori" decisero di sopportare i costi aggiuntivi del controllo di gestione.

In una situazione tuttavia di diffusione ancora molto limitata delle informazioni finanziarie, i soggetti più avversi al rischio prediligevano l'investimento obbligazionario in luogo di quello azionario.

L'inizio del ventesimo secolo fu segnato dallo sviluppo di vasti mercati azionari in diversi Paesi: un numero sempre crescente di investitori finanziava lo sviluppo dell'attività industriale, attirato dalle prospettive di crescita dei divi-

² Il comportamento descritto è molto vicino alla "pecking order hypothesis" (letteralmente "lista delle priorità") di cui si tratterà nel prosieguo con riferimento alla teoria dell'ordine di scelta; per la disamina completa si veda G. DONALDSON, *Corporate debt capacity – A study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard University Press, Boston, 1961, p. 67 ss.

³ Questo spiegherebbe il motivo per cui l'ammontare degli utili non distribuiti non era una variabile elastica e nel momento in cui si doveva far fronte a un'espansione dell'attività, non si poteva far altro che ricorrere a fonti esterne e come il principale obiettivo degli imprenditori di quel tempo non fosse la massimizzazione del valore dell'impresa, ma il mantenimento del controllo della stessa; per una disamina più approfondita della successiva nascita e dello sviluppo di quello che fu definito "capitalismo manageriale" si veda A.D. CHANDLER, *Scale and scope: the Dynamics of Industrial Capitalism*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1990.

dendi e dai guadagni in conto capitale; negli Stati Uniti nacquero grandi aziende gestite con molta efficienza da manager professionisti; molto diverse dalle piccole imprese di tipo familiare del secolo precedente e si veniva a delineare in modo più marcato la separazione fra proprietà e controllo.

Il modello capitalistico statunitense segnò da un lato la fine della cultura imprenditoriale del secolo precedente e fece spazio dall'altro a nuove figure professionali più autonome, riducendo il peso delle banche, e stimolando l'autofinanziamento o l'emissione di nuove azioni.

La nascita della *public company* e del piccolo azionista, che non aveva aspirazione di interferenza nella gestione, e l'entusiasmo che seguì subì un ridimensionamento in seguito alla ben nota crisi di Borsa del 1929; si rese pertanto necessaria una maggior trasparenza e la comunicazione finanziaria si sviluppò partendo dalla ricerca di metodologie efficaci per rappresentare in modo omogeneo i risultati conseguiti dalle aziende, e per imporre alle aziende il rispetto di regole contabili generali a garanzia della loro solidità patrimoniale.

Negli anni successivi alla seconda guerra mondiale si diffuse la teoria keynesiana che affermava l'assicurazione della piena utilizzazione delle risorse disponibili attraverso un intervento statale e politiche fiscali che consentissero sgravi sugli investimenti.

La finanza iniziò il suo sviluppo come funzione aziendale grazie agli sforzi professionali di approfondimento che si diffusero ed al fiorire della ricerca: gradualmente iniziarono ad assumere rilievo le scelte di struttura finanziaria.

1.2. Il ruolo della finanza ed i suoi fondamenti

Dalla sua nascita, come funzione gestionale dell'impresa, la finanza si è sempre occupata di trovare soluzione al problema del reperimento delle risorse finanziarie per l'avviamento e lo sviluppo dell'attività aziendale⁴.

I principi fondamentali della finanza sono essenzialmente principi di buon senso che, nel corso del tempo, non hanno subito radicali cambiamenti (ed essendo la disciplina molto più giovane della storia legata alla realizzazione di attività imprenditoriali risulta difficile pensare diversamente) e possono essere identificati facendo ricorso ad una schematizzazione delle decisioni aziendali.

⁴ Sul ruolo della finanza si veda G. PIVATO (a cura di), *Trattato di Finanza Aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1985; sui fondamenti ed i principi guida si veda, tra gli altri, A. DAMODARAN, *Applied Corporate Finance: A User's Manual*, John Wiley & Sons, Inc., 1999 (trad. it. F. FERRI (a cura di), *Finanza Aziendale*, Apogeo, Milano, 2001).

Volendo classificare tali decisioni in tre grandi gruppi, possiamo individuare altrettante politiche (di investimento, di finanziamento e di dividendo) che individuano i *principi guida* della finanza: secondo il *principio di investimento* si deciderà se intraprendere o meno un progetto confrontando il rendimento atteso con una soglia minima di rendimento (che rifletterà il rischio e la struttura finanziaria); secondo il *principio di finanziamento* si valuterà la combinazione ottimale della struttura finanziaria in funzione della minimizzazione del costo del capitale impiegato e della massimizzazione del valore dell'impresa; secondo il *principio dei dividendi*, infine, si valuteranno le modalità di restituzione dei flussi di cassa eccedenti il fabbisogno generato dalle opportunità di investimento in grado di creare valore.

L'evoluzione delle tecniche a supporto delle decisioni finanziarie ha prodotto modelli orientati alla previsione del fabbisogno finanziario ed, in seguito, ha favorito la nascita di una teoria del capitale circolante⁵.

È intorno agli anni '70 che lo sviluppo ed i progressi dell'*information technology* hanno reso possibile l'integrazione dei vari mercati finanziari dando così inizio ad un processo dinamico ed evolutivo del "sistema" finanziario che ha avuto significativi impatti sociali ed economici, tra i quali possono essere evidenziati i seguenti:

1. maggior accessibilità al mercato ed evoluzione incrementale degli strumenti finanziari a disposizione;
2. tendenza a sviluppare capacità di riduzione delle asimmetrie informative fra unità in surplus e unità in deficit finanziario;
3. riduzione dei costi di transazione e di informazione;
4. riduzione dei costi di agenzia (intesi come la risultante dei costi di monitoraggio, di incentivazione e di mancata ottimizzazione dei risultati per l'investitore in relazione a scostamenti negativi rispetto alle attese di impiego dei fondi);
5. sviluppo di condizioni di ipercompetitività fra gli operatori dell'industria finanziaria.

I primi due punti hanno contribuito a prevenire situazioni di instabilità finanziaria e hanno garantito condizioni di efficienza al sistema⁶.

Il processo di innovazione del sistema finanziario è stato accompagnato da nuove e varie esigenze delle imprese: dalla copertura di fabbisogni finanziari ri-

⁵ Per un'analisi approfondita ed esaustiva sull'argomento si veda G. BRUGGER, *La gestione del capitale circolante*, Egea, Milano, 1991.

⁶ In tal senso e sulla maggior efficacia del sistema finanziario si esprime G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al governo d'impresa. II. La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, Cedam, Padova, 2000, p. 103.

levanti a costi contenuti, all'aumento del grado di capitalizzazione, dalla flessibilità delle forme di copertura, all'allungamento delle scadenze, dalla tutela dei rischi di cambio, al finanziamento di operazioni sempre più complesse; in linea generale il sistema finanziario ha cercato di realizzare un'efficiente allocazione delle risorse finanziarie disponibili e di delineare un corretto profilo di rischio e rendimento dell'investimento, valutando la corretta possibilità di finanziamento che sarà scelta dagli investitori in armonia con tale profilo.

Dalla metà degli anni '80, le imprese si trovano ad operare in un contesto di progressiva globalizzazione dell'economia, di tensioni concorrenziali relative all'integrazione dei mercati e di sviluppo tecnologico che le porta ad una maggiore sensibilizzazione dei vincoli posti dalla dinamica evolutiva del sistema.

Assumono rilevanza i processi di modificazione strutturale e lentamente, a partire da questi anni, gli imprenditori assumono maggiore consapevolezza di trovarsi ad operare in un contesto dove le proprie impostazioni strutturali, organizzative e strategiche si confrontano con una dinamica evolutiva caratterizzata da efficacia ed efficienza.

Di riflesso, se il sovrasisistema finanziario cui è strettamente collegato il sistema impresa, è in evoluzione, anche la cultura interna è soggetta ad un cambiamento ed i vertici aziendali sono sempre più spinti alla valutazione di progetti d'impresa cercando elementi di supporto nella loro dimensione finanziaria.

In questo contesto di riferimento l'organo di governo dell'impresa agisce come un "intermediario"⁷, interponendosi, nella sua funzione di reperimento delle risorse finanziarie necessarie allo sviluppo dell'attività imprenditoriale, fra l'impresa (insieme di attività *reali*) ed il mercato finanziario (investitori), al fine di sostenere le opportunità e i progetti d'investimento dell'azienda. Se questi ultimi verranno messi in atto, si genereranno dei flussi di cassa eccedenti che per una parte saranno trattenuti in azienda ed utilizzati per finanziare nuovi progetti di investimento, mentre un'altra parte dovrà mantenere le promesse fatte agli investitori che hanno dato fiducia all'impresa fornendole le risorse: ai creditori spetteranno flussi certi e stabili grazie alle garanzie legali; agli azionisti, invece, si corrisponderanno remunerazioni più incerte perché ancorate alle performance aziendali.

Una gestione dell'impresa orientata alla creazione di valore per gli azionisti ed al soddisfacimento degli interessi degli altri portatori d'interesse nei confronti dell'azienda semplifica molto l'attività di "intermediazione" ricordata poc'anzi e l'apporto indiscusso che il ruolo della finanza ha rappresentato negli ultimi anni

⁷ Sul tema dello scambio di risorse fra il mercato finanziario e l'impresa si veda S.C. MYERS, *Modern Development in Financial Management*, Praeger Publishers, Inc., 1976.

ha in effetti generato un “mito” che pare opportuno ridimensionare e riportare ad una dimensione concettuale appropriata⁸.

La finanza infatti nasce come funzione gestionale dell’impresa: le regole di creazione del valore imposte ai managers, sembrerebbero, in prima approssimazione, rispondere alle esigenze ed ai principi guida espressi dalla teoria della finanza; ciò parrebbe condurre ad affermare che le categorie imposte dalla finanza rappresentino il modo più corretto per spiegare l’economia e la gestione dell’impresa e l’operato dell’organo di governo, al punto che una logica deduzione farebbe concludere che la creazione di valore dipenda dalla corretta applicazione dei principi guida della finanza.

In realtà non sembra scindibile la teoria della formazione e del mantenimento del vantaggio competitivo dalla capacità dell’impresa di creare valore, al punto che la capacità competitiva diventa la causa o il vettore di formazione del valore⁹.

Appare dunque chiaro come il valore azionario non possa essere generato dalla finanza o dalle decisioni finanziarie delle imprese: il ruolo della finanza è quello di *misurare* il valore generato dalla capacità competitiva dell’impresa, attraverso l’applicazione dei modelli proposti dalla teoria¹⁰.

Sulla validità e sul rilievo delle teorie e dei modelli proposti dalla finanza rimane unanime il giudizio dell’accademia, anche e soprattutto nella consape-

⁸ Una recente disamina sul ruolo della finanza nella gestione e nel governo dell’impresa e sui rapporti tra governo dell’impresa, finanza e teoria di creazione del valore è contenuta in A. MIGLIETTA, *La gestione dell’impresa fra competizione e valore*, Giuffrè, Milano, 2001, pp. 10-13 e 75 ss., in cui l’autore contribuisce ad istituire una connessione tra vantaggio competitivo e creazione di valore azionario, attraverso la ricomposizione in unità concettuale di governo dell’impresa, finanza e teoria del valore, fornendo implicitamente la chiave di lettura del “mito” della finanza sviluppatosi negli ultimi anni.

⁹ In tal senso si veda, anche per una approfondita analisi del dibattito dell’alternatività fra economia e finanza, G.M. GOLINELLI, *Economia e finanza nel governo dell’impresa*, in *Sinergie*, n. 39, 1996.

¹⁰ In proposito Guatri osserva: «Sono convinto che, nei prossimi anni, il successo delle imprese sarà strettamente legato all’applicazione impegnata di principi e teorie del tipo della Qualità Totale e della *Creazione di Valore*. Principi e teorie capaci di mobilitare energie, risorse, entusiasmi, che sanno definire obiettivi largamente condivisibili, e nel contempo razionali e misurabili. Sono anche convinto che le imprese italiane sapranno cogliere questa opportunità. E che l’accademia svolgerà la propria funzione di elaborazione e diffusione delle teorie. Meno convinto, e lo dichiaro con grande rammarico, sono della capacità delle nostre strutture pubbliche di svolgere, in questi processi, il ruolo che ad esse compete. [...] La limitatezza dei mercati finanziari, le tradizionali difficoltà politiche e sociali suscitate a danno degli investimenti azionari, una politica tributaria farraginoso ed incerta, forniscono alcuni esempi». L. GUATRI, *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991.

volezza del ruolo sistemico assunto dalla finanza nel processo di internazionalizzazione di imprese e mercati.

1.2.1. Il processo di internazionalizzazione del sistema finanziario

Lo sviluppo tecnologico, la crescente sofisticazione delle telecomunicazioni, la caduta delle barriere doganali, l'apertura dei mercati dei capitali e la relativa espansione dei mercati borsistici, hanno lentamente "eroso" i confini dei paesi, dei settori economici, offrendo l'opportunità alle imprese di affacciarsi su mercati non soltanto nazionali, ma anche internazionali.

Questi fenomeni, comunemente identificati con il termine globalizzazione, stanno modificando la mentalità delle nostre imprese, le quali si sono rese conto che, per poter sostenere lo sviluppo della capacità competitiva devono creare le condizioni di attrattività richieste da un più ampio contesto territoriale.

Considerando che il sistema-impresa è notevolmente condizionato dall'ambiente esterno e che questo è in continua evoluzione, si rende necessario analizzare i risultati in relazione al rischio associato alle dinamiche ambientali: se le imprese non cogliessero i segnali provenienti dall'ambiente in cui operano, corrobberebbero il pericolo di incorrere in una *distruzione di valore*.

Secondo quanto affermato da Golinelli¹¹, l'approccio sistemico al governo dell'impresa, nell'individuazione dei legami che si vengono a creare fra il sistema impresa ed il sistema finanziario di riferimento, chiarisce le condizioni per lo sviluppo di una progressiva cultura del rischio: occorre, in particolare, tenere

¹¹ G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. II. La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, cit., pp. 137-138. Sui concetti di risonanza e consonanza sistemica si rimanda allo stesso Autore, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. I. L'impresa sistema vitale*, Cedam, Padova, 2000, p. 178 ss. in cui, attraverso la metafora dell'orchestra musicale, l'autore richiama i citati rapporti di interazione e relazione, nel nostro caso specifico riferiti al sistema impresa ed al suo sovrastema finanziario di riferimento; in particolare Golinelli osserva come «la presenza di più strumenti (musicali, n.d.r.) e di uno spartito è condizione necessaria, ma non sufficiente, per una corretta esecuzione del brano. La possibilità che gli strumenti interagiscono per creare una melodia è connessa al fatto che essi siano consonanti, capaci cioè di vibrazioni sonore compatibili e quindi componibili nel rispetto dello spartito. [...] La risonanza concerne, invece, lo sviluppo ideale della consonanza. Si tratta di una condizione accompagnata da appartenenza e sintonia, [...] con raggiungimento, in termini di qualità del rapporto, di livelli sempre maggiori di fiducia [...]. Ciò a dire che se un'impresa industriale persegue e consegue la risonanza con il sovra sistema finanziario, questa si traduce in condizioni di consonanza e, in alcuni casi, di risonanza, con i singoli sub-sistemi banca. [...] Infatti avere consonanza e, laddove possibile, risonanza con un determinato sovra sistema, significa [...] rispecchiare le esigenze che tale sovra sistema esprime [...]».

sotto attenta osservazione il rapporto di “consonanza e risonanza” con il sovrasisistema finanziario.

La relazione di consonanza e risonanza tra l'impresa ed il sovrasisistema finanziario infatti è quella che stimola maggiormente il management ad avere come obiettivo primario di gestione la sopravvivenza dell'impresa e l'incremento del suo valore; al tempo stesso, però, il raggiungimento di tale obiettivo è subordinato alla capacità dell'organo di governo di qualificare le relazioni fra il sistema impresa ed il sovrasisistema finanziario al fine di garantirsi gli opportuni supporti alla propria azione.

Considerando la creazione di valore come obiettivo, ed incrementando la fiducia del sovrasisistema finanziario di riferimento, l'organo di governo dovrà selezionare ed opportunamente separare attività e progetti che creano valore da quelli che, invece, lo distruggono, andando a minacciare la sopravvivenza del sistema impresa.

I progetti e le attività riconosciuti come sviluppabili saranno finanziati con i metodi e le tipologie di strumenti che, nel prosieguo del lavoro, saranno analizzati nel dettaglio: tale processo costituirà la struttura finanziaria dell'impresa.

1.2.2. La situazione dell'impresa italiana

Nel momento in cui si devono reperire le risorse finanziarie, a seconda delle scelte operate all'interno del sistema impresa, si potranno determinare forti relazioni con un finanziatore principale (la banca), ovvero si potranno stringere rapporti con il mercato dei capitali.

Ogni Paese ha una propria configurazione del mercato delle risorse; in Italia, la maggior parte delle imprese instaura rapporti con le banche, anche se solo alcune intrattengono forti e duraturi rapporti; solo poche sono in grado o manifestano la volontà di accedere al mercato dei capitali ¹².

¹² Sull'inversione di tendenza che sembrerebbe essersi innescata a livello di attrattività del mercato nazionale, proprio con specifico riferimento alla diffusione dei principi legati alla creazione di valore, si riporta il pensiero illustre di Vittorio Coda, il quale, nell'introduzione a G. DONNA, *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma, 1999, afferma quanto segue: «[...] il mercato finanziario, come mette ben in luce Donna, è attraversato da un processo di globalizzazione, che vede il nostro mercato nazionale, sino a pochi anni or sono asfittico, schiacciato dalla continua, esorbitante crescita del debito pubblico e dominato dalle logiche dei gruppi di controllo, sempre più integrato a livello internazionale, dove la regola fondamentale del gioco competitivo fra imprese (e mercati borsistici) è per l'appunto quella della creazione di valore per gli azionisti».

Nonostante i primi importanti segnali di integrazione del mercato nazionale nel processo di globalizzazione ormai in atto da tempo, costituiscano lo stimolo per migliorare la capacità competitiva delle nostre imprese, in realtà, il nostro sistema imprenditoriale rimane ancora caratterizzato da tutta una serie di elementi che si traducono, a livello internazionale, in svantaggi competitivi per il sistema Paese; i bilanci delle nostre imprese segnalano:

- livelli di indebitamento finanziario elevati e sbilanciati verso il breve termine;
- livelli di indebitamento a breve frazionati in una pluralità di rapporti bancari¹³;
- livelli di indebitamento a medio termine concentrati nella forma del mutuo (marginale è il ruolo dei prestiti obbligazionari);
- assetti proprietari generalmente concentrati e “chiusi” riconducibili, nella maggior parte dei casi, ad un gruppo familiare.

Alla luce di queste considerazioni, si può affermare che in Italia ad un ambiente finanziario un po' meno lontano dagli standard internazionali, si contrappone un ambiente imprenditoriale ancora troppo ancorato alle logiche di gestione familiare scarsamente orientato allo sviluppo di una comunicazione finanziaria che un mercato integrato esigerebbe¹⁴.

Naturalmente questo tipo di situazione origina effetti distorsivi e atipicità rispetto ai livelli di efficienza che potenzialmente potrebbero caratterizzare il mercato: il tutto si traduce in un vero e proprio freno allo sviluppo della cultura del rischio finanziario da parte del sistema con gli effetti di un maggior costo del capitale; per le imprese minori ciò significa una limitazione allo sviluppo e alla crescita.

¹³ L'instabilità del rapporto fra le imprese italiane e gli istituti di credito si fonda, come noto, su un ampio sistema di garanzie richieste dalle banche, anche in ragione della sottocapitalizzazione delle imprese italiane che non produce, nella rappresentazione contabile della struttura finanziaria e nella successiva comunicazione, un'immagine adeguata alle condizioni richieste dal sovrasisistema di riferimento.

¹⁴ In tal senso si esprime G. DONNA, *Struttura finanziaria e creazione del valore*, in *Analisi Finanziaria*, 4° trimestre, 1997. Nel tracciare un'agenda per l'impresa italiana vengono evidenziate le evoluzioni che porterebbero, secondo il condivisibile pensiero dell'Autore, a realizzare quella “sfida del valore” ormai ineluttabile e improcrastinabile.

1.3. Aspetti teorici nelle scelte di struttura finanziaria

All'impresa che deve sostenere lo sviluppo di nuovi progetti si presentano sostanzialmente due alternative: l'emissione di debito o di capitale netto¹⁵.

La ricerca di un profilo ottimale di composizione fra debito e mezzi propri, atto a massimizzare il valore dell'impresa ed a rendere minimo, contemporaneamente, il costo d'acquisizione delle risorse finanziarie, ha spinto gli studiosi di finanza aziendale a ricercare, fin dai primi anni '50, le determinanti esplicative del *leverage* al fine di definire un modello che potesse guidare le scelte dell'impresa¹⁶.

Nel presente paragrafo si andranno a riassumere i principali contributi "storici" alla definizione ed all'inquadramento del problema, ricostruendo l'evoluzione dell'andamento del costo del capitale al variare della struttura finanziaria.

Come noto le tesi che valsero l'assegnazione del premio Nobel per l'economia a Franco Modigliani e Merton Miller (MM) sul tema delle scelte di struttura finanziaria rappresentano, ancora oggi, un irrinunciabile terreno di confronto allo scopo di rimuovere le ipotesi del modello originale e renderlo maggiormente aderente alla realtà o semplicemente quale punto di partenza per l'elaborazione di modelli alternativi¹⁷.

¹⁵ Tale affermazione può sembrare semplicistica alla luce dell'ampia gamma di strumenti finanziari a disposizione dell'impresa; tuttavia la maggior parte degli strumenti può essere ricondotta, in base alle caratteristiche, in un continuum fra debito e capitale netto (mentre quelli che presentano caratteristiche sia dell'uno che dell'altro tipo vengono definiti "hybrid securities"); si veda in tal senso A. DAMODARAN, *Applied Corporate Finance: A User's Manual*, John Wiley & Sons, Inc., 1999 (trad. it. F. FERRI (a cura di), *Finanza Aziendale*, Apogeo, Milano, 2001, p. 275 ss.).

¹⁶ Per un'analisi sull'importanza della struttura finanziaria nelle scelte dell'impresa e sulla ricerca di modelli per la definizione di una struttura ottimale si vedano R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 1999, 3^a ed., p. 449 ss.; ricca di spunti di riflessione ed esaustiva sotto il profilo del contenuto, risulta l'analisi sull'evoluzione della tesi tradizionale sulla struttura finanziaria effettuata da P. GALBIATI, *La struttura finanziaria delle imprese: modelli teorici e scelte operative*, Egea, Milano, 1999 (da cui sono tratte le schematizzazioni sull'evoluzione dell'andamento del costo medio ponderato del capitale, *wacc*, inserite nel prosieguo del presente paragrafo); i primi risultati di una ricerca empirica sulle determinanti della struttura finanziaria delle imprese italiane, condotta su un campione di imprese dell'archivio Centrale dei Bilanci, sono contenuti, oltre ad un quadro sistematico e aggiornato degli ultimi sviluppi, teorici ed empirici, sulla scelta della struttura finanziaria, nel volume di D. VENANZI, *La scelta della struttura finanziaria, teoria ed evidenza pratica*, Utet, Torino, 1999.

¹⁷ I lavori cui si fa riferimento rappresentano delle vere e proprie pietre miliari sullo studio delle scelte della struttura finanziaria e, nonostante concludano sull'irrelevanza della struttura con riferimento al valore dell'impresa, forniscono una visione organica dell'analisi della struttura, basata sulla valutazione costi-benefici, in un periodo (1958) in cui la struttura finanziaria del-

L'obiettivo dell'organo di governo di creare valore va commisurato con la consapevolezza dell'esistenza di una combinazione ottimale delle fonti di finanziamento tramite le quali è possibile massimizzare il valore dell'impresa: i motivi vanno ricercati nel *trade-off* associato a maggiori (minori) livelli di indebitamento, in cui costi e benefici non tendono necessariamente ad annullarsi (come sostenuto da MM) e possono rappresentare effetti incentivanti alla variazione della struttura finanziaria.

Si dimostrerà, quindi, come attraverso il processo di definizione della struttura finanziaria si possa incidere, influenzandolo, sul valore economico d'impresa.

La risorsa fondamentale di un'impresa è rappresentata dai flussi di cassa prodotti dalle sue attività; se l'impresa si finanzia totalmente attraverso azioni ordinarie, 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. L'insieme dei titoli emessi dall'impresa costituisce la struttura finanziaria e, come si vedrà nel seguito, l'obiettivo sarà quello di massimizzare il suo valore globale di mercato¹⁸.

Durante la fase della scelta, occorre considerare che la combinazione fra debito/equity può avvenire sulla considerazione di due aspetti¹⁹:

– *l'aspetto verticale*: relativo al rapporto tra le varie fonti di finanziamento (rappresentate sul lato destro della situazione patrimoniale), ossia patrimonio netto e finanziamenti a titolo di debito;

– *l'aspetto orizzontale*: relativo al rapporto tra le diverse fonti di finanziamento e le diverse tipologie di impieghi (quindi tra componenti rinvenibili sul lato destro e su quello sinistro della situazione patrimoniale).

le 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 (l'articolo è stato tradotto in lingua italiana e pubblicato in F. MODIGLIANI, *Reddito, interesse ed inflazione*, scritti scientifici raccolti da T. e F. PADOA-SCHIOPPA, Einaudi, Torino, 1987); il successivo, contenente l'introduzione del beneficio fiscale, è contenuto in F. MODIGLIANI-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'aggiornamento del modello, da parte di Merton Miller, apparso nell'autunno del 1988 nel *Journal of Economic Perspectives*, è contenuto, in versione ridotta in M.H. MILLER, *The Modigliani-Miller propositions after thirty year*, in *The Revolution of Corporate Finance*, edited by J.M. STERN-D.H. CHEW JR., Cambridge, Mass., Blackwell, 4^a ed., 2003, pp. 129-141.

¹⁸ Così R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 449.

¹⁹ Si veda, in particolare, L. CAPRIO, *Struttura finanziaria delle imprese nei principali paesi industrializzati. Uno studio comparato*, in *Vita e Pensiero*, Milano, 1992.

L'idea di stabilire un collegamento esplicito e quantificabile fra le scelte di struttura ed il valore, ha condotto, come abbiamo accennato, alla definizione di alcuni modelli.

Una pietra miliare sul tema è rappresentata dalle proposizioni di Franco Modigliani e Merton Miller, i quali dedicarono all'argomento un primo articolo nel 1958 ed un secondo nel 1963, e che rappresenteranno, anche all'interno della presente analisi, il punto di partenza per la discussione della c.d. "tesi tradizionale".

Con la prima delle due proposizioni, MM dimostrarono che, in un mercato perfetto, la politica dei dividendi è irrilevante e, di conseguenza, anche le decisioni di finanziamento sono irrilevanti²⁰. Con tale proposizione MM sostennero l'inesistenza di una combinazione di titoli di debito ed azionari migliore di un'altra; ne discendeva che il valore globale di mercato di un'impresa fosse indipendente dalla sua struttura finanziaria.

Tale assunto permette di separare le decisioni di investimento da quelle di finanziamento e considera le prime come rappresentanti la causa della formazione del valore.

Secondo MM è vero che le imprese che usano il debito offrono agli investitori una quantità di titoli più ricca, ma gli investitori non accettano di pagare di più per indebitarsi indirettamente quando hanno la possibilità di farlo più facilmente e a più basso costo per conto proprio.

MM riconoscono che il debito aumenta il rendimento atteso dell'investimento degli azionisti; ma evidenziano anche l'aumento del rischio d'impresa; attraverso una serie di passaggi essi dimostrano come ad un aumento del rischio corrisponda esattamente un aumento del rendimento atteso e come, di conseguenza, gli azionisti non possano essere né più ricchi, né più poveri.

La Proposizione I è generica, per cui può essere applicata non solo alla scelta fra debito e capitale netto, ma ad un qualsiasi altro tipo di strumento finanziario: l'ipotesi di fondo, tuttavia, richiama l'esistenza di mercati finanziari perfetti e risulta, alla luce dei successivi sviluppi, quella più restrittiva.

A questo proposito, si è ritenuto necessario iniziare ad illustrare l'evoluzione dei modelli di valutazione della struttura finanziaria partendo dalla posizione degli avversari di MM, i tradizionalisti, che, da un punto di vista diametralmente opposto, sostennero come fossero proprio le imperfezioni di mercato a rendere il debito personale eccessivamente costoso, rischioso e scomodo.

Tali imperfezioni originerebbero, secondo i tradizionalisti, una clientela disposta a pagare un premio per le azioni di un'impresa indebitata e spieghereb-

²⁰ Si veda sull'irrilevanza della politica dei dividendi in un mercato perfetto F. MODIGLIANI-M.H. MILLER, *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, in *Journal of Business*, n. 34, ottobre 1961, pp. 411-433.

bero perché le imprese dovrebbero usare il debito al fine di beneficiare di tale premio.

Se dell'analisi delle proposizioni di MM non si comprendono le condizioni per cui tali teorie sono valide, non si può neanche capire perché una certa struttura finanziaria è migliore di un'altra e perché il problema della struttura finanziaria sia importante.

La conclusione cui pervengono MM è che in un mercato finanziario efficiente la politica del debito non è rilevante: se così fosse i rapporti di indebitamento dovrebbero variare casualmente da impresa a impresa e da settore a settore. Nella realtà ciò non avviene e allora ci si chiede come mai i manager finanziari si preoccupano tanto della politica del debito; la spiegazione risiede nel fatto che il manager finanziario ha bisogno di sapere quali sono le imperfezioni del mercato che deve cercare; ed è per questo che acquisiscono importanza alcuni elementi quali le imposte, i costi di dissesto, i conflitti di interesse fra i possessori dei titoli d'impresa e le possibili interazioni fra le decisioni di investimento e quelle di finanziamento.

È da queste considerazioni che parte l'arricchimento delle teorie di MM, attraverso la valutazione delle imperfezioni del mercato finanziario e delle risposte che, applicate a tali imperfezioni segnano il percorso di un filone di ricerca che unisca le argomentazioni di Modigliani e Miller a tali imperfezioni.

A questo proposito, si prenderanno in considerazione altre due teorie: quella del *trade-off* e quella dell'ordine di scelta²¹.

²¹ Lo sviluppo della teoria del *trade-off* del debito trova i suoi fondamenti nell'eliminazione delle ipotesi a base delle proposizioni di MM. Sugli effetti generati dal valore attuale dei risparmi fiscali originati dagli interessi a livello d'impresa, oltre alla già citata "correzione" degli stessi MM (1963) si veda l'ampliamento contenuto in M.H. MILLER, *Debt and taxes*, in *Journal of Finance*, n. 32, maggio 1977, pp. 261-276 (in cui peraltro l'autore, introducendo oltre alle imposte societarie quelle personali, identifica nuovamente l'irrilevanza della struttura finanziaria, anche se riconosce situazioni in cui il modello potrebbe perdere la sua validità generale) ed il successivo contributo di H. DE ANGELO-R. MASULIS, *Optimal capital structure under corporate taxation*, in *Journal of Financial Economics*, n. 8, marzo 1980, pp. 5-29, classificabile all'interno delle c.d. "teorie del compromesso" secondo l'autorevole pensiero di S.C. MYERS, *The Capital Structure Puzzle*, in *The Revolution of Corporate Finance*, edited by J.M. STERN-D.H. CHEW JR., Cambridge, Mass., Blackwell, 4^a ed., 2003, p. 148. Sugli effetti generati dall'introduzione dei costi di dissesto legati all'aumento dell'indice di indebitamento dell'impresa, si veda J.B. WARNER, *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, in *Journal of Finance*, maggio 1977, pp. 343-345 e l'autorevole posizione espressa da S.A. ROSS-R.W. WESTERFIELD-J.F. JAFFE, *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1996, p. 553 in ordine agli effetti derivanti da un'ipotesi di dissesto. La teoria dell'ordine di scelta è descritta in S.C. MYERS, *The Capital Structure Puzzle*, in *The Revolution of Corporate Finance*, edited by J.M. STERN-D.H. CHEW JR., Cambridge, Mass., Blackwell, 4^a ed., 2003, e si basa sul lavoro svolto dallo stesso autore in S.C. MYERS-N.S. MAJLUF, *Corporate Financing and Investments Decisions When Firms Have Informations Investors*

La teoria del *trade-off* pone particolare attenzione alle imposte e al dissesto finanziario.

Secondo tale teoria, l'impresa dovrebbe aumentare il debito fino al punto in cui l'incremento del valore attuale del risparmio fiscale è uguale al valore attuale dei costi del dissesto.

Il vantaggio fiscale del debito, calcolato solo sulla base delle imposte societarie, sarebbe uguale all'aliquota d'imposta marginale sulla società (t_c) per l'ammontare del pagamento degli interessi: ciò che rende tale asserzione poco credibile quale effetto incentivante della struttura finanziaria è la sistematica falsificazione empirica di tale assunto. Molte imprese sembrano prosperare senza utilizzare debiti, nonostante i forti incentivi per farlo.

Miller, nel 1977, ha presentato una teoria alternativa, sostenendo che il risparmio fiscale netto originato dall'indebitamento delle imprese è pari a zero quando, oltre alle imposte sulla società, si considerano anche le imposte personali.

Nella realtà statunitense, e fino al *tax reform act* del 1985, 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 le 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 debito²².

Nella teoria di Miller, l'offerta d'indebitamento aumenta finché l'aliquota d'imposta delle società è superiore all'aliquota d'imposta personale degli investitori che assorbono l'aumento dell'offerta di debito. In corrispondenza del livello di debito in cui le due aliquote d'imposta si uguagliano, si raggiunge il rapporto di indebitamento ottimale.

Si deduce che la politica di indebitamento ha un senso per alcune imprese e non per altre; in particolare, se un'impresa è abbastanza sicura di riuscire ad ottenere un profitto, l'indebitamento comporta un risparmio fiscale netto, mentre se le imprese non riescono a conseguire un profitto sufficiente per beneficiare del risparmio fiscale, hanno un vantaggio ad indebitarsi limitato o non lo hanno affatto.

Do Not Have, in *Journal of Financial Economics*, n. 13, giugno 1984, pp. 187-222; tra le numerose evidenze empiriche di questa teoria un'interessante rassegna è contenuta in J. BASKIN, *An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis*, in *Financial Management*, n. 18, primavera 1989, pp. 26-35.

²² Per un'evidenza empirica sulla media delle aliquote d'imposta marginali delle imprese statunitensi cfr. J.J. CORDES-S.M. SHEFFRIN, *Taxation and the sectoral allocation of Capital in the U.S.*, in *National Tax Journal*, n. 34, 1981, pp. 419-432.

La teoria del *trade-off* afferma che le imprese dovrebbero scegliere la propria struttura finanziaria sulla base della differenza fra i vantaggi fiscali legati all'indebitamento ed i costi del dissesto. Le imprese con attività tangibili, sicure e con alto reddito imponibile dovrebbero prefiggersi un rapporto d'indebitamento obiettivo elevato, mentre le imprese meno redditizie, con attività intangibili e rischiose, dovrebbero affidarsi al capitale netto.

Alla teoria del *trade-off*, si aggiunge la teoria dell'ordine di scelta che afferma che le imprese utilizzano il finanziamento interno se è disponibile, mentre ricorrono al debito piuttosto che alle azioni quando devono ricorrere al finanziamento esterno. Secondo tale teoria la scelta del debito viene presa quando i fondi interni sono esauriti.

È la conseguenza dell'informazione asimmetrica, poiché il management conosce l'impresa molto di più degli investitori esterni, ed è per questo che sarebbe riluttante all'emissione di titoli azionari quando potrebbe correre il rischio di una sottovalutazione del titolo da parte del mercato.

I vertici aziendali ricorrono all'indebitamento quando le azioni saranno sottostimate e all'emissione di azioni nel caso in cui la capacità di indebitamento viene meno e vi è la minaccia di un dissesto.

Il nostro breve *excursus* attraverso i principali modelli di valutazione della struttura finanziaria dell'impresa terminerà con l'analisi dei principali dati empirici sull'argomento, riferiti alle imprese italiane; i conclusivi cenni sulle caratteristiche del sistema finanziario e di quello fiscale costituiranno la premessa per lo svolgimento dell'analisi che si andrà ad effettuare nel Capitolo 4 sugli effetti incentivanti della variazione del tasso di prelievo fiscale (*tax shield*).

1.3.1. La tesi tradizionale

Prima che Modigliani e Miller esponessero le proprie teorie, gli studi di riferimento erano quelli condotti da B. Graham, L. Dodd²³ e D. Durand²⁴.

A questi autori va attribuito il merito di aver messo in luce una serie di problematiche che, in seguito, saranno analizzate e risolte da MM: il loro punto di vista prende le mosse dalla convinzione che il rapporto prezzo delle azioni/utigli sia scarsamente influenzato da moderati livelli di indebitamento nella struttura del capitale.

²³ B. GRAHAM-L. DODD, *Security Analysis*, McGraw, New York, 3^a ed., pp. 464-466.

²⁴ 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.

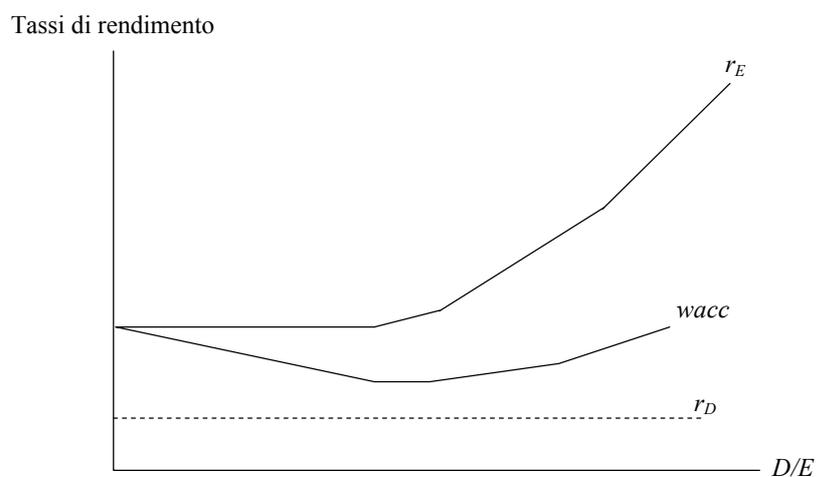
Per effetto di tale impostazione il costo dei mezzi propri può essere supposto costante fino ad un livello ragionevole di indebitamento (non esiste, in altre parole una concreta percezione del rischio legato all'aumento dello sbilanciamento finanziario dell'impresa verso l'esterno).

Oltrepassato tale livello il costo del capitale proprio subisce un'impennata (vedi Figura 1.1) in ragione dell'eccessivo livello di indebitamento.

È curioso sottolineare come, prima del contributo di MM, l'opinione prevalente della dottrina fosse concorde nel non considerare irrilevante la struttura finanziaria: osservando il grafico infatti si può rilevare come all'aumentare dell'indice di indebitamento il costo medio ponderato del capitale diminuisca, rendendo, di fatto, individuabile un mix ottimale delle fonti di finanziamento²⁵.

Tale impostazione sarebbe stata, negli anni immediatamente successivi, completamente rovesciata dalle proposizioni di MM.

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



²⁵ Va sottolineato come il modello tradizionale non tenga ancora conto dell'effetto fiscale generato dal costo dell'indebitamento esterno.

Dove:

D = debito finanziario;

E = mezzi propri;

r_D = costo del debito;

r_E = costo dei mezzi propri.

La linea r_D del grafico evidenzia la costanza del costo del debito.

In tale ipotesi risulta interessante analizzare il comportamento del costo medio ponderato del capitale; tale costo, universalmente riconosciuto con l'acronimo *wacc* (*weighted average cost of capital*), non è altro che la media dei costi delle varie fonti di finanziamento, ponderata in base al peso che ciascuna di tali fonti ha rispetto al totale della struttura finanziaria.

$$wacc = \frac{E}{(E + D)} r_E + \frac{D}{(E + D)} r_D.$$

Nell'impostazione tradizionale, così come in seguito, il costo del debito viene rappresentato come meno oneroso della raccolta di mezzi propri, e pertanto, all'aumentare dell'indice di indebitamento dell'impresa, il costo medio ponderato del capitale diminuisce; raggiunta una certa soglia (non ancora analiticamente identificata se non attraverso un approccio di tipo intuitivo, in ordine al trasferimento del rischio) anche il *wacc* subirebbe un aumento per effetto dell'incremento del costo dei mezzi propri.

Quindi il *wacc* prima diminuisce e poi aumenta, assumendo un andamento a *U* e di fronte al calcolo di tale rappresentazione grafica i tradizionalisti sostengono l'esistenza di una fascia ottimale di utilizzo dell'indebitamento che consentirebbe di minimizzare il costo medio del capitale e di massimizzare il valore globale dell'impresa, ritenendo il rapporto prezzo delle azioni/utili attesi non influenzato, fino ad un certo limite, dal grado di leverage (vedi Figura 1.1 nella rappresentazione di r_E).

1.3.2. Le proposizioni di Modigliani e Miller

Supponendo, all'interno di un mercato perfetto²⁶, di voler trovare la combinazione delle fonti di finanziamento dell'impresa che ne massimizzi il valore,

²⁶ Le ipotesi caratteristiche del mercato perfetto, preso come riferimento da MM per lo sviluppo delle note proposizioni, presuppongono l'assenza di imposte, di costi diretti e indiretti connessi al rischio di dissesto finanziario, di costi d'agenzia (sia fra azionisti e management dell'im-

l'affermazione cui pervengono Modigliani e Miller²⁷ è la seguente: in un mercato perfetto *il valore delle imprese non dipende dalla loro struttura finanziaria.*

In tale contesto gli autori dimostrano, attraverso un percorso logico-matematico piuttosto complesso che le decisioni di finanziamento, sono irrilevanti; la tesi deriva in realtà dall'applicazione di un'idea sorprendentemente semplice e trova i suoi fondamenti nella legge di conservazione del valore²⁸.

Il valore di un'impresa è determinato dalle sue attività reali e non dai titoli che emette, e tale valore rimane inalterato indipendentemente dalla natura dei titoli vantati nei suoi confronti.

La novità di tale tesi risiede nel fatto che sconvolge e ribalta completamente l'approccio fino ad allora utilizzato nel trattare i problemi di finanza aziendale.

Come abbiamo visto nel paragrafo precedente l'approccio tradizionale affronta i problemi in termini di massimizzazione del profitto ed attraverso l'analisi del costo esplicito delle diverse forme di finanziamento: se si assume il costo del debito inferiore alla remunerazione attesa dagli azionisti la conclusione non può che far ritenere l'indebitamento più conveniente dell'emissione di azioni.

L'assenza del concetto di rischio trova la sua implementazione nelle proposizioni di Modigliani e Miller che considerano il valore di un'azienda come risultante della capitalizzazione del rendimento atteso dalla sua attività operativa ad un tasso appropriato r_o , rappresentativo del grado di rischio operativo delle imprese appartenenti ad una data classe di rischio j .

Tutto ciò premesso possiamo enunciare la Proposizione I di MM:

PROPOSIZIONE I (*in assenza di imposte*): *il valore di mercato di un'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria.*

$$V_j = (S_j + B_j) = \frac{X_j}{r_o}.$$

presa sia fra azionisti e obbligazionisti) e l'inesistenza di frizioni e/o di particolari costi di transazione.

²⁷ Il contributo pionieristico sulla struttura finanziaria 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.

²⁸ Per un approfondimento si veda R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 453 in cui si richiama il funzionamento del principio di additività del valore: «Un flusso di cassa può essere diviso in tutte le parti che vogliamo; i valori delle singole parti potranno essere di nuovo sommati per ritornare al loro valore originario (Naturalmente dobbiamo essere sicuri che nessuna delle parti vada persa. Non possiamo dire che «il valore di una torta è indipendente dal modo in cui vengono tagliate le fette», se colui che le taglia è anche un goloso)».

Dove:

V_j = valore dell'impresa;

S_j = valore di mercato delle azioni ordinarie;

B = valore di mercato dei debiti dell'impresa;

X_j = rendimento atteso dell'attività operativa d'impresa;

r_o = tasso di attualizzazione adeguato al rischio operativo della classe di aziende cui j appartiene.

Dalla formula, si deduce che il costo medio del capitale è indipendente dalla struttura del capitale ed è uguale al tasso di capitalizzazione di un flusso di rendimenti della classe di rischio operativo cui l'azienda appartiene (in altre parole r_o coincide con il *wacc*).

Per Modigliani e Miller, in un mercato perfetto, dato che il valore di un'impresa non è influenzato dalla struttura finanziaria, ogni combinazione fra mezzi propri e debito, è valida come qualsiasi altra²⁹.

A dimostrazione di ciò, supponiamo, a titolo esemplificativo che per l'azienda Alfa valgano (a valori di mercato) le seguenti considerazioni: 1.000 delle sue azioni valgono 50 euro, quindi

$$S = 1.000 \times 50 = 50.000.$$

Se la società Alfa ha preso a prestito anche 25.000 euro avremo che:

$$B = 25.000.$$

Volendo ricavare il valore di mercato dell'impresa esso sarà pari a:

$$V = S + B = 50.000 + 25.000 = 75.000.$$

Il valore di questa azienda è pari a 75.000 euro e secondo la legge della conservazione del valore rimarrà tale, anche se dovesse cambiare l'incidenza del capitale proprio e del capitale di debito.

Infatti, se l'impresa decidesse di aumentare ulteriormente la sua leva finanziaria indebitandosi per altri 10.000 euro e distribuisse il ricavato sotto forma di dividendo straordinario di 10.000 euro, il valore di mercato delle azioni ordinarie sarà pari alla differenza:

$$S = V - B = 75.000 - 35.000 = 40.000.$$

Gli azionisti hanno subito una perdita in conto capitale compensata dal dividendo straordinario di 10.000 euro³⁰.

²⁹ L'affermazione e la successiva esemplificazione numerica sono adattati da R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 450 ss.

³⁰ Si consideri naturalmente come l'effetto della leva finanziaria sia stato considerato all'in-

A questo punto proviamo ad esemplificare l'iniziale caso in cui un direttore finanziario voglia trovare la combinazione di fonti di finanziamento che massimizzi il valore dell'impresa³¹.

Si supponga che due imprese U ed L generino lo stesso flusso di reddito, ma presentino differenti caratteristiche nella loro struttura finanziaria (nella composizione dei mezzi propri E ed dei debiti D).

L'impresa U non è indebitata (*unlevered*), per essa il valore viene espresso dalla relazione:

$$V_U = E_U.$$

L'impresa L , invece, è indebitata (*levered*), pertanto per essa vale la relazione:

$$V_L = E_L + D_L$$

da cui:

$$E_L = V_L + D_L.$$

Se si decidesse di acquistare l'1% delle azioni dell'impresa U non indebitata, l'investimento sarebbe pari allo 0,01 V_U e si avrebbe diritto all'1% dei profitti.

Se si decidesse di acquistare l'1% delle azioni dell'impresa L , indebitata, si avrebbe un investimento pari a 0,01 ($E_L + D_L$).

Entrambe le decisioni offrono lo stesso risultato in termini di rendimento: l'1% dei profitti realizzati dall'impresa, infatti volendo schematizzare la seconda decisione avremo che:

	<i>Investimento</i>	<i>Risultato</i>
Debito	0,01 D_L	0,01 Interessi
Capitale netto	0,01 E_L	0,01 (Profitti – Interessi)
Totale	0,01 ($D_L + E_L$)	0,01 Profitti
	0,01 V_L	

Fonte: R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 452.

Quando si afferma che la struttura finanziaria non influenza il valore, si intende far riferimento al fatto che le imprese e gli individui possono dare o prendere prestito allo stesso tasso d'interesse privo di rischio. Se infatti un individuo ac-

terno di un mercato perfetto e privo d'imposte; in tale contesto la società Alfa può ignorare la politica dei dividendi e, in seguito alla variazione della struttura finanziaria, non si è supposta nessuna variazione del rischio connesso alla nuova emissione di debito.

³¹ L'esemplificazione è adattata da R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., pp. 451-453.

quistasse, a titolo personale l'1% di azioni dell'impresa U non indebitata e contemporaneamente prendesse a prestito l'1% del debito dell'impresa L otterrebbe, ancora una volta, lo stesso profitto di un investitore che abbia comprato l'1% di azioni dell'impresa L indebitata e cioè l'1% dei profitti al netto degli interessi.

Finché esiste la possibilità per qualunque investitore di dare o prendere a prestito personalmente alle stesse condizioni praticate alle imprese, si possono annullare gli effetti di un qualsiasi cambiamento della struttura finanziaria³².

Giova a questo punto considerare le implicazioni che la Proposizione I ha sui rendimenti attesi delle azioni: Modigliani e Miller rilevarono un aumento del flusso atteso di utili per azione, in seguito ad un aumento della leva, mentre il prezzo delle azioni non subiva alcuna modifica.

Muovendo da questa considerazione, attraverso alcuni passaggi, possiamo giungere alla formulazione della Proposizione II di MM; il rendimento atteso delle attività di un'impresa (r_A) è pari al reddito operativo atteso da tale attività pesato, in assenza di indebitamento, sul valore totale di mercato dei titoli d'impresa; e poiché nei mercati finanziari perfetti le decisioni di indebitamento di un'impresa non influenzano né il suo reddito operativo, né il valore totale di mercato dei suoi titoli ne consegue che, anche in presenza di indebitamento, il rendimento atteso delle attività rimarrà invariato. In relazione alla variazione del "rischio" finanziario ciò che varierà sarà il rendimento atteso del capitale netto (r_E) che aumenterà in proporzione al rapporto Debito/Capitale netto (D/E). Il tasso di aumento dipenderà dalla differenza fra il rendimento atteso delle attività d'impresa e il rendimento atteso (o costo) del debito (r_D).

Se si suppone che un investitore possieda tutto il debito e tutto il capitale netto di una società, egli avrà diritto a tutti i redditi operativi dell'impresa e quindi il rendimento atteso del suo portafoglio sarà pari a³³:

³² Una ulteriore chiarificazione della dimostrazione si trova in P. GALBIATI, *La struttura finanziaria delle imprese: modelli teorici e scelte operative*, Egea, Milano, 1999, p. 62, in cui l'autrice considera alla base «una sorta di autoregolamentazione che opera in un mercato perfetto: il meccanismo degli arbitraggi, riferito a due aziende identiche sul piano operativo, ma caratterizzate da una struttura finanziaria diversa [...]. Infatti qualora una strategia di arbitraggio generi un vantaggio [...] tutti gli investitori razionali acquisterebbero azioni dell'impresa sottovalutata e ciò condurrebbe ad un rialzo del prezzo delle azioni delle due aziende».

³³ Come si vedrà nel prosieguo della trattazione la Proposizione II di MM discende dalla generale assunzione, all'interno di un mercato perfetto, della costanza di valore dell'impresa ed il rendimento dei mezzi propri non rappresenta un punto di partenza ma di arrivo: tale impostazione anticipa quella futura contenuta nel *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), basata su un rendimento atteso di portafoglio crescente al crescere del rischio, proprio così come MM presuppongono un rendimento atteso dei mezzi propri crescente al crescere del rapporto di indebitamento dell'impresa, e quindi della sua rischiosità finanziaria. Si veda in tal senso, ancora una volta R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 458, e per un

$$r_A = \left[\frac{D}{(D+E)} \times r_D \right] + \left[\frac{E}{(D+E)} \times r_E \right].$$

Questa equazione può essere trasformata in modo da ottenere il rendimento sul capitale netto dell'impresa indebitata:

$$r_E = r_A + \frac{D}{E} \times (r_A - r_D).$$

L'espressione è quella della Proposizione II formulata da Modigliani e Miller e più precisamente:

PROPOSIZIONE II: *il rendimento del capitale proprio (r_E) è pari al tasso di rendimento atteso delle attività (r_A), appropriato per un flusso di rendimenti operativi della stessa classe di rischio, più un premio ($r_A - r_D$) correlato al rischio finanziario misurato dal rapporto debiti/mezzi propri (D/E) dell'impresa.*

Il rendimento atteso delle azioni ordinarie aumenta in proporzione al rapporto debito/capitale netto espresso in valori di mercato³⁴.

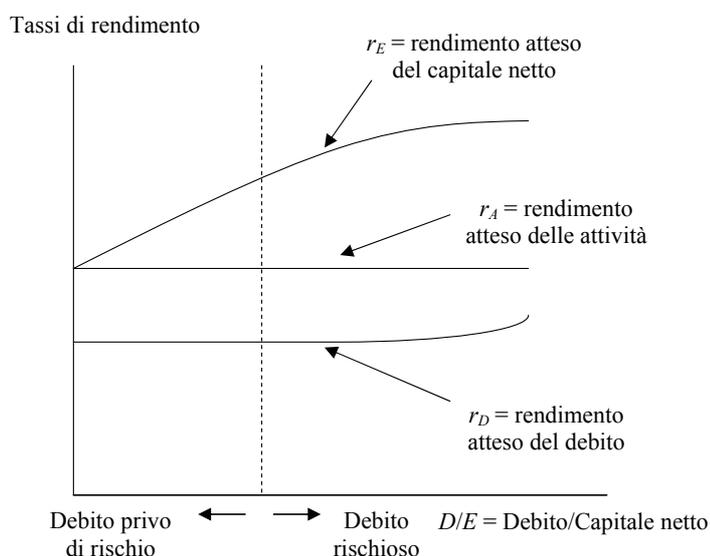
Le implicazioni della Proposizione II di MM sono chiaramente individuabili, anche graficamente, nella Figura 1.2.

MM presuppongono che, almeno fino ad una certa soglia il debito (D) sia privo di rischio: il rendimento atteso del capitale netto aumenta linearmente fino a quel punto (individuato dalla linea tratteggiata); poi l'incremento del grado di indebitamento determina un trasferimento parziale del rischio operativo sui possessori dei titoli di debito e quindi r_E diminuisce la sua inclinazione ed il rendimento atteso del debito aumenta.

esame della struttura finanziaria nel contesto della *capital asset pricing theory* R.S. HAMADA, *Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance*, in *Journal of Finance*, n. 24, marzo 1969, pp. 13-31.

³⁴ Gli autori propongono un'analogia, per spiegare ancora una volta l'indifferenza della struttura finanziaria verso il valore dell'impresa (in questo caso riferendosi all'impossibilità di aumentare il valore attraverso la riduzione del costo del capitale) con il meccanismo di formazione del prezzo del latte in un mercato di concorrenza perfetta: il prezzo del latte intero è pari alla somma del prezzo del latte scremato più quello della panna che è stata tolta (tanto maggiore sarà la quantità di panna sottratta tanto minore sarà il prezzo del latte magro). Secondo MM il comportamento di chi pretenderebbe di aumentare il valore dell'impresa sostituendo azioni con obbligazioni sarebbe uguale a chi volesse conseguire vantaggi scremando la panna dal latte. 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.

Figura 1.2. – *Andamento del rendimento atteso del capitale netto al variare del rapporto di indebitamento secondo Modigliani e Miller*



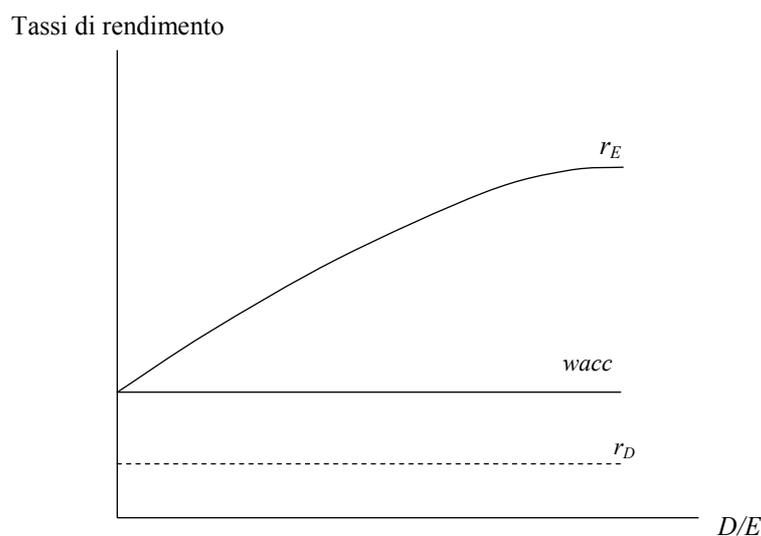
Fonte: R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 459.

Analogamente a quanto rappresentato in Figura 1.1 possiamo verificare in Figura 1.3 graficamente il *wacc* (che corrisponde al rendimento atteso delle attività r_A della Figura 1.2): un'azienda non può aumentare o diminuire il suo valore variando la struttura finanziaria.

La Figura 1.3 mostra che all'aumentare dell'indebitamento, rimane costante sia il tasso di interesse, sia il costo medio ponderato del capitale: è il rendimento atteso del capitale proprio che aumenta (secondo MM per convincere gli investitori ad acquistare azioni di un'azienda indebitata è necessario offrire loro un rendimento tanto più alto quanto più indebitata è l'azienda).

Modigliani e Miller anticipano così una relazione importante fra rendimento richiesto sul capitale proprio e il rischio: ogni aumento dei rendimenti attesi è totalmente controbilanciato da un aumento di rischio.

Figura 1.3. – Andamento del wacc al variare del rapporto di indebitamento secondo Modigliani e Miller



Dove:

D = debito finanziario;

E = mezzi propri;

r_D = costo del debito;

r_E = costo dei mezzi propri.

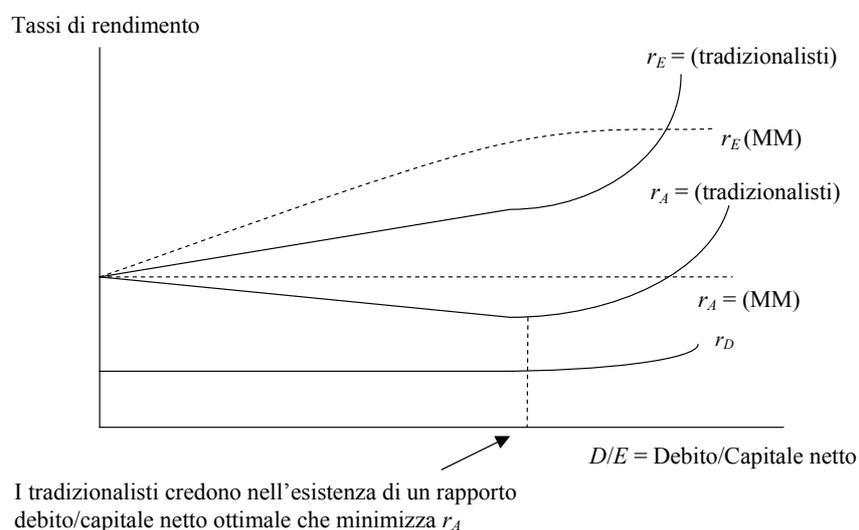
È proprio su tale visione che appare evidente la differenza con la posizione dei tradizionalisti.

La Figura 1.4 permette di analizzare e confrontare la posizione di MM e quella dei tradizionalisti e chiarisce definitivamente i punti di partenza e di arrivo dei due approcci³⁵.

³⁵ Come si vedrà più dettagliatamente nel prosieguo della trattazione il confronto mette in luce anche le incongruenze sottostanti la tesi dell'irrelevanza della struttura finanziaria sostenuta da MM; a ben vedere sia i tradizionalisti che MM concordano sull'esistenza di un rapporto di indebitamento ottimale: i primi esplicitando tale situazione con riferimento al valore minimo del costo del capitale, MM identificando un rendimento del capitale proprio crescente fino ad un determinato aumento del *leverage*.

Ciò che per i tradizionalisti costituisce il punto di partenza (il costo del capitale proprio, r_E) per MM rappresenta il punto d'arrivo; mentre i tradizionalisti identificano un rapporto ottimale di indebitamento (che minimizza il costo del capitale, r_A), MM sostengono l'indifferenza di tale rapporto riferito al costo del capitale; giova tuttavia sottolineare la metodologia attraverso la quale MM giungono a dimostrare l'irrelevanza della struttura finanziaria che si basa sul "rendimento" e, solo per identità, sul "costo" delle componenti del capitale³⁶.

Figura 1.4. – *Andamento del rendimento atteso del capitale netto secondo MM e i tradizionalisti: un confronto*



Fonte: R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 465.

MM in effetti (così come, sotto questo profilo, i tradizionalisti) non differenziando il costo dal rendimento del capitale proprio possono concludere sull'indifferenza del rapporto di leverage sostenendo che il rischio generato da un aumento del livello di indebitamento si traduce in un maggior rendimento atteso

³⁶ Come noto la teoria della finanza presume l'identità fra costo e rendimento dei mezzi proprio: sulle ragioni e sulle incongruenze di tali ipotesi si veda A. MIGLIETTA, *La gestione dell'impresa fra competizione e valore*, Giuffrè, Milano, 2001, p. 206 ss.

per gli investitori del capitale di rischio; tale maggior rendimento non si riflette sul rendimento delle attività dell'impresa che rimane costante anche in presenza di siffatte variazioni.

Accettando l'identità costo-rendimento risulta di agevole lettura il trasferimento del rischio in termini di maggior costo del capitale proprio; tuttavia, tralasciando gli effetti della politica dei dividendi³⁷, la teoria della creazione di valore azionario riconosce nell'incremento del valore del titolo la principale componente "dell'interesse degli azionisti"³⁸; tale incremento si verifica solo nel momento in cui il rendimento risulta maggiore del costo sostenuto per l'acquisizione del titolo cioè nel caso in cui l'impresa abbia generato ricchezza misurabile.

Ciò che deve essere approfondito, a parere di scrive, per giungere al riconoscimento dell'esistenza di una composizione ottimale delle fonti di finanziamento riferita alla creazione di valore, non sembrerebbe tanto l'irrelevanza della struttura finanziaria teorizzata da MM (poiché il riconoscimento di una struttura finanziaria compatibile con un rendimento atteso crescente del capitale risulta implicito nelle loro tesi), quanto più il mancato riconoscimento della creazione di valore azionario che dovrebbe presupporre la possibilità di ottenere un rendimento superiore al costo del capitale proprio e non semplicemente variabile in funzione del rapporto di indebitamento dell'impresa.

Dimostrando dunque che nella ricerca di combinazioni fra capitale proprio e capitale di debito si produce valore per gli azionisti, viene, di conseguenza, a decadere la tesi dell'irrelevanza della struttura finanziaria, poiché non sarebbero più le singole componenti del costo del capitale ad essere prese in considerazione in quanto tali, bensì il valore derivante dal rapporto di tali componenti in relazione alle loro caratteristiche ed alle relazioni che intercorrono fra queste grandezze e la teoria della creazione di valore azionario che, come noto, si fonda sul vantaggio, in termini di creazione di ricchezza, generato dall'impresa per i portatori del capitale.

1.3.3. Le proposizioni di Modigliani e Miller in presenza di imposte

In seguito alla pubblicazione delle proposizioni di Modigliani e Miller, gli studiosi oltre ad analizzarne i contenuti, si soffermarono sulle ipotesi di base di

³⁷ Anche MM sostengono come, a certe condizioni, la politica dei dividendi sia neutrale per gli azionisti; si veda F. MODIGLIANI-M.H. MILLER, *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, in *Journal of Business*, n. 34, ottobre 1961, pp. 411-433.

³⁸ Sulla supremazia del valore azionario rispetto al dividendo si veda L. GUATRI, *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991, p. 35 ss.

tale modello. Non a caso, i tradizionalisti misero in discussione l'ipotesi di esistenza di mercati perfetti³⁹.

I mercati, infatti, per quanto possano funzionare bene, non sono sempre perfetti al 100%; di conseguenza Modigliani e Miller in alcuni casi devono avere torto ed il problema del manager finanziario consiste nell'individuare quando e come.

Certamente una delle ipotesi più irreali contenute nel mercato perfetto di Modigliani e Miller è rappresentata dal tasso di interesse (costo del debito); gli stessi autori riconoscono, a tal proposito, una pluralità di tassi che possono variare in relazione alle caratteristiche di chi emette il debito o alle difficoltà cui andrebbero incontro taluni individui nel momento di accedere al finanziamento d'impresa.

Come noto, infatti, a mano a mano che aumenta il grado di indebitamento di un prenditore di fondi, si incrementa la sua rischiosità e peggiorano le condizioni a cui il sistema è disposto a concedergli ulteriore credito; ne consegue la possibilità che all'aumentare del rapporto di indebitamento il suo costo abbia un andamento crescente.

Tuttavia, secondo Modigliani e Miller, l'eliminazione di questa ipotesi non inciderebbe sulle loro conclusioni: mentre il costo dei fondi presi a prestito aumenta, il costo medio dei fondi impiegati rimarrà costante a seguito di una riduzione nel rendimento delle azioni.

Tale radicamento suscita qualche perplessità; sorge spontanea la domanda: quale sarebbe quella tipologia di investitori interessati ad acquistare azioni che offrono un minore rendimento a fronte di un maggior rischio? La risposta di MM fa riferimento a quegli investitori che amano il rischio e, ancora una volta, alla teoria dell'arbitraggio riferita, in questo caso, ad un portafoglio composto di azioni a basso rendimento, ed obbligazioni ad alto rendimento della stessa azienda, senza tuttavia, a parere di scrive, risolvere completamente il problema.

Ben altro effetto ebbe l'eliminazione dell'ipotesi di un mercato caratterizzato dall'assenza di imposte; le critiche mosse agli autori, che peraltro replicarono sostenendo ulteriormente la validità delle conclusioni del loro modello, li indusse a pubblicare nel 1963 un secondo articolo, introducendo la presenza di imposte societarie⁴⁰.

³⁹ Ci ricordiamo di un commento non ufficiale fatto molti anni fa da Ezra Solomon: «Un mercato finanziario perfetto dovrebbe essere definito come un mercato in cui vale la teoria di MM», in R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 467.

⁴⁰ In realtà MM nel loro articolo originale 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, avevano già riconosciuto il vantaggio fiscale generato dagli interessi

Considerando il costo del capitale proprio come fiscalmente non deducibile per l'impresa, diversamente da quello del capitale di debito che può essere detratto dalla base imponibile (generando quindi un beneficio fiscale in presenza di un risultato ante imposte capace di assorbire il costo deducibile rappresentato dall'interesse pagato), ne consegue che il valore dell'azienda risulta positivamente correlato al suo livello di indebitamento.

Più precisamente MM sviluppano una nuova versione della Proposizione I, in cui, aggiungendo gli effetti del vantaggio fiscale del debito, considerano il valore delle attività dell'impresa indebitata, aumentato del beneficio derivante dalle minori imposte pagate.

Tutto ciò premesso possiamo verificare come si modifica la proposizione di MM:

PROPOSIZIONE I (*in presenza di imposte societarie*): il valore di mercato di un'impresa indebitata è pari a quello di un'impresa non indebitata, aumentato del vantaggio fiscale dell'indebitamento.

$$\text{Valore dell'impresa} = \text{Valore dell'impresa non indebitata} + \text{Vantaggio fiscale del debito}$$

dove, il valore del vantaggio fiscale è dato dal prodotto fra l'ammontare del debito e l'aliquota d'imposta sul reddito aziendale.

In un sistema fiscale nel quale gli oneri finanziari siano deducibili e il rendimento del capitale proprio non goda di alcuno sgravio, il vantaggio fiscale del debito (ipotizzato come perpetuamente rinnovabile senza rimborsi alla scadenza) è individuabile nell'aliquota fiscale societaria (T_c) per l'ammontare del debito (D).

$$V = E + D(1 + T_c).$$

Riconosciuto il vantaggio fiscale del debito e formalizzato l'incremento di valore delle attività relative all'impresa indebitata gli autori corressero anche la formulazione del rendimento atteso del capitale proprio, riconoscendo un andamento decrescente del costo del capitale all'aumentare del rapporto di indebitamento dell'impresa.

In presenza di imposte la Proposizione II di Modigliani e Miller diventa:

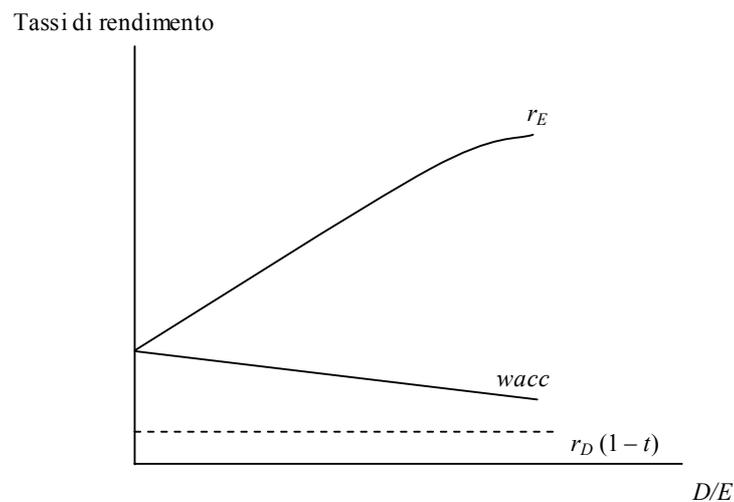
PROPOSIZIONE II (*in presenza di imposte societarie*):

$$r_E = r_A + \frac{D}{E} \times (1 - T_c)(r_A - r_D).$$

pagati sul debito, senza tuttavia valutarlo in modo approfondito. Si corressero in F. MODIGLIANI-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.

Nella Figura 1.5 possiamo osservare l'andamento decrescente del *wacc* (costo del capitale).

Figura 1.5. – Andamento del *wacc* al variare del rapporto di indebitamento secondo Modigliani e Miller, in presenza di imposte societarie



Dove:

- D = debito finanziario;
- E = mezzi propri;
- r_D = costo del debito;
- r_E = costo dei mezzi propri;
- t = aliquota fiscale.

L'andamento del costo del capitale suggerirebbe una strategia di espansione dell'indebitamento aziendale fino all'annullamento del capitale proprio. Verificheremo oltre l'impossibilità di percorrere questo tipo di politica e le sue implicazioni in termini di valore d'impresa; giova tuttavia sottolineare come il riconoscimento ad una componente della struttura finanziaria (il debito) di una caratteristica legata al valore delle attività (la deducibilità del suo costo) rappresenti un importante spunto di riflessione verso la strada per la definizione di una combinazione ottimale delle fonti di finanziamento.

In effetti la possibilità di ottimizzare il risparmio fiscale, considerando l'implicazione del costo del debito nel meccanismo di formazione del beneficio in questione, genera nuovamente forti perplessità in ordine all'irrelevanza della struttura finanziaria dell'impresa nella formazione del valore aziendale; tuttavia MM mantennero, in definitiva e nel corso degli anni successivi, pressoché inalterata la posizione assunta originariamente: se da un lato infatti ammettevano il vantaggio fiscale creato dal debito, dall'altro ne stigmatizzavano l'effetto in termini di incremento di valore in considerazione della presenza delle imposte personali degli investitori⁴¹.

Nel 1977 lo stesso Merton Miller⁴² si occupò dell'impatto delle imposte personali sulla convenienza all'indebitamento societario.

L'impossibilità di stabilire il livello ottimale di indebitamento per la singola impresa deriva proprio dalla considerazione della tassazione degli individui; poiché ogni azienda si rivolgerà ad investitori ideali per i suoi titoli, Miller conclude sostenendo nuovamente che il valore dell'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria.

In verità il sistema di prelievo fiscale degli individui (persone fisiche) si presenta come un sistema progressivo piuttosto che proporzionale (per evidenti ragioni di equità fiscale nel rispondere al generale principio della capacità contributiva) e risulta quindi essere, generalmente, piuttosto complesso. A ciò va aggiunto che il valore creato dalla detenzione di azioni viene di norma tassato in modo differente a seconda della modalità di percepimento da parte del soggetto che lo incassa (dividendo o capital gain); ne discende l'impossibilità di poter sintetizzare in un'unica aliquota l'incidenza del prelievo tributario personale del soggetto investitore.

⁴¹ Fin dagli anni successivi alla "correzione" di MM, moltissimi autori si occuparono degli effetti del vantaggio fiscale sul costo del capitale; tra gli altri si veda S.C. MYERS, *Taxes, Corporate Financial Policy and the return of Investors: Comment*, in *National Tax Journal*, vol. 20, n. 4, dicembre 1967 e sulla tematica dell'effetto combinato delle imposte a livello societario e personale in *The Search for Optimal Capital Structure*, in *The Revolution in corporate Finance*, edited by J.M. STERN-D.H. CHEW JR., Cambridge, Mass., Blackwell, 4^a ed., 2003; R.C. STAPLETON, *Taxes, The Cost of Capital and The theory of Investment*, in *The Economic Journal*, vol. 82, dicembre 1972; J. STIGLIZ, *Taxation, Corporate Financial Policy and The Cost of Capital*, in *Journal of Public Economics*, vol. 2, n. 1, febbraio 1973; H. DE ANGELO-R.W. MASULIS, *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*, in *Journal of Financial Economics*, n. 8, 1980, ed in tempi più recenti D. GIVOLY-C. HAYN-A.R. OFER-O. SARIG, *Taxes and Capital Structure: Evidence from Firms' Response to the Tax reform Act of 1986*, in *Review of Financial Studies*, n. 5, 1992; E.F. FAMA-K.R. FRENCH, *Taxes, Financing Decisions and Firm Value*, in *Journal of Finance*, n. 3, 1998.

⁴² M.H. MILLER, *Debt and Taxes*, in *Journal of Finance*, vol. 32, n. 2, maggio 1977, pp. 261-275.

Sotto questo profilo si concorda sull'intrinseca difficoltà di poter trarre delle considerazioni definitive ed univoche in merito agli effetti delle imposte personali sul rapporto tra struttura finanziaria e valore d'impresa.

Tuttavia possiamo rilevare come la minimizzazione del valore attuale di tutte le imposte che incidono sul reddito operativo prodotto dalle società porti all'incremento del capitale netto; in altre parole l'obiettivo dell'impresa è quello di fissare la sua struttura finanziaria in modo da massimizzare il reddito al netto delle imposte ed il valore delle attività⁴³.

Sulla base di queste premesse, si può affermare che esiste una forte relazione tra struttura finanziaria (qualora si adotti un'ideale combinazione tra azioni e obbligazioni) ed obiettivo di minimizzazione dell'insieme di imposte che gravano sul reddito operativo prodotto dall'impresa.

De Angelo e Masulis⁴⁴ sono tra gli autori che sostengono l'esistenza, per ogni impresa, di una scelta ottimale di indebitamento atta a massimizzarne il valore; anche se giova ricordare che, in sintonia con Miller, rilevano altresì situazioni in cui, prendendo in considerazione la tassazione a livello personale dei rendimenti da obbligazioni (che, soprattutto in Usa, tende ad annullare i vantaggi derivanti dalla deducibilità fiscale degli oneri finanziari a livello societario), le imposte risparmiate dalla società indebitata vengono di fatto a gravare sugli investitori: se l'aliquota di imposta è uguale per le persone fisiche e giuridiche, non vi sarà più alcun vantaggio fiscale del debito, in quanto non sarà possibile attenuare con l'indebitamento la quantità totale di imposte gravanti sul reddito operativo.

La misura effettiva del vantaggio fiscale del debito, sarà quindi data da:

$$T_i = 1 - \left[\frac{(1 - T_c)(1 - T_{pe})}{(1 - T_{pd})} \right].$$

Dove:

T_c = *corporate tax* (imposte societarie);

T_{pe} = *personal equity tax* (imposte personali sui redditi azionari);

T_{pd} = *personal debt tax* (imposte personali sui redditi finanziari);

T_i = vantaggio fiscale effettivo.

⁴³ Sull'opportunità di minimizzare, attraverso il c.d. *tax planning*, il carico fiscale dell'impresa e sulle relazioni di tale effetto incentivante sulla struttura finanziaria dell'impresa si rimanda al Capitolo 6.

⁴⁴ H. DE ANGELO-R.W. MASULIS, *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*, cit.

È un coefficiente integrato, nel senso che esprime l'incidenza del vantaggio fiscale del debito, tenendo conto non solo delle imposte a carico dell'azienda, ma anche di quelle gravanti sull'azionista/obbligazionista.

Se non ci fossero imposte personali sul reddito azionario ($T_{pe} = 0$), e l'aliquota di imposta gravante a livello personale sul rendimento obbligazionario T_{pd} coincidesse con T_C , il vantaggio fiscale integrato del debito, come rilevato da De Angelo e Masulis, sarebbe nullo.

Nel caso di assenza di tassazione a livello personale, verrebbe meno ogni integrazione tra imposte aziendali e personali, e il vantaggio fiscale integrato del debito corrisponderebbe a quello aziendale T_C .

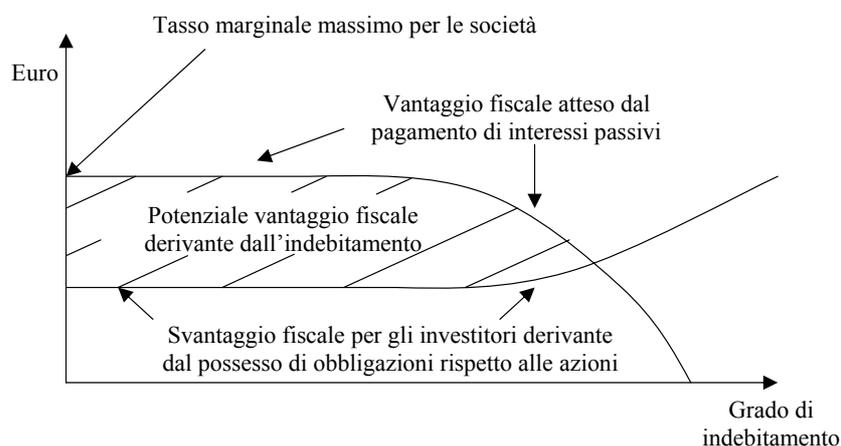
Se l'aliquota personale sul reddito azionario fosse pari all'aliquota personale sul reddito da interessi ($T_{pe} = T_{pd}$), il vantaggio fiscale integrato del debito sarebbe pari a $[1/(1 - T_C)]$.

Anche Stewart Myers, occupandosi dell'effetto combinato delle imposte a livello societario e a livello personale, evidenzia come, nel contesto statunitense, se a livello societario l'indebitamento è più conveniente dei mezzi propri per motivi fiscali, a livello personale, si può affermare il contrario. Ciò porterebbe ad individuare una sorta di svantaggio crescente che coloro che forniscono all'azienda il capitale subirebbero nell'ipotesi in cui decidessero di cedere le loro azioni per comprare obbligazioni⁴⁵.

L'effetto combinato dei due elementi tuttavia si traduce in un beneficio netto molto forte volto ad incrementare il leverage della società quando la società è interamente finanziata con il capitale proprio.

La Figura 1.6 evidenzia un'area di potenziale vantaggio fiscale derivante dall'indebitamento che, all'aumentare di tale politica, tenderebbe a ridursi fino al completo annullamento; il problema tuttavia è stabilire quando la curva incomincia a scendere in modo deciso.

⁴⁵ Le digressioni sviluppate sulla quantificazione del vantaggio fiscale derivante dalla politica di indebitamento societaria sono fondate sul meccanismo di prelievo fiscale statunitense che prevede una tassazione in capo all'impresa degli utili conseguiti ed una seconda forma di prelievo per la persona fisica che riceve la distribuzione dell'utile sotto forma di dividendo (tale imposta personale coincide con quella che viene applicata ai rendimenti obbligazionari) ovvero sotto forma di *capital gain* (in questo caso il prelievo può risultare inferiore); giova tuttavia ricordare l'inesistenza del meccanismo del credito d'imposta; nel prosieguo della trattazione andremo ad analizzare la situazione specifica dell'impresa italiana che presenta, sotto questo punto di vista, uno scenario di riferimento assolutamente unico e piuttosto complesso nella sua articolazione normativa; di particolare importanza, ai fini di uno sviluppo concettuale del tasso di prelievo fiscale quale effetto incentivante della struttura finanziaria orientata alla creazione di valore, risulterà l'evidenza dell'attuale processo di riforma fiscale in atto nel nostro paese.

Figura 1.6. – Il vantaggio fiscale derivante da una politica di indebitamento

Fonte: S.C. MYERS, *The search for optimal structure*, in J.M. STERN-D.H. CHEW JR., *The revolution in corporate finance*, Blackwell, Massachusetts, 1992, p. 139.

Nonostante l'area individuata contribuisca ad eliminare ogni sorta di ragionevole dubbio sull'esistenza del vantaggio fiscale e sulla correlazione con la struttura finanziaria dell'impresa, il modello non traduce indicazioni operative; Myers individua una serie di situazioni in cui si potrebbero trovare le società a seconda della loro relazione fra il tasso fiscale pagato e il vantaggio dell'indebitamento: ad un estremo si collocano le imprese che scontano un'aliquota ordinaria (cioè piena) in ragione di un reddito imponibile positivo; all'estremo opposto si collocano le imprese in perdita fiscale ovvero protette da altre forme di scudo fiscale (ammortamenti anticipati, altri oneri deducibili, ecc.) o comunque non aventi capacità di assorbimento a livello di base imponibile per poter godere del beneficio legato agli interessi finanziari del debito.

Tra questi due estremi sono individuabili le imprese che non utilizzano subito il vantaggio fiscale generato (in ragione della possibilità di rinviare al futuro tale beneficio) ma ne usufruiranno nel momento in cui conseguiranno gli utili.

Myers colloca, all'interno della Figura 1.7, anche le teorie precedentemente esaminate e formulate da MM, dallo stesso Miller e da quegli autori (De Angelo-Masulis per esempio) che riconoscono il vantaggio ma individuano anche situazioni di un suo annullamento.

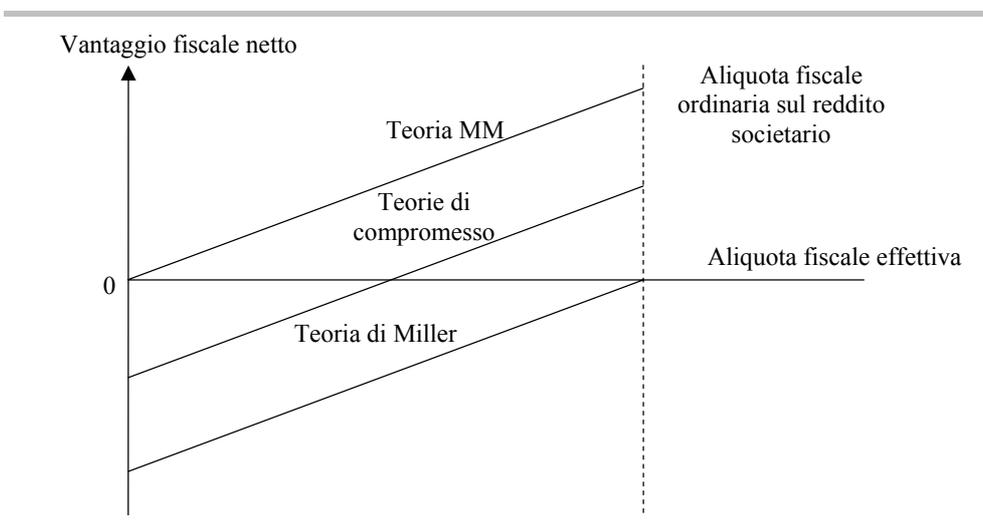
Secondo Modigliani e Miller, il vantaggio fiscale è massimo e pari all'aliquota di imposta stessa per coloro che pagano la tassazione piena: si riduce nel caso di

imposizione fiscale inferiore al massimo fino a divenire zero per gli operatori che non possono usufruire del beneficio fiscale⁴⁶.

Secondo De Angelo e Masulis⁴⁷, ogni azienda, in relazione alla sua condizione fiscale, ha una propria scelta ottimale di indebitamento atta a massimizzare il valore e, nel caso in cui imposte societarie e personali vengano a coincidere, le seconde annullerebbero il vantaggio creato in capo al soggetto che versa le prime.

Secondo Miller⁴⁸ è impossibile stabilire un livello ottimale; ogni impresa, agendo in modo differente, si rivolgerà ad una platea ideale di investitori; il valore creato rimane indifferente dalla struttura finanziaria adottata⁴⁹.

Figura 1.7. – *Vantaggio fiscale netto dell'indebitamento societario*



Fonte: S.C. MYERS, *The capital structure puzzle*, in J.M. STERN-D.H. CHEW JR., *The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell, Massachusetts, 1992, p. 148.

⁴⁶ F. MODIGLIANI-M.H. MILLER, *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, cit.

⁴⁷ H. DE ANGELO-D. MASULIS, *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*, cit.

⁴⁸ M.H. MILLER, *Debt and Taxes*, cit.

⁴⁹ Le posizioni di Miller e De Angelo-Masulis saranno riprese nei paragrafi successivi con riferimento alla teoria del *trade-off* che può considerarsi un'evoluzione, a tappe successive, della teoria classica dell'irrelevanza della struttura finanziaria di MM.

1.3.4. Rischio di dissesto, costi d'agenzia e valore d'impresa

*I costi di dissesto*⁵⁰

L'eliminazione dell'ipotesi di assenza di imposte all'interno del mercato perfetto di MM ha identificato un beneficio connesso al debito, rappresentato dal vantaggio fiscale. Occorre dunque ampliare tale asserzione introducendo il costo corrispondente alla politica di espansione del debito, rappresentato dal rischio di dissesto.

Il dissesto si manifesta quando l'impresa si dimostra incapace di mantenere fede alle promesse fatte ai creditori; un elevato livello di indebitamento comporta il rischio di non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari aziendali.

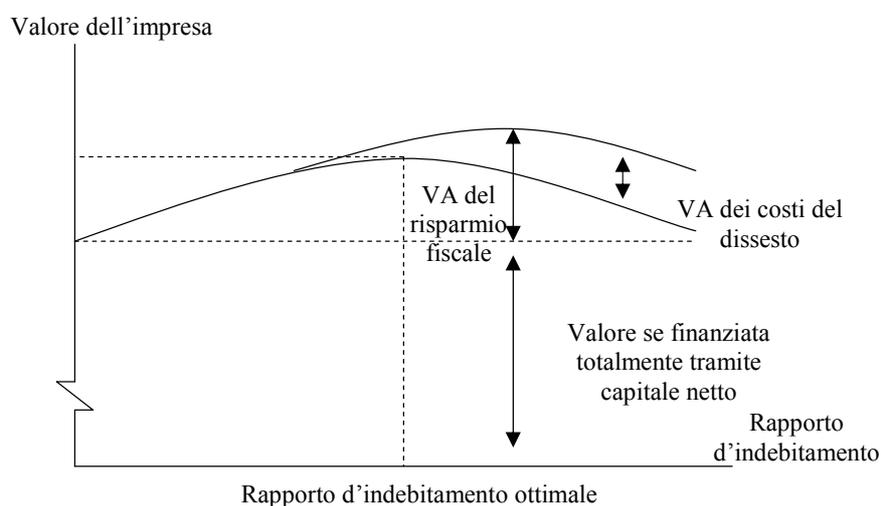
In tale situazione emergono le caratteristiche dei differenti portatori di capitale: mentre gli azionisti non possono esigere né il pagamento di una remunerazione del capitale investito, né il suo rimborso, i creditori dell'impresa possono, invece, reclamare il pagamento del loro credito invocando la loro tutela giuridica.

Si dice che il rischio di dissesto sia un costo, per il fatto che gli investitori, se consapevoli delle difficoltà finanziarie in cui versa l'impresa, se ne preoccupano, e questo, inevitabilmente, si riflette sul valore dell'impresa, che sarà dato da:

$$\text{Valore dell'impresa} = \text{Valore dell'impresa se finanziata totalmente tramite capitale netto} + \text{VA del beneficio fiscale} - \text{VA del rischio di dissesto}$$

Tale considerazione introduce un concetto di struttura finanziaria che, determinata sulla base del *trade-off* fra i risparmi fiscali e i costi del dissesto, come mostra la Figura 1.8, identifica un rapporto di indebitamento che potremmo definire ottimale (con riferimento quindi alla massimizzazione del valore dell'impresa, del vantaggio fiscale e alla minimizzazione del costo di dissesto).

⁵⁰ R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 491.

Figura 1.8. – Risparmio fiscale, costi di dissesto e valore dell'impresa

Fonte: R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 491.

Inizialmente il valore attuale del risparmio fiscale aumenta con l'aumentare dell'indebitamento della società. 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. 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. Contemporaneamente il vantaggio fiscale comincia a ridursi fino ad arrivare ad annullarsi. L'ottimo teorico si ha quando il valore attuale dei risparmi fiscali dovuti ad un maggior indebitamento viene compensato dall'incremento del valore attuale dei costi legati al dissesto.

Il rischio legato alla probabilità che l'impresa diventi insolvente è stato quantificato in un costo (*bankruptcy cost*) scomponibile in due differenti componenti: i costi diretti e i costi indiretti⁵¹.

I costi diretti rappresentano i costi legali e amministrativi relativi al processo di ristrutturazione o liquidazione. L'evidenza empirica (come si vedrà meglio in seguito nella trattazione della teoria del *trade-off*) ha messo in luce un'incidenza minima di tali oneri sul valore dell'azienda.

⁵¹ Si veda S.A. ROSS-R.W. WESTERFIELD-J.F. JAFFE, *Finanza Aziendale*, cit., p. 553 ss.

I *costi indiretti* contengono elementi di maggiore difficoltà in ordine alla loro identificazione e, soprattutto, alla loro quantificazione. A titolo esemplificativo possiamo ricordare alcune delle componenti quali i problemi relazionali, organizzativi e gestionali; la perdita di credibilità nei confronti delle controparti esterne all'impresa (clienti), che possono dubitare della continuità aziendale spostandosi verso altre imprese, i fornitori, che possono richiedere modifiche nei termini della concessione del credito, i finanziatori, che alla luce di un rischio crescente, possono richiedere un maggior costo del capitale di debito o addirittura il rientro immediato del capitale stesso (revoca del finanziamento), i dipendenti, che possono cercare un altro impiego associando al rischio di dissesto la perdita di quello attuale.

Infine, lo stesso organo di governo dell'impresa è costretto ad intensificare le relazioni nei confronti delle controparti esterne per consentire il normale svolgimento dell'attività e la sopravvivenza dell'impresa⁵².

Inoltre, quando un'impresa è in difficoltà non è facile reperire i crediti di natura finanziaria, poiché i finanziatori diventano più esigenti e impongono le relative garanzie. Quest'ultime appesantiscono ulteriormente la gestione e riducono le probabilità di cogliere opportunità favorevoli.

I costi diretti, a differenza di quelli indiretti, si manifestano quando il dissesto è già in atto.

I costi indiretti si manifestano quando si avverte l'imminente manifestazione del rischio di una crisi; naturalmente le caratteristiche e le manifestazioni di tali situazioni variano considerevolmente da impresa a impresa, con riferimento all'attività, al ciclo di vita ed alla percentuale di recupero dell'immagine che può essere condizione irrinunciabile per la prosecuzione dell'attività stessa.

I costi di agenzia

Un ulteriore fattore di complicazione da introdurre al fine di poter sviluppare l'analisi delle teorie generate dopo MM, è rappresentato dalla considerazione che, nella maggior parte delle realtà aziendali, l'organo di governo (i managers) che detiene il controllo dell'impresa può non coincidere con la proprietà (gli azionisti) e tale situazione di separazione determinerebbe decisioni e comportamenti contrastanti con il soddisfacimento degli interessi dei fornitori del capitale di rischio.

La progressiva sensibilità verso questo conflitto d'interessi ha determinato la formazione di un vero e proprio filone dottrinale, definito "manageriale" che

⁵² Va da sé che la mancanza di fondi disponibili per lo sviluppo dell'attività aziendale metterebbe l'organo di governo nella posizione di dover rinunciare alla realizzazione di progetti a VAN positivo rischiando di compromettere la dinamica evolutiva dell'impresa.

individuerebbe nei costi d'agenzia (*agency costs*)⁵³ 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.

Per eliminare i costi d'agenzia si potrebbe ipotizzare una situazione limite (paragonabile all'indebitamento totale suggerito paradossalmente dalla teoria di MM per la massimizzazione del vantaggio fiscale) in cui l'impresa è governata da un unico azionista-manager; nelle situazioni reali, tuttavia, è ricercabile una struttura finanziaria che minimizzi tali costi attraverso una combinazione ottimale delle fonti di finanziamento.

L'indebitamento, infatti, genera costi di agenzia, ma di diverso tipo rispetto alla raccolta di capitale proprio: tanto minore è la quota di capitale che l'imprenditore detiene, tanto maggiore è il suo incentivo a compiere scelte a rischio più alto.

In presenza di progetti di investimento convenienti, il manager-azionista seguirebbe una sorta di ordine di scelta nell'utilizzo delle fonti di finanziamento simile a quella utilizzata dall'imprenditore individuale: egli infatti impiegherà prima di tutto le sue risorse, poi si indebiterà, e solo dopo aver esaurito queste possibilità cercherà ulteriore capitale di rischio.

La successiva evoluzione teorica riferita alle teorie comportamentali ha sviluppato una copiosa serie di soluzioni (o presunte tali) al problema dei costi d'agenzia; l'elemento unificatore di tali proposte sta nel tentativo di ricondurre ad uno stesso piano gli interessi, talvolta contrapposti, di manager e azionisti; in tal modo infatti si innescherebbe un circolo virtuoso che, nel lungo termine, incrementerebbe il valore azionario dell'impresa a vantaggio della proprietà ma anche dell'organo di governo e, in definitiva, anche di tutti gli altri portatori di interesse verso l'impresa (*stakeholders*)⁵⁴.

La nascita e lo sviluppo di incentivi quali le *stock-options*, nella loro previsione teorica iniziale, furono motivate dall'obiettivo di allineare i contrapposti, in taluni casi, interessi di manager e azionisti.

Nel nostro paese gli effetti talora distorsivi della legislazione fiscale, hanno determinato un utilizzo dissonante del meccanismo incentivante in questione,

⁵³ Si veda in tal senso 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. 305 ss.

⁵⁴ Tali concetti, che verranno ripresi per una più completa trattazione con riferimento al tema della creazione di valore e delle scelte di struttura finanziaria, rappresentano l'identità teorica del c.d. sistema incentivante EVA (*Economic Value Added*) contenuto in G. BENNET STEWART III, *The Quest for Value: the EVA in Management Guide*, Harper Collins Publisher Inc., 1991 (trad. it., *La ricerca del valore*, Egea, Milano, 1998).

spingendo il legislatore ad introdurre meccanismi di correzione che, di fatto, ne hanno disincentivato l'utilizzo.

Anche nel resto dei mercati, tuttavia, l'inversione di tendenza, per altre ragioni, si è manifestata, ridimensionando considerevolmente il fenomeno delle *stock-options*.

CAPITOLO 2

Le teorie sulla struttura finanziaria

SOMMARIO: 2.1. Premessa. – 2.2. La teoria del *trade-off*. – 2.2.1. Il modello di Miller. – 2.2.2. Il modello De Angelo-Masulis. – 2.2.3. *Bankruptcy costs* ed evidenza empirica. – 2.2.4. Il modello Fisher-Heinkel-Zechner. – 2.3. La teoria dell'ordine di scelta. – 2.3.1. La teoria manageriale. – 2.3.2. La teoria delle asimmetrie informative. – 2.3.3. La teoria dei segnali. – 2.4. La teoria dell'agenzia. – 2.4.1. Il modello di Jensen e Meckling. – 2.4.2. La teoria dei costi transazionali.

2.1. Premessa

L'evoluzione delle proposizioni elaborate da Modigliani e Miller e la progressiva eliminazione delle ipotesi legate all'esistenza di un mercato perfetto porta numerosi studiosi a riconoscere l'importanza della politica del debito e l'esistenza di una struttura finanziaria strettamente legata al valore dell'impresa.

La finanza aziendale non ha prodotto, fino ad oggi, un modello di struttura finanziaria ottimale universalmente riconosciuto come tale e, soprattutto, empiricamente rilevante; ciò, in gran parte, è dovuto all'impossibilità di racchiudere le molteplici determinanti della struttura finanziaria all'interno di un unico modello di ottimizzazione.

Il riconoscimento dei benefici e dei costi del debito, tuttavia, congiuntamente alla verifica empirica delle scelte in tema di struttura finanziaria correlate ad un preciso ordine di preferenza nell'utilizzo delle fonti di finanziamento, ed all'individuazione di costi di agenzia o transazione che l'azienda sostiene per effetto della separazione tra proprietà e controllo dell'impresa, ha determinato, nel corso degli anni successivi alle proposizioni di MM, lo sviluppo di una serie di teorie sulla struttura finanziaria che hanno come minimo comune denominatore la rilevanza della combinazione delle fonti di finanziamento verso il valore dell'impresa.

Scopo del presente capitolo è quello di analizzare tali teorie, e di verificarne l'applicabilità e la rilevanza attraverso le successive evidenze empiriche che hanno caratterizzato le relative determinanti¹.

2.2. La teoria del *trade-off*

La teoria del *trade-off* può considerarsi l'evoluzione più diretta della teoria classica dell'irrelevanza della struttura finanziaria di Modigliani e Miller.

Assegnando al debito i benefici ed i costi che gli sono correlati, si determina un *trade-off* di vantaggi e svantaggi che possono determinare, in concreto, una maggiore (minore) convenienza ad incrementare (diminuire) il livello di indebitamento ovvero del capitale netto dell'impresa.

Se la politica finanziaria comporta un *trade-off* costi-benefici, si può sostenere che i benefici marginali saranno annullati dai costi marginali solo in casi eccezionali (e non sempre come sostenuto da MM); nella maggior parte dei casi i benefici marginali saranno superiori ai costi marginali (nel qual caso l'indebitamento aumenterà il valore dell'impresa) oppure inferiori (ed allora sarà il capitale netto la fonte più appropriata al finanziamento dell'impresa); va da sé che una siffatta impostazione teorizzi l'esistenza di una combinazione ottimale delle fonti della struttura finanziaria, certamente variabile da impresa a impresa in relazione alle differenti caratteristiche assunte dal rischio connesso alle attività svolte, tramite la quale è possibile massimizzare il valore dell'impresa².

Come noto (e già accettato anche da MM) in presenza di imposte societarie e di deducibilità fiscale degli interessi passivi, il valore di mercato dell'impresa può crescere all'aumentare dell'indebitamento privo di rischio.

Ma la penalizzazione fiscale, a livello personale, dei redditi provenienti da rapporti di credito rispetto ai redditi provenienti dal possesso di quote di capitale delle imprese, comporta uno svantaggio fiscale del debito che tende a compensare il primo vantaggio.

¹ Un quadro sistematico e aggiornato degli ultimi sviluppi, teorici ed empirici, sulla scelta della struttura finanziaria è contenuto nel volume di D. VENANZI, *La scelta della struttura finanziaria, teoria ed evidenza pratica*, cit., che rappresenta un primo risultato del programma interuniversitario (Università di Bologna, Macerata e Siena) di ricerca di rilevante interesse nazionale *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, di cui l'autrice è coordinatore nazionale; le pagine che seguono fanno riferimento, nel loro adattamento al contesto del presente lavoro, alla sistematizzazione proposta dall'autrice.

² In tal senso A. DAMODARAN, *Applied Corporate Finance: A User's Manual*, cit., p. 314 ss.

La teoria in oggetto afferma l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale, per la singola impresa, corrispondente al livello di indebitamento che ne massimizza il valore, ottimizzando il *trade-off* tra vantaggio fiscale del debito e valore attuale dei costi di fallimento.

La presenza dei costi di fallimento rappresenta uno svantaggio 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 poter comprendere meglio tale teoria, si analizzeranno queste due variabili chiave del *trade-off*. Per la determinante fiscale, si presenteranno le evoluzioni teoriche che hanno verificato l'esistenza e l'entità dell'impatto della variabile sulle scelte di struttura finanziaria. Per i costi di fallimento, si prenderà in esame la loro definizione, la loro quantificazione e la loro rilevanza.

2.2.1. Il modello di Miller

Al fine di comprendere il ruolo della determinante fiscale nella teoria del *trade-off*, giova ripercorrere il cammino tracciato, nel 1977, da Merton Miller³, il quale, in realtà, assunse un atteggiamento di critica⁴, che si proponeva di ridefinire il ruolo della variabile fiscale, quale determinante nelle scelte di struttura finanziaria d'impresa; ciò che rileva ai fini del presente lavoro è l'analisi della dimostrazione formale.

Miller dimostra che, in equilibrio, in presenza di imposte personali le scelte di struttura finanziaria sono irrilevanti per il valore d'impresa; l'esistenza di un valore di indebitamento ottimale a livello aggregato non presuppone lo stesso a livello di singola impresa.

Ipotizzando un'aliquota fiscale personale sui redditi dei fornitori di credito T_{PD} , un'aliquota personale sui redditi dei possessori di azioni T_{PE} e un'aliquota societaria T_C , il ritorno netto annuo del possessore di azioni dell'impresa indebitata (αS_L) è

$$\alpha(X - rD)(1 - T_C)(1 - T_{PE})$$

³ M.H. MILLER, *Debt and Taxes*, cit.

⁴ Il lavoro trae origine dalle ulteriori riflessioni dell'autore in merito al ruolo della variabile fiscale rispetto a quanto già esplicitato e riconosciuto nel celebre contributo scritto con Modigliani nel 1963, nel quale il vantaggio derivante dall'indebitamento rifletteva l'analisi delle imposte societarie; in presenza delle imposte personali l'autore giunge ad ampliare le conclusioni, rafforzando il tema dell'irrelevanza della struttura finanziaria, in ragione dell'irrelevanza empirica della determinante in oggetto.

dove:

X è il risultato operativo lordo;

D è l'ammontare del debito;

r è il relativo tasso di interesse.

Lo stesso ritorno annuo può essere ottenuto da un possessore di azioni della stessa impresa ma non indebitata (αS_U) che si indebita a livello personale per

$$\frac{[\alpha D(1-T_C)(1-T_{PE})]}{(1-T_{PD})}$$

Il ritorno sarebbe:

$$\begin{aligned} & \frac{\alpha X(1-T_C)(1-T_{PE}) - (1-T_{PD}) \times r \times [\alpha D(1-T_C)(1-T_{PE})]}{(1-T_{PD})} = \\ & = \alpha(X - rD)(1-T_C)(1-T_{PE}) \end{aligned}$$

il valore dell'investimento, nei due casi, risulta essere la differenza tra il valore dell'impresa ed il debito contratto; per l'azionista dell'impresa indebitata, è pari a $\alpha S_L = \alpha(V_L - B_L)$, dove B_L rappresenta il valore di mercato del debito dato dal rapporto tra $[r(1-T_{PD})D]$ ed il relativo costo di opportunità del capitale r^* ; per l'azionista dell'impresa non indebitata e che si è indebitato a livello personale, è pari a $\alpha\{V_U - B_L[(1-T_C)(1-T_{PE})]/(1-T_{PD})\}$ ⁵.

Possiamo a questo punto evidenziare il vantaggio dell'azionista dell'impresa indebitata (G_L) che sarà pari a

$$G_L = \alpha B_L \left\{ \frac{1 - [(1-T_C)(1-T_{PE})]}{(1-T_{PD})} \right\}$$

Se l'imposta gravante sulle azioni è inferiore di quella riferita agli interessi del debito ($T_{PE} < T_{PD}$), allora il vantaggio fiscale è minore di $T_C B_L$ (che è il vantaggio fiscale supposto prima della prima proposizione di Modigliani e Miller). Il vantaggio, per certi valori di T_{PE} , T_C , T_{PD} , può essere addirittura negativo. L'investitore, allora, procederà per arbitraggi fino ad arrivare ad una situazione di equilibrio in cui

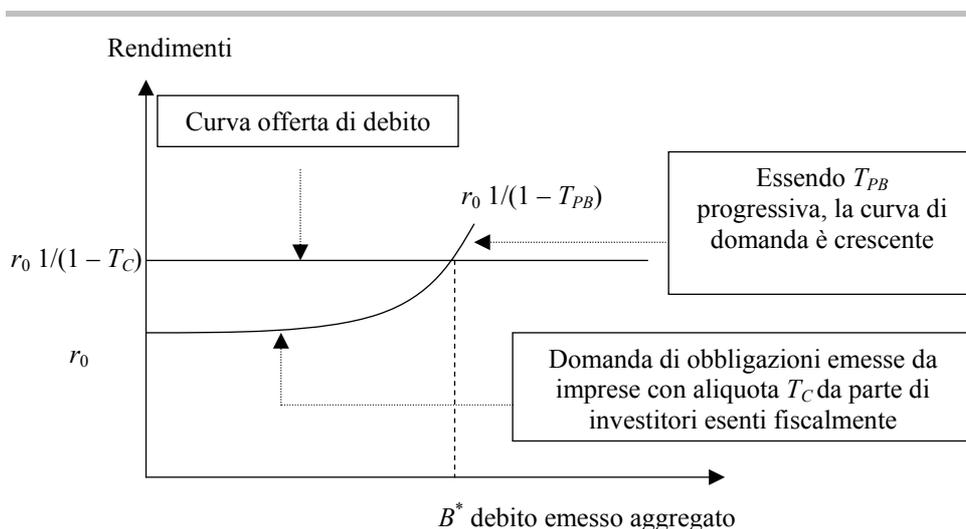
⁵ Si nota che l'ipotesi di deducibilità degli oneri finanziari dalle imposte personali, a cui si deve il vantaggio fiscale dell'indebitamento, supposta nella formulazione originaria di Miller, non è indispensabile alla derivazione del modello; infatti, rimuovendo l'ipotesi di indebitamento dell'impresa, l'azionista dell'impresa non indebitata potrebbe farlo a livello personale, non variando comunque il valore di mercato del suo investimento. È da sottolineare come, nella formulazione originaria Miller supponga le imposizioni proporzionali (sia a livello societario che personale) e presupponga una capacità di indebitamento illimitata ed alle medesime condizioni per tutti gli individui.

$$(1 - T_{PB}) = (1 - T_C)(1 - T_{PE})$$

che corrisponde alla situazione in cui un soggetto è totalmente indifferente al possesso di azioni dell'impresa indebitata o al possesso di azioni di un'impresa non indebitata con aggiunta di indebitamento a livello personale.

Verifichiamo ora come ottenere un valore di indebitamento ottimale (a livello aggregato): si consideri T_{PE} nulla⁶, l'emissione di obbligazioni prive di rischio con un tasso di rendimento r sottoposto ad un'aliquota personale progressiva sui redditi personali pari a T_{PD} ⁷, le obbligazioni esenti con un tasso privo di rischio r_0 e l'impossibilità di arbitraggio fiscale diretto⁸; la situazione che si presenta è la seguente:

Figura 2.1. – *L'indebitamento ottimale a livello aggregato*



Fonte: D. VENANZI, *La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica*, cit., p. 15.

⁶ Si tratta di un'ipotesi piuttosto verosimile e, nel futuro prossimo, quasi rispondente alla situazione fiscale del nostro paese che ne prevede un valore positivo solo con riferimento ad una percentuale residuale.

⁷ La previsione di un'aliquota personale progressiva risulta aderente alla realtà in quanto può assumere valori superiori o inferiori all'aliquota societaria; nel nostro paese tuttavia tali redditi finanziari sono tassati attraverso imposte sostitutive che variano dal 12,5% ed il 27%.

⁸ Tale ipotesi presuppone l'impossibilità di indebitamento personale e dell'investimento in obbligazioni esenti o vendita di azioni allo scoperto.

Se le imprese vogliono offrire $B > B^*$, il tasso di interesse deve essere: $r > r_0[1/(1 - T_C)]$ e tale situazione spingerebbe le imprese a non indebitarsi.

Se $B < B^*$, il tasso di interesse di equilibrio è minore di $r_0[1/(1 - T_C)]$, spingendo le imprese non indebitate a indebitarsi.

Esiste dunque un indebitamento ottimale a livello aggregato, ma non a livello di singola impresa. Miller dimostra che, nell'ipotesi di T_C costante, T_{PE} nulla e T_{PD} variabile per scaglioni di reddito, in equilibrio si ha uguaglianza tra T_C e T_{PD} personale dell'investitore; quindi le variazioni della struttura del capitale, a livello di singola impresa, non ne modificano il valore perché il vantaggio fiscale a livello di impresa e lo svantaggio fiscale del singolo investitore connessi al debito si annullano reciprocamente.

Se, viceversa, si ipotizza che T_C sia variabile per le singole imprese, anche in equilibrio esiste per la singola impresa una struttura finanziaria ottimale, che ne massimizza il valore economico.

Giova infine sottolineare un'ulteriore e significativa conclusione del modello di Miller conosciuta come effetto clientela⁹.

L'indifferenza della struttura finanziaria e l'adattabilità dell'investitore al rischio sono sintetizzabili come:

$$r \left[\frac{1}{(1 - T_C)} \right] = r_0;$$

$$S_U = S_L + B_L.$$

L'investitore può ottenere la stessa distribuzione probabilistica dei ritorni attraverso strategie alternative di investimento in titoli rischiosi sostituendo l'indebitamento *corporate* con l'indebitamento a livello personale: il confronto tra aliquota marginale di imposte personali dello scaglione di appartenenza e aliquota marginale di imposte societarie suggerirà la strategia migliore.

A parità di flussi di cassa annui dopo le imposte, l'essere azionista di una quota di un'impresa indebitata comporterà un vantaggio in termini di investimento rispetto all'azionista della stessa quota di un'impresa non indebitata, generando quindi un valore di G_L positivo con $T_{PD} < T_C$ (nell'ipotesi in cui T_{PE} è nulla).

⁹ Ci si riferisce all'esistenza di un effetto di specializzazione dell'impresa nei confronti dei propri azionisti, definito e verificato empiricamente da studi successivi. Secondo tale principio le azioni di imprese con elevati rapporti di leva risultano essere detenute da investitori con aliquote di imposta personali basse, mentre le azioni di imprese con ridotti rapporti di leva risultano essere detenute da investitori con aliquote di imposta personali alte.

Sarebbe dimostrato quindi che investitori in scaglioni di reddito con aliquote marginali inferiori preferiranno detenere azioni di imprese indebitate. La verifica empirica dell'effetto clientela viene considerata verifica indiretta della teoria di Miller, che lo presuppone¹⁰.

2.2.2. Il modello De Angelo-Masulis

De Angelo e Masulis¹¹ dimostrano l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale per la singola impresa, inserendo, nella formulazione di Miller, l'ipotesi di esistenza di scudi fiscali diversi dal debito¹².

L'effetto di tale previsione implica una riduzione della capacità di assorbimento del vantaggio potenziale generato da una politica di indebitamento.

In presenza di altri scudi fiscali l'aliquota fiscale degli oneri deducibili connessi al debito, pari a T_C , risulterà effettivamente tale solo in corrispondenza di un livello di debito molto limitato, a cui corrisponde una probabilità nulla che l'utile atteso sia minore del livello minimo necessario a godere interamente degli scudi fiscali disponibili a livello societario.

Per livelli successivi di indebitamento, l'aliquota effettiva T_C^* diminuisce e varia tra imprese, determinando per ciascuna il livello di indebitamento ottimale¹³.

¹⁰ I risultati delle verifiche empiriche condotte da KIM-LEWELLEN-MC COLLEN, *Financial leverage Clienteles Theory and Evidence*, in *Journal of Financial Economics*, n. 7, 1979, e HARRIS-ROENFELDT-COOLEY, *Evidences of Financial Leverage Clienteles*, in *Journal of Finance*, n. 4, 1983, evidenziano l'esistenza di una distribuzione bimodale del rapporto di indebitamento e gli azionisti dei due gruppi di imprese presentano differenze di aliquote fiscali marginali coerenti con quanto supposto dell'effetto clientela.

¹¹ H. DE ANGELO-R.W. MASULIS, *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*, in *Journal of Financial Economics*, n. 8, 1980.

¹² La teoria si colloca, secondo la classificazione di S. Myers, nel gruppo delle c.d. teorie del compromesso; vedi anche p. 57 del presente lavoro; con riferimento all'esistenza di scudi fiscali differenti dal debito De Angelo e Masulis si riferiscono alla possibilità, molto verosimile, che l'impresa possa beneficiare, congiuntamente alla deducibilità degli oneri finanziari, anche dello stanziamento, per esempio, di ammortamenti anticipati, ovvero di altri benefici fiscali connessi alle caratteristiche della propria attività od agli investimenti effettuati; in tale situazione gli autori identificano la possibilità che il vantaggio fiscale generato dall'indebitamento sia variabile da impresa a impresa (assunto del tutto condivisibile), possa assumere valori più o meno elevati a seconda della capacità di assorbimento e contribuisca quindi ad individuare una struttura finanziaria ottimale differente per ogni impresa.

¹³ Per comprendere quanto l'ipotesi sia aderente alla realtà empirica si pensi al c.d. dualismo fiscale (introdotto nel nostro paese nel 1997 ed ora in fase di progressiva eliminazione) che, nel-

Tralasciando i complessi passaggi matematici della dimostrazione si forniscono le ipotesi e le variabili del modello.

1. $t = 0$ è il tempo in cui si prendono le decisioni;
2. $t = 1$ è il tempo in cui si verificano gli eventi;
3. nessuna distinzione tra pagamenti ai fornitori di capitale di debito a titolo di interessi o per rimborsi in conto capitale (B_j per l'impresa j);
4. neutralità al rischio dell'investitore;
5. aliquota fiscale societaria T_C costante e uguale tra imprese;
6. le aliquote fiscali personali differiscono per tipologia di investitore e per tipo di reddito prodotto. Per il singolo investitore, l'aliquota fiscale sui redditi da azioni è più favorevole di quella sui redditi da interessi. Si suppone che l'investitore possa trovarsi in uno dei seguenti scaglioni fiscali (equivalente a situazioni di bassa, media ed alta aliquota fiscale personale):

$$(1 - T_{PD}^i) > (1 - T_{PE}^i)(1 - T_C)$$

$$(1 - T_{PD}^i) = (1 - T_{PE}^i)(1 - T_C)$$

$$(1 - T_{PD}^i) < (1 - T_{PE}^i)(1 - T_C)$$

7. esistenza di scudi fiscali diversi dal debito, A_j ;
8. *cash flow* atteso X_j può assumere i seguenti valori critici:

$$X_j^{S1} = B_j$$

$$X_j^{S2} = B_j + A_j.$$

Ne deriva che:

- per valori di $X_j < X_j^{S1}$ l'impresa fallisce, il suo flusso di cassa, inferiore al debito da rimborsare, viene distribuito ai creditori in via residuale; le imposte sono nulle e non si usufruisce degli scudi fiscali;
- per valori compresi tra X_j^{S1} e X_j^{S2} , l'impresa è solvibile ma utilizza solo in parte gli scudi fiscali disponibili;
- per valori di $X_j > X_j^{S2}$, l'impresa paga imposte e utilizza interamente gli scudi fiscali disponibili¹⁴.

l'ottica di incentivare la ricapitalizzazione delle imprese italiane, ha sancito la variabilità (seppur entro un range prestabilito) dell'aliquota di imposta societaria T_c .

¹⁴ Critiche ed approfondimenti al modello sono contenute, in particolare, in J. ZECHNER SWOBODA, *The critical implicit tax rate and Capital Structure*, in *Journal of Banking & Finance*, n. 10, 1986, e in R.M. DAMMON-L.W. SENBET, *The effect of taxes and depreciation on Corporate Investment and Financial Leverage*, in *Journal of Finance*, n. 2, 1988.

2.2.3. *Bankruptcy costs* ed evidenza empirica

Il problema fondamentale dell'indebitamento è rappresentato dall'aumento del costo atteso del fallimento che ne consegue.

La presenza di tale costo rappresenta, nella teoria del *trade-off*, uno svantaggio 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.

Tale probabilità varia da impresa a impresa ed è funzione sia del rischio operativo che del rischio finanziario; oltre che delle caratteristiche specifiche dell'impresa e dei business di appartenenza.

La probabilità di fallimento identifica una situazione in cui i flussi di cassa generati dall'impresa non sono sufficienti a soddisfare tutti gli obblighi connessi al debito; anche se il mancato pagamento di una quota di capitale o di interessi ad una determinata scadenza non implica necessariamente la decozione dell'impresa, il segnale di inadempienza che ne deriva, tuttavia, porta con sé una serie di costi che la dottrina suddivide in diretti e indiretti.

La definizione di costi diretti è univoca, poiché sono identificabili nei costi amministrativi e legali della procedura fallimentare, e la loro manifestazione è dunque legata al verificarsi vero e proprio del fallimento; più incerta la definizione dei costi indiretti.

Generalmente sono legati alla percezione dell'ambiente esterno di un crescente rischio di dissesto; tutti gli *stakeholders* possono contribuire alla creazione di costi indiretti; i clienti dell'impresa possono cessare di acquistare per timore di non avere servizi post vendita¹⁵; i fornitori richiedere termini di pagamento più onerosi; gli investitori non accettare il maggior rischio determinando il *capital rationing* e la perdita di validi investimenti.

Una definizione più ampia di questi costi, legata alle decisioni sub-ottimali di investimento in presenza di debito rischioso, include i così detti costi di *underinvestment* e costi di *overinvestment*; i primi sono i costi che deriverebbero dalla mancata realizzazione di progetti con VAN positivo, i secondi sono i costi che deriverebbero dalla realizzazione di progetti con VAN negativo¹⁶.

¹⁵ 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.

¹⁶ Si veda in particolare la dimostrazione fornita da S.C. MYERS, *Determinants of Corporate Borrowing*, in *Journal of Financial Economics*, n. 5, 1977.

In termini formali, la realizzazione di un progetto di investimento al tempo t (di valore iniziale I_t), finanziato con capitale proprio ΔE ed in condizioni di sub-ottimalità decisionale, potrà essere conveniente per l'impresa ovvero per gli azionisti o per i creditori a seconda che:

$$\frac{dV_t}{dI_t} > 1, \text{ con } V_t = V_{E,t} + V_{D,t}, \text{ (valori, al tempo } t, \text{ dell'impresa, del capitale proprio e del debito), ovvero } \frac{dV_{E,t}}{dI_t} > 1, \text{ ovvero } \frac{dV_{E,t}}{dI} = \frac{dV_t}{dI_t} - \frac{dV_{D,t}}{dI_t}$$

se $Z_t = \frac{dV_t}{dI_t} - \frac{dV_{E,t}}{dI_t} > 0$.

Nel caso in cui l'investimento presenti caratteristiche di rischio elevate ci si può trovare in situazioni in cui il trasferimento di ricchezza avverrebbe verso gli azionisti ed a danno dei creditori; ciò spiegherebbe i costi di overinvestment ed il minore impatto del debito rischioso sul valore del capitale proprio per imprese che presentano opportunità di investimento future più rischiose delle attività in essere. In sintesi i costi di fallimento indiretti, comprendono quindi le perdite di valore conseguenti a decisioni di investimento sub-ottimali indotte dalla presenza di debito rischioso e saranno tanto maggiori quanto maggiore sarà l'incidenza del valore delle opportunità di crescita rispetto al valore delle attività esistenti.

A questa categoria di costi di fallimento, si collegano i costi di agenzia del debito¹⁷ che verranno analizzati nel prosieguo della trattazione.

Una definizione ancora più ampia di costi di fallimento, ricomprende nella fattispecie i costi di liquidazione. La teoria¹⁸ ne individua due categorie:

a) *I costi diretti e indiretti di liquidazione*, misurabili come divario tra valore di liquidazione dell'attivo e valore dell'attivo in caso di funzionamento, connessi alla procedura di liquidazione ed alle eventuali perdite di valore che si genererebbero nel caso in cui il valore di liquidazione fosse inferiore al valore di funzionamento (l'entità di tale divario dipenderebbe dal grado di specificità delle attività e dal loro grado di illiquidità).

¹⁷ Si veda M.C. JENSEN-W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, cit., p. 305 ss.; in tal senso le perdite di valore per decisioni di investimento sub-ottimali possono essere eliminate o ridotte attraverso comportamenti cautelativi da parte dei creditori.

¹⁸ Si fa riferimento in particolare ad M.J. ALDERSON-B.L. BEKTER, *Liquidation costs and Capital Structure*, in *Journal of Financial Economics*, n. 39, 1995.

Alcuni studiosi¹⁹ legano l'entità dei costi di liquidazione anche al grado di trasferibilità delle attività all'interno dello stesso settore; tale trasferibilità dipenderebbe dal grado dei vincoli legali al trasferimento e dal carattere *firm-specific* del business (più sensibili al ciclo economico, con maggior peso delle opportunità di crescita future, meno diversificati).

b) *I costi di agenzia dei rapporti impresa-stakeholders.*

Il rischio di liquidazione dell'impresa mette a rischio la credibilità di questi rapporti e quindi induce comportamenti delle controparti preventivamente cautelativi che generano costi²⁰.

Una posizione critica verso la considerazione che fallimento e liquidazione possano essere uniti da un nesso è quella assunta da una parte di dottrina²¹ che, più in generale, arriva anche a dimostrare l'irrelevanza, sotto il profilo dell'entità, dei costi del fallimento.

L'evidenza empirica ha mostrato come tale tipologia di costi, pur risultando ingente in valore assoluto, abbia un'incidenza minima sul valore dell'azienda.

Le analisi più rilevanti sono quelle effettuate da Warner²² (negli anni '70) e

¹⁹ A. SHLEIFER-R.W. VISHNY, *Liquidation Value and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, in *Journal of Finance*, n. 4, 1992.

²⁰ In tal senso si veda S. TITMAN, *The effect of capital structure on the firm's liquidation decision*, in *Journal of Financial Economics*, n. 13, 1984; l'individuazione di tale componente presenta analogie con i rilievi effettuati da A. SHAPIRO, *Corporate Strategy and The Capital Budgeting Decisions*, in *Midland Corporate Financial Journal*, vol. 4, 1986, pp. 22-36 in cui l'autore evidenzia una crescita tendenziale di tali costi per le imprese che vendono beni durevoli che richiedono ricambi e servizi, per le imprese per le quali la qualità risulta di difficile determinazione anticipata, per le imprese che vendono prodotti il cui valore dipende da altri prodotti complementari ed infine per le imprese che insieme al prodotto vendono anche un supporto continuativo.

²¹ R.A. HAUGEN-L.W. SENBET, *The insignificance of bankruptcy cost to the theory of optimal capital structure*, in *Journal of Finance*, n. 2, 1978; secondo gli autori la differenza fra fallimento e liquidazione consiste nel fatto che il fallimento si verifica quando l'impresa non riesce a far fronte al servizio di debito e comporta il trasferimento della proprietà dell'impresa dagli azionisti ai creditori con conseguente riorganizzazione formale della struttura del capitale; La liquidazione, invece, può essere assimilabile ad una decisione di investimento che si effettua quando il valore di liquidazione (V_L) eccede il valore di mercato dell'impresa in funzionamento (V_M). Secondo tale impostazione l'ammontare complessivo dei costi di fallimento non può eccedere il valore di quei costi transazionali che l'impresa sosterebbe per evitare la procedura concorsuale e se questi costi sono minori, in entità, dei costi di fallimento, qualunque *stakeholder* dell'impresa ha interesse a catturare la perdita di valore connessa alla prospettiva di fallimento riacquistando il debito (gli azionisti) o il capitale proprio (i creditori) ed evitando in tal modo il fallimento.

²² 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, rilevando una relazione inversa fra costi del fallimento e dimensione aziendale (che, per

da Altman²³ (negli anni '80); entrambe confermano la scarsa rilevanza dei costi di dissesto (pari a circa un 2-3% del valore dell'impresa ante fallimento), e la difficoltà a quantificare l'entità dei costi indiretti, verosimilmente di maggior peso di quelli diretti.

La teoria del *trade-off* ipotizza dunque l'esistenza di un legame di segno negativo tra i costi di fallimento ed il rapporto di indebitamento dell'impresa. Tuttavia giova ricordare che solo in alcune indagini empiriche la misura dei costi di fallimento è diretta. In altri casi si ricorre ad alcune variabili tra cui la dimensione aziendale, il grado di intangibilità dell'attivo, il peso delle opportunità di crescita future, il grado di unicità del prodotto ed il grado di concentrazione proprietaria.

I numerosi studi in oggetto concordano sul legame inverso tra probabilità di fallimento e debito e sul riferimento al rischio operativo dell'impresa²⁴. Occorre precisare infatti che la perdita di valore connessa ai costi di fallimento dipende dalla probabilità che il fallimento ha di verificarsi; ma la probabilità di fallimento è spesso riferita al rischio operativo dell'impresa.

2.2.4. Il modello Fisher-Heinkel-Zechner

L'esistenza di costi transazionali connessi agli aggiustamenti della struttura finanziaria può giustificare significative oscillazioni rispetto alla struttura finanziaria osservata della singola impresa ed il mix ottimale²⁵.

le grandi imprese, scenderebbero all'1,7%); per approfondimenti si veda J.B. WARNER, *Bankruptcy costs: some evidence*, in *Journal of Finance*, maggio 1977, pp. 343-345.

²³ Si veda E.I. ALTMAN, *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question*, in *Journal of Finance*, settembre 1984, in cui l'autore, oltre a confermare la scarsa rilevanza dei costi in esame, propone un tentativo di stima dei costi indiretti, che si assesterebbero intorno ad un 20% del valore complessivo dell'impresa ante fallimento.

²⁴ Tra i numerosi contributi sulle relazioni costi di fallimento e debito e sull'evidenza empirica di tale determinante si riportano, in ordine cronologico, per approfondimenti, i contributi di R. CASTANIAS, *Bankruptcy risk and optimal capital structure*, in *Journal of Finance*, n. 5, 1983; W.S. KIM-E.H. SORENSEN, *Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n. 2, 1986; S. TITMAN-R. WESSELS, *The determinants of capital structure choice*, in *Journal of Finance*, n. 1, 1988; L.A. WEISS, *Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims*, in *Journal of Financial Economics*, n. 27, 1990; M.J. WHITE, *Bankruptcy costs and the new bankruptcy code*, in *Journal of Finance*, maggio 1993; K.H. CHUNG, *Asset characteristic and corporate debt policy: an empirical test*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, n. 1, 1993; M.J. ALDERSON-B.L. BEKTER, *Liquidation costs and capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, n. 39, 1995.

²⁵ S.C. MYERS, *The Capital Structure Puzzle*, cit.

Ciò rende scarsamente significative verifiche empiriche che mettano in relazione le determinanti della struttura finanziaria con misure statiche di *leverage*.

Fisher, Heinkel e Zechner²⁶ risolvono il problema esplicitando in termini dinamici la teoria del *trade-off* e verificando, in un dato arco temporale, l'impatto delle determinanti sul range di variazione del rapporto di indebitamento.

Le ipotesi del modello sono le seguenti:

- a) le decisioni di investimento dell'impresa sono esogene e quindi indipendenti dalla struttura finanziaria;
- b) il debito consente il vantaggio della deducibilità fiscale degli interessi passivi; l'aliquota societaria è T_C ;
- c) il debito presenta uno svantaggio a livello di imposte personali rispetto ai redditi di azioni: i *capital gain* e i dividendi si suppongono esenti; T_P è l'aliquota fiscale marginale sui redditi da interessi;
- d) in presenza di costi transazionali connessi all'emissione del debito, è necessario che T_P sia minore di T_C (aliquota fiscale societaria), perché sia giustificato l'uso del debito.

In queste condizioni, il valore dell'impresa con struttura finanziaria ottimale può eccedere il valore della stessa impresa non indebitata solo per l'ammontare pari all'entità dei costi transazionali per l'emissione del debito ottimale. Ciò significa che il valore dell'impresa indebitata riflette l'opportunità del suo indebitamento.

In conclusione gli autori affermano che:

- a) l'aumento dell'aliquota fiscale societaria (T_C) e del tasso di interesse sulle attività prive di rischio e la diminuzione dell'aliquota fiscale personale sui redditi da interessi (T_P), portano alla diminuzione dell'intervallo ottimale di variazione del debito e all'aumento dell'indebitamento ottimale iniziale;
- b) il debito genera un maggior vantaggio all'aumentare del rischio, poiché un maggior rischio comporta un tasso di interesse nominale maggiore, e quindi un maggiore scudo fiscale offerto dal debito che supera i maggiori costi di fallimento e transazionali;
- c) l'aumento dei costi di fallimento riduce il valore ottimale iniziale del debito; in presenza di costi di fallimento ridotti aumenta l'intervallo ammesso di oscillazione del debito;

²⁶ Di tale modello si sono analizzate le ipotesi di base e le conclusioni a cui gli autori sono pervenuti. Per un approfondimento matematico sul processo dimostrativo si veda E.O. FISHER-R. HEINKEL-J. ZECHNER, *Dynamic capital structure choice: theory and tests*, in *Journal of Finance*, n. 1, 1989; giova sottolineare la conferma di tutte le ipotesi del modello teorico sottoposte a verifica empirica.

d) l'aumento dei costi transazionali aumenta l'intervallo di oscillazione del debito; se l'entità dei costi transazionali è inversamente proporzionale all'entità dell'emissione di debito e alla dimensione dell'impresa, si intuisce che le imprese di minore dimensione presentano intervalli di variazione del debito più ampi.

La teoria è verificata empiricamente su un campione di 999 imprese dell'archivio Compusat, nel periodo 1977-1985, attraverso un'analisi di tipo *cross-sectional*: l'elevata variabilità del leverage dimostrerebbe l'efficacia di una teoria del *trade-off* dinamica in luogo di analisi fondate su valori statici.

2.3. La teoria dell'ordine di scelta

Secondo la teoria dell'ordine di scelta, nota come POH (*pecking order hypothesis*), le imprese, nell'effettuare la scelta della struttura finanziaria, seguirebbero una precisa gerarchia nell'utilizzo delle fonti di finanziamento in ragione di una precisa strategia di autosufficienza finanziaria che, in definitiva, si concreta nel più ampio obiettivo di sopravvivenza dell'impresa.

L'ordine di scelta²⁷ su cui si basa la POH vede le imprese preferire il finanziamento interno (utili non distribuiti sarebbero la scelta preferita, seguiti dal debito e, solo in ultima *ratio*, farebbero ricorso all'emissione di nuove azioni), adattare la scelta del tasso di distribuzione dei dividendi alle opportunità di investimento da finanziare e perseguire obiettivi di stabilità nella politica dei dividendi e variabilità nella redditività e nelle opportunità di investimento (con la conseguenza che i flussi generati internamente possono risultare insufficienti o sovrabbondanti rispetto alle esigenze di finanziamento degli investimenti profittevoli); in caso di necessità di ricorso al finanziamento esterno, l'impresa emette prima i titoli più sicuri, ossia, prima ricorre al debito e solo successivamente, se è opportuno, all'emissione di azioni.

La POH non si propone di delineare un modello di scelta ottimale nel mix debito-capitale netto. La teoria, infatti, nasce empiricamente dall'osservazione del comportamento reale nelle decisioni di finanziamento delle grandi imprese statunitensi ed individua una strategia finanziaria cui le imprese farebbero riferimento nell'applicare le loro scelte²⁸.

²⁷ S.C. MYERS, *The capital Structure Puzzle*, cit.

²⁸ Studi condotti da Donaldson nel 1961 e nel 1984, basati sull'analisi delle indagini empiriche ed analitiche effettuate su un campione di 15 imprese industriali statunitensi, tra le prime

Il ragionamento sottostante la POH si basa sulla convinzione che, per il management dell'impresa, controllo e flessibilità rappresentino i fattori fondamentali e poiché il ricorso a metodi di finanziamento esterni riduce la flessibilità (soprattutto facendo ricorso al debito) ed il controllo (si pensi agli effetti di un'emissione di azioni), nei limiti del possibile si farà ricorso all'autofinanziamento (perlomeno come prima ipotesi in ordine di scelta), anche per evitare i costi di transazione associati alle altre forme di finanziamento.

La POH gode di numerose evidenze empiriche a supporto della gerarchia ipotizzata teoricamente²⁹.

In linea generale sono due le motivazioni teoriche a sostegno della teoria: la prima, ipotesi manageriale, sottolinea l'importanza del vertice manageriale nel processo decisionale-strategico, rispetto agli azionisti che risulterebbero estraniati dall'organo di governo dell'impresa; la seconda si basa sulle asimmetrie informative che esisterebbero tra il management ed il mercato finanziario, e riconduce la teoria dell'ordine delle scelte nell'ambito della teoria finanziaria moderna, dimostrando la coerenza della strategia di finanziamento da essa indicata con l'obiettivo della massimizzazione del valore economico dell'impresa per l'azionista.

2.3.1. La teoria manageriale

La teoria dell'ordine di scelta delinea una strategia di autosufficienza finanziaria, coerente con gli obiettivi manageriali di sopravvivenza e indipendenza.

Donaldson³⁰ formula una teoria manageriale dell'impresa che pone in risalto la distinzione tra l'obiettivo della direzione (la massimizzazione del patrimonio aziendale in un arco di tempo medio-lungo) e gli obiettivi degli altri gruppi di *stakeholders*, tra cui i finanziatori, a titolo di proprietà o di credito. L'obiettivo del management risponde alle motivazioni di sopravvivenza e salute dell'impresa nel lungo termine, e di libertà nel prendere le decisioni strategiche senza subire influenze di soggetti esterni.

250 della classifica di "Fortune", per un periodo di tempo esteso, costituiranno la base per la formulazione della teoria manageriale.

²⁹ 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 capitale netto esterno, il debito, le azioni privilegiate ed i titoli ibridi (obbligazioni convertibili in azioni, ecc.).

³⁰ Il contributo allo sviluppo della teoria manageriale si trova in G. DONALDSON, *Corporate debt capacity*, Harvard Press, 1961.

Tradotto in termini operativi, l'obiettivo garantirebbe una gestione dell'impresa orientata ad una crescita tale da sostenere la competitività delle combinazioni prodotto-mercato vitali per i flussi di reddito dell'impresa. Il desiderio di autonomia, autosufficienza, controllo dell'investimento strategico, impongono il finanziamento della crescita con fonti di fondi continue, affidabili e libere da restrizioni discrezionali.

Tra queste è opportuno ricordare che gli utili non distribuiti sono la fonte di fondi sulla quale la direzione ha la migliore informazione possibile e un elevato controllo, mentre le fonti esterne sono caratterizzate da elevati gradi di incertezza in termini di tempi, costi e risorse acquisibili.

Nel campione esaminato, il ruolo dei mercati dei capitali è limitato nel senso che i dirigenti vi ricorrono in presenza di circostanze straordinarie, mentre, in linea generale i finanziatori dell'impresa hanno la tendenza a ritenere le proprie azioni sottovalutate: le aspettative di risultati futuri sembrano migliori per i soggetti interni che hanno la responsabilità di ottenerli, rispetto agli investitori esterni.

Per quanto riguarda il mercato del credito, si è rilevata la tendenza da parte delle imprese (del campione preso in esame) ad adottare una politica di indebitamento conservatrice: l'assunzione di debito entro limiti molto ristretti consente di considerare l'indebitamento un'estensione dei fondi generati internamente, quasi una riserva di attività liquide sicure e fuori bilancio, per fronteggiare fabbisogni imprevisti.

Questa strategia di autosufficienza finanziaria, implica un vincolo alla crescita del fabbisogno dal momento che le fonti interne sono limitate nella dimensione e diluite nel tempo.

Sulla base di queste considerazioni Donaldson³¹ esprime in termini analitici l'obiettivo di crescita sostenibile, cioè il tasso di crescita delle vendite compatibile con la strategia finanziaria delineata:

$$g(s) = r[RONA + d(RONA - i)]$$

con

- RONA* = redditività operativa dell'attivo al netto delle poste rettificative del passivo e delle fonti di risorse non onerose;
r = tasso di ritenzione degli utili;
d = rapporto di indebitamento mezzi di terzi su mezzi propri;
i = tasso di interesse atteso sul debito, al netto delle imposte.

³¹ Si veda anche G. DONALDSON, *Managing Corporate Wealth*, Praeger, 1984.

L'ipotesi manageriale evidenzia un divario in termini di obiettivi fra proprietà e controllo; infatti, non necessariamente l'obiettivo di massimizzazione della ricchezza degli azionisti coincide con l'obiettivo della massimizzazione del patrimonio aziendale.

Questo divario potrebbe essere spiegato da una non efficienza del mercato azionario; nell'indagine di Donaldson, l'obiettivo del valore di mercato, non compare mai esplicitamente come obiettivo della direzione, anche se la direzione pone attenzione alle variabili da cui dovrebbe dipendere l'apprezzamento del mercato, quali il ROE, l'utile per azione e la sua crescita, i dividendi. La direzione è scettica sulla traduzione della buona gestione di queste variabili in un aumento della ricchezza per l'azionista³².

Nella teoria manageriale, il contrasto tra azionisti e management si risolve a favore dell'obiettivo manageriale come obiettivo superiore rispetto a quello degli altri *stakeholders*: il management è portatore di interessi propri, ma è anche mediatore dell'intera gamma di priorità di gruppi di interesse e dei gruppi sociali chiave che interagiscono con l'impresa e sono essenziali per la sua sopravvivenza.

Va precisato, però, che la teoria manageriale di Donaldson nasce dall'indagine condotta su di un campione di imprese la cui struttura risulta piuttosto variegata: nel campione sono ricomprese sia aziende ad azionariato diffuso, sia aziende a proprietà azionaria concentrata, a carattere familiare; l'ipotesi tuttavia risulta validamente verificata³³.

In Italia l'ipotesi manageriale ha trovato supporto empirico in un'indagine condotta da Ravazzi³⁴, il quale, con riferimento ad un campione Mediobanca di 1.207 società, ha rilevato che nel nostro paese, data la struttura proprietaria concentrata delle imprese, l'ipotesi manageriale si basa non tanto sui conflitti

³² Condivisibile, soprattutto con riferimento alla realtà finanziaria del nostro paese, risulta il tema del divario tra valore economico e valore di mercato del capitale azionario, in ragione dell'inefficienza del mercato dei capitali nazionale; a tal proposito si rimanda alla distinzione tra "creazione" e "diffusione" del valore ampiamente trattata in L. GUATRI, *La teoria di creazione del valore: una via europea*, Egea, Milano, 1991, p. 139 ss.

³³ Donaldson ha considerato l'aspetto della struttura proprietaria delle aziende del campione, in ragione della sua rilevanza in termini di rapporto fra azionisti e dirigenti, ed ha osservato che i dirigenti delle imprese possedute da un gruppo familiare di riferimento sono lasciati addirittura più liberi nella scelta e realizzazione degli obiettivi economico-finanziari; ciò implica che la proprietà concentrata non comporta necessariamente il prevalere dell'interesse dell'azionista sul sistema degli obiettivi economico-finanziari dell'impresa. Nelle imprese ad azionariato diffuso è la dirigenza che fissa le sue priorità, l'azionariato si adeguerà ad esse.

³⁴ P. RAVAZZI, *Strategia manageriale e vincoli finanziari: un'indagine sul comportamento delle grandi imprese private italiane nel periodo 1974-89*, in *L'industria*, n. 2, 1991.

d'interesse tra management ed azionariato diffuso, quanto sul grado di identificazione tra impresa, gruppo di controllo e management, e gli azionisti minoritari.

L'indagine ha rilevato gli obiettivi degli azionisti di maggioranza come obiettivi di massima crescita (con il vincolo del reperimento delle risorse attraverso l'autofinanziamento interno); la strumentalità dell'obiettivo di elevata redditività con quello di autonomia finanziaria; una politica conservatrice di indebitamento, che consenta di ridurre la dipendenza dalla crescita dal debito, strumento di politica monetaria restrittiva; una politica dei dividendi rispondente alla duplice esigenza di segnalare al mercato lo stato di salute dell'impresa e le sue prospettive di performance, evitando shock sui mercati finanziari ed infine una maggiore onerosità del ricorso al capitale proprio rispetto dell'indebitamento che giustifica, almeno empiricamente, l'atteggiamento del management verso la politica di finanziamento dell'impresa.

2.3.2. La teoria delle asimmetrie informative

Nel corso della trattazione solo indirettamente si è fatto riferimento a come le imprese comunicano con i mercati finanziari e sull'efficienza di tali mercati di valutarne i titoli corrispondenti; in realtà le imprese conoscono meglio di qualunque altro soggetto le loro prospettive future ed il mercato può valutare erroneamente i titoli da esse emessi, creando una sotto (sopra) valutazione: è il fenomeno delle asimmetrie informative.

La teoria dell'ordine di scelta è stata ricondotta nell'ambito della teoria finanziaria moderna da Myers e Majluf³⁵ attraverso l'analisi delle asimmetrie informative esistenti tra impresa e mercato finanziario; la "strategia di finanziamento", così come viene definita dagli autori, è posta in atto dal management nell'interesse degli azionisti esistenti, ed è coerente con l'obiettivo della massimizzazione del valore economico dell'impresa per l'azionista.

La dimostrazione è riconducibile all'esistenza delle *asimmetrie informative* tra il management e il mercato finanziario e si basa su ipotesi piuttosto restrittive: assenza di imposte e costi transazionali, tasso di interesse privo di rischio nullo e mercato finanziario efficiente (nel senso che traduce nei prezzi e nei rendimenti le informazioni pubblicamente disponibili). La tesi risultante è che l'informazione asimmetrica influenza le scelte tra finanziamento interno ed esterno (cioè tra indebitamento ed emissione di azioni), rafforzando il principio dell'esistenza di una precisa gerarchia tra le fonti (POH).

³⁵ S.C. MYERS-N.S. MAJLUF, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, n. 13, 1984.

L'ordine di scelta, per finanziare un investimento, si fonda sull'utilizzo prima di fondi interni (utili reinvestiti), poi con nuova emissione di debito, e infine con nuove emissioni di azioni, analogamente all'ipotesi manageriale.

Myers e Majluf considerano una variabile causale X (che esprime il valore degli investimenti in essere dell'impresa), ed indicano con $E(X)$ il suo valore atteso e x il valore che la variabile assumerà al tempo $t + 1$ (già noto al management al tempo 0). Analogamente gli autori prendono in considerazione una variabile causale Y (che esprime il VAN di un investimento profittevole che l'impresa può realizzare al tempo 0), indicano con $E(Y)$ il valore atteso e y il valore che il VAN assumerà (anch'esso noto al management al tempo 0)³⁶.

Si ipotizza che al tempo $t = -1$, siano note al management e al mercato le distribuzioni di probabilità di X e Y , i valori medi attesi e le varianze delle sue distribuzioni.

Indicando con:

- I = investimento profittevole;
- $L < I$ = fondi liquidi disponibili per realizzarlo;
- $F = I - L$ = finanziamento esterno (l'impresa non ha debito emesso);
- $F = NA$ = finanziamento tramite emissione di nuove azioni;
- $F = D$ = finanziamento tramite debito (rischioso e non);
- P' = valore di mercato delle azioni esistenti al tempo 0 (data la decisione di emettere azioni per investire);
- NA' = valore di mercato delle nuove azioni al tempo $t + 1$.

Il valore dell'impresa per gli azionisti esistenti sarebbe:

$$\left[\frac{P'}{P' + NA} \right] (x + y + NA + L).$$

Il management, se persegue la massimizzazione del benessere dei vecchi azionisti, emetterà nuove azioni e realizzerà l'investimento solo nell'ipotesi in cui perlomeno si raggiunga un valore pari a $L + x$, ossia l'investimento al tempo $t + 1$ oltre i fondi già disponibili al $t = 0$.

Per i vecchi azionisti vi sarà la convenienza a realizzare l'investimento se:

$$\left[\frac{NA}{P' + NA} \right] (L + x) \leq \left[\frac{P'}{P' + NA} \right] (NA + y).$$

³⁶ Il modello, nella sua formulazione originaria, considera solo investimenti profittevoli, ossia con $y \geq 0$.

Sulla base della conoscenza delle distribuzioni probabilistiche di X e Y (sia al management che al mercato) si fondano le argomentazioni di Myers e Majluf in ordine ai segnali che il management comunicherebbe agli investitori attraverso il proprio comportamento ed ai riflessi che la strategia avrebbe sul prezzo delle azioni.

La realizzazione dell'investimento presuppone un ritorno, in termini di valore atteso, pari a

$$VAN(Y) \geq (NA' - NA).$$

Ne consegue che il management, che agisce nell'interesse degli azionisti, scarterà investimenti con VAN positivo ma che non risultino superiori all'incremento delle azioni emesse per finanziarli.

Nell'ipotesi in cui l'impresa scelga di finanziare l'investimento attraverso l'emissione del debito D , il ragionamento non cambia; occorre tuttavia distinguere tra presenza, o meno, di rischio di dissesto; in ipotesi di assenza di rischi di fallimento, il valore del debito non dipenderebbe dai valori che assumono X e Y e quindi il management realizzerà tutti i progetti di investimento dal VAN positivo; se, invece, l'impresa emettesse debito rischioso, il management rinuncerebbe a tutti gli investimenti con ritorno atteso, anche se positivo ($VAN > 0$), inferiore alla variazione di valore del debito nell'intervallo t e $t + 1$ ³⁷.

Il modello proposto da Myers e Majluf è stato oggetto, negli anni successivi, di numerose varianti proposte da altrettanti studiosi; l'eliminazione di alcune ipotesi ovvero l'evoluzione dello scenario di riferimento ha condotto a concludere sulla preferibilità dell'emissione di debito in luogo delle nuove azioni (nel caso in cui le asimmetrie informative sul rischio siano più marcate) senza escludere tuttavia la preferenza del finanziamento tramite l'emissione di azioni rispetto al finanziamento tramite debito (nel caso di costi di fallimento e di costi di agenzia). Eliminando l'ipotesi di azionisti passivi e supponendo che gli investitori adeguino il loro portafoglio alle decisioni d'impresa, le decisioni di investimento non dipenderebbero dalle modalità di finanziamento: la teoria delle asimmetrie informative porterebbe ad affermare l'irrilevanza della struttura finanziaria, poiché l'esistenza di risorse liquide ($L > I$) consentirebbe all'impresa di realizzare tutti i progetti con VAN positivo.

³⁷ Nel caso di finanziamento tramite debito rischioso la *option pricing theory* dimostra che la variazione del debito, pur avendo lo stesso segno della variazione dell'emissione di nuove azioni, sarebbe, in valore assoluto, inferiore, determinando una perdita inferiore generata dalla rinuncia ad investimenti con VAN positivo; anche la durata del finanziamento influisce la variazione in oggetto; in tal senso si rivelerebbe una relazione inversa tra durata del debito e qualità dell'impresa.

Le principali varianti al modello base della teoria delle asimmetrie informative si riferiscono a situazioni in cui l'impresa ha già emesso debito, il management sia un'azionista ed il progetto d'investimento abbia un VAN negativo³⁸.

Il modello di Brennan e Kraus³⁹ considera la prima ipotesi, cioè il caso in cui l'impresa ha già emesso debito di valore nominale D ; i flussi di cassa attesi dal progetto di investimento che l'impresa deve finanziare sono incerti. In tal caso l'impresa si finanzia tramite l'emissione di nuove azioni se il VAN del progetto è superiore a quello atteso da mercato ed utilizzerà il debito nel caso inverso.

Il modello di Daniel e Titman⁴⁰ prende in considerazione l'ipotesi dell'esistenza di un'impresa in cui il management sia anche azionista e non abbia vincoli nel variare la propria partecipazione azionaria nell'impresa che dirige. L'asimmetria informativa, sotto questo profilo, può generare differenti situazioni in relazione alle informazioni del management, alle sue disponibilità finanziarie ed alla sua maggiore o minore avversione al rischio.

Se è neutrale al rischio, il limite è nelle sue disponibilità finanziarie, se è avverso al rischio, il limite corrisponde al punto in cui il valore marginale dell'azione per il manager uguaglia il suo prezzo di mercato.

Il modello teorizza, in conclusione, una situazione di *under-investment* in progetti legati al core business dell'impresa, ed una seconda di *over-investment* con riferimento a progetti che diversificano l'attività aziendale.

Una versione ampliata del modello di Myers e Majluf è stata proposta da Cooney e Kalay⁴¹ i quali ammettono l'ipotesi dell'esistenza di progetti di investimento con VAN negativo.

³⁸ Per un'analisi in un contesto multiperiodale si veda P.V. VISWANATH, *Strategic considerations, the Pecking Order Hypothesis, and market reactions to equity financing*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n. 2, 1993.

³⁹ Si veda M. BRENNAN-A. KRAUS, *Efficient Financing under Asymmetric Information*, in *Journal of Finance*, n. 5, 1987. Il modello prende in considerazione due diversi possibili casi di asimmetria informativa: il primo riferito al VAN atteso del progetto (nota viceversa la varianza); il secondo riferito al rischio del progetto da finanziare (varianza della distribuzione dei flussi di cassa).

⁴⁰ Si veda K. DANIEL-S. TITMAN, *Financing Investments under Asymmetric Information*, in R. JARROW-V. MAKSIMOVIC-W.T. ZIEMBA, *Finance: Handbooks in Operation research and Management science*, in *Elsevier Science*, vol. 9, Capitolo 23, 1995.

⁴¹ Si veda J.W. COONEY-A. KALAY, *Positive Information from Equity Issue Announcements*, in *Journal of Financial Economics*, n. 33, 1993. L'introduzione dell'ipotesi del VAN negativo è senza dubbio più realistica di quella originaria e comporta diversi effetti. Ciò vuol dire che nel modello, non è sufficiente tener conto solo del valore degli investimenti in essere, ma anche della bontà o meno dell'opportunità di investimento disponibile. Nel modello allargato è conveniente rinunciare all'investimento anche per valori di X inferiori a $(P' - L)$, nel caso in cui tali valori siano associati a valori molto negativi di Y . La possibilità di avere progetti potenziali con VAN

In tal senso l'effetto, più realistico, delle decisioni manageriali, in presenza di asimmetria informativa, non si limiterebbe a comunicare la profittabilità dell'investimento (nel caso in cui il management effettui l'investimento) riflettendosi nella valutazione delle azioni da parte del mercato o la sottovalutazione delle attività in essere (nel caso in cui il management non effettui l'investimento, anche se con VAN positivo, in ragione della non convenienza per gli azionisti), ma aggiungerebbe un "valore" informativo sull'opportunità dell'investimento stesso. La decisione di non investire, infatti, potrebbe riflettere la non profittabilità del progetto (VAN negativo).

2.3.3. La teoria dei segnali

La teoria dei segnali si è sviluppata su modelli che considerano le decisioni di finanziamento come uno strumento di divulgazione di informazioni, mantenendo come dato fisso gli investimenti.

Se i mercati non dispongono di tutte le informazioni ne consegue che i prezzi che si formano in tale contesto non possano riflettere completamente il valore effettivo delle attività che rappresentano; il management e/o i proprietari dell'impresa possono, attraverso le politiche finanziarie adottate, decidere di aumentare le comunicazioni generando "segnali" che muteranno il comportamento degli investitori.

Il ruolo dell'organo di governo diventerebbe, in tal senso, decisivo e introdurrebbe problemi di *moral hazard* (connessi alle informazioni distorte che il management potrebbe comunicare al mercato con l'unico obiettivo di massimizzare la propria remunerazione) che la dottrina ritiene tuttavia superabili in ragione della perdita di credibilità che lo stesso organo di governo potrebbe subire.

All'origine della teoria è collocabile il modello di Ross⁴², che analizza gli effetti delle politiche finanziarie adottate dal management.

Distinguendo le imprese di successo (imprese di tipo A), da quelle non di successo (di tipo B) i rispettivi valori di mercato, in assenza di incertezza saranno:

$$V_0^B = \frac{b}{(1+r)} < V_0^A = \frac{a}{(1+r)}$$

negativo, implica che il valore di mercato delle azioni pre-annuncio, sia minore del valore corrispondente, nel caso originario. Questo fa sì che possano verificarsi valori di P' superiori nel caso di emissione e investimento.

⁴² S.A. ROSS, *The determination of Financial structure. The incentive signalling approach*, in *Bell Journal of Economics*, n. 1, 1977.

dove

r è il tasso di interesse privo di rischio;
 a e b sono i valori futuri dell'impresa di tipo A e di tipo B.

Se il mercato dei capitali è perfetto⁴³ la struttura finanziaria dell'impresa risulta irrilevante verso il valore dell'impresa; introducendo tuttavia la possibilità dell'esistenza di asimmetria informativa, ne consegue una rilevanza delle decisioni di finanziamento; gli investitori, infatti, non sanno con certezza se l'impresa sia di tipo A o B, e, di conseguenza, attribuiranno ad essa un valore generico V_0 che tiene conto sia dell'impresa di tipo A, sia dell'impresa di tipo B.

$$V_0 = \frac{[qa + (1-q)b]}{(1+r)}$$

con

$V_B < V_0 < V_A$;
 q = probabilità che l'impresa sia di tipo A;
 $1 - q$ = probabilità che l'impresa sia di tipo B.

Il management, in funzione della sua remunerazione obiettivo, delle aspettative sulle future capacità dell'impresa e dei costi di fallimento, deciderà la politica di indebitamento dell'impresa segnalando al mercato il gruppo di appartenenza dell'impresa (tipo A o B)⁴⁴.

La teoria dei segnali, coerentemente con il modello delle asimmetrie informative di Myers e Majluf, fonda la propria analisi sugli effetti che una politica finanziaria produce sul prezzo delle azioni; secondo Ross l'annuncio di una emissione di debito determinerebbe un rialzo di valore (segnale positivo), mentre una sostituzione di debito con capitale proprio, così come l'ipotesi di riacquisto azionario, determinerebbe un ribasso del prezzo delle azioni⁴⁵.

⁴³ Il modello si riferisce ad un mercato con le stesse caratteristiche ipotizzate da Modigliani e Miller per lo sviluppo delle note proposizioni.

⁴⁴ Se, al tempo $t = 1$ l'asimmetria viene eliminata, la remunerazione che spetterà al manager è definita, come:

$$M = (1+r)\rho_1 V_0 + \rho_2 \begin{cases} V_1 \\ V - C_1 \end{cases}$$

dove r è il tasso di interesse privo di rischio, ρ_1 e ρ_2 sono due pesi di ponderazione, V_0 e V_1 sono, rispettivamente, il valore attuale e futuro attribuito dal mercato all'impresa, D è il valore nominale del debito e C sono i costi di fallimento. Supponendo che il livello massimo di debito sia pari a D^* , il debito che viene emesso potrà essere maggiore o minore di D^* , consentendo di identificare l'impresa, se di tipo A o di tipo B.

⁴⁵ Myers e Majluf considerano ininfluenza una emissione di titoli di debito, mentre concor-

Alle stesse conclusioni pervengono i modelli di Leland e Pyle, Heinkel, Miller e Rock, sviluppati negli anni successivi.

Leland e Pyle⁴⁶ sviluppano il loro modello sulla base del ruolo svolto dal proprietario dell'impresa.

Gli autori affermano che una maggior frazione di capitale proprio detenuta dall'imprenditore è indice di maggiore qualità dell'impresa ed implica la fiducia del proprietario dell'impresa che, in luogo di cedere una parte della propria quota per sostenere l'investimento, ricorre al finanziamento tramite debito: esisterebbe dunque una relazione positiva tra livello di indebitamento e valore o redditività dell'impresa.

Il modello di Heinkel⁴⁷, pur concordando sul ruolo del debito quale indice di qualità dell'impresa, si differenzia dai precedenti poiché assume l'assenza di perdita dovuta alla diversificazione e suddivide le imprese in due gruppi (in base ad una maggiore o minore qualità) che, sfruttando il ruolo informativo del debito, governerebbero le proprie politiche finanziarie.

dano sulla riduzione dei prezzi delle azioni all'annuncio di un aumento di capitale; tale riduzione aumenterebbe all'aumentare dell'asimmetria informativa.

⁴⁶ H.E. LELAND-D.H. PYLE, *Informational asymmetric financial structure and financial intermediation*, in *Journal of Finance*, n. 2, 1977. Secondo il modello l'imprenditore che deve intraprendere un progetto di investimento ha la possibilità di vendere una parte della propria quota, continuando a detenere una frazione di capitale proprio, ovvero emettere debito privo di rischio; contemporaneamente può anche investire una parte della sua ricchezza in una frazione del portafoglio di mercato e/o in attività prive di rischio. Se l'imprenditore conosce con certezza il rendimento atteso del progetto, il valore della sua quota di capitale proprio potrebbe essere un segnale sul reddito futuro atteso. La tendenza del proprietario ad investire nell'impresa, infatti, è funzione crescente della qualità del progetto: investe nel progetto fino a quando il suo rendimento è superiore o pari alla perdita di diversificazione. Tale situazione produce due effetti: innanzitutto una maggiore frazione del capitale posseduta dall'imprenditore comporta una maggiore emissione di debito ed in secondo luogo il "segnale positivo" rende gli investitori disponibili a pagare di più per la quota di impresa acquistata. L'incremento marginale del debito risulterà decrescente in seguito ad aumenti della quota di capitale proprio.

⁴⁷ R. HEINKEL, *A theory of capital structure relevance under imperfect information*, in *Journal of Finance*, n. 5, 1982. A differenza di Ross, per Heinkel esistono imprese di qualità maggiore e imprese di qualità minore. Le imprese di qualità maggiore hanno un più alto valore, ma valore di mercato dei titoli di debito minore e valore di mercato delle azioni maggiore. Generalmente le imprese per sfruttare i possibili guadagni da sopravvalutazione di un titolo, tendono a convincere il mercato di appartenere ad una categoria di impresa piuttosto che ad un'altra. Le imprese di qualità minore imitano quelle di qualità maggiore emettendo più azioni che titoli di debito inducendo il mercato a credere che l'impresa sia un'impresa del primo tipo e le azioni si sopravvalutano. Le imprese di qualità maggiore imitano quelle di qualità minore emettendo più titoli di debito che azioni, sfruttando la sopravvalutazione del debito.

Il modello di Miller e Rock⁴⁸, infine, seppur attraverso un percorso differente, considera l'aumento di capitale proprio come un "segnale negativo" che l'impresa comunica al mercato; basandosi sull'ipotesi dell'esistenza di un vincolo di budget, l'emissione di azioni segnalerebbe un cash flow ottenuto inferiore di quello atteso.

2.4. La teoria dell'agenzia

2.4.1. Il modello di Jensen e Meckling

Il modello base, elaborato da Jensen e Meckling⁴⁹, e le successive varianti proposte⁵⁰, si fondano sull'esistenza di costi d'agenzia (*agency costs*) che azionisti e creditori dovrebbero sostenere per limitare l'ambito di discrezionalità del management e ridurre il rischio di comportamenti sub-ottimali.

Secondo tale teoria l'organo di governo, proprietario di una quota dell'impresa, ha una curva di utilità che esprime (in un contesto uniperiodale caratterizzato da assenza di imposte, debito commerciale e titoli particolari, come azioni privilegiate o obbligazioni convertibili) il tasso marginale di sostituzione tra vantaggi pecuniari (la quota di valore dell'impresa) e vantaggi non pecuniari (*benefit*, tangibili e non, economici e di status). Nel caso di risorse finanziarie limitate (che impongono quindi un ricorso al mercato per l'investimento aggiuntivo, per

⁴⁸ MILLER ROCK, *Dividend Policy under Asymmetric Information*, in *Journal of Finance*, n. 4, 1985.

⁴⁹ 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. Secondo il pensiero degli autori, la scelta della struttura finanziaria ottimale deriva dal *trade-off* tra costi di agenzia del debito e costi di agenzia dell'*equity*. Il modello ipotizza che il proprietario-imprenditore abbia fondi propri limitati per finanziare tutte le opportunità di investimento profittevoli e che pertanto la loro realizzazione richieda il ricorso al finanziamento esterno (debito o azioni). La presenza di debito rischioso comporta incentivi al management a porre in atto decisioni che determinano redistribuzione di ricchezza a danno dei creditori: realizzazione di investimenti ad alto rischio con VAN negativo, rinuncia a investimenti profittevoli che richiedono un aumento di capitale proprio, distribuzione di dividendi, rinvio del fallimento. In presenza di questo rischio, la contrattazione del debito diventa più costosa, per effetto di comportamenti cautelativi da parte di potenziali creditori.

⁵⁰ Si vedano M. HARRIS-A. RAVIV, *Capital structure and the informational role of debt*, in *Journal of Finance*, n. 2, 1990; T. CAMPBELL-Y.S. CHAN, *Optimal Financial contracting with ex post and ex ante observability problems*, in *Quarterly Journal of Economics*, n. 2, 1992; J.A. BRANDER-M. POITEVIN, *Managerial Compensation and the Agency Costs of Debt Finance*, in *Managerial and Decision Economics*, vol. 13, 1992; R.G. RAJAN, *Insider and Outsiders: the Choice between Relationship and Arm's Length Debt*, in *Journal of Finance*, n. 4, 1992.

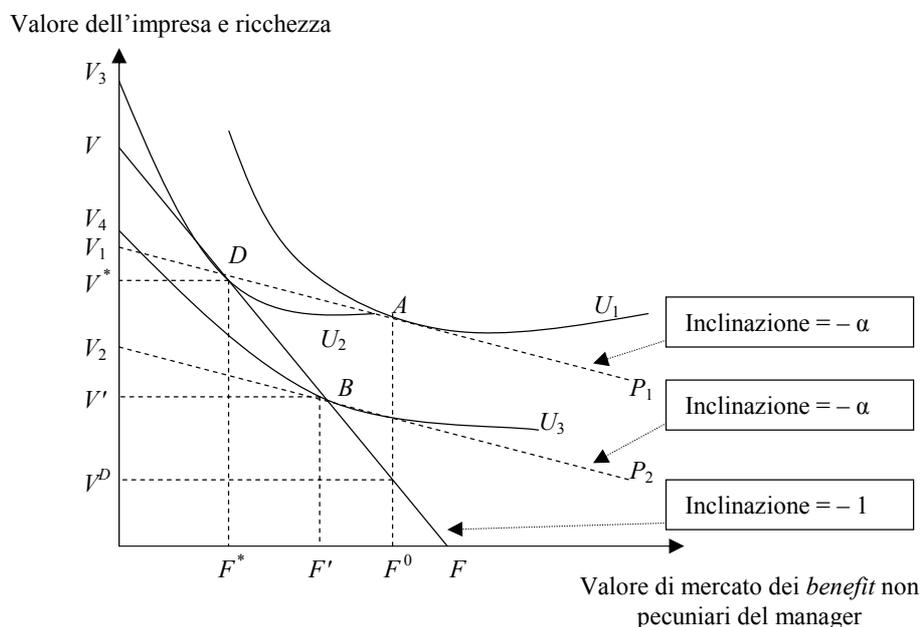
esempio attraverso l'emissione di azioni), al fine di massimizzare la propria utilità, il management può avere interesse a consumare in forma di *benefit* una quota superiore dei flussi di cassa prodotti di quanto non farebbe se fosse l'unico proprietario, generando quindi sub-ottimi decisionali.

Jensen e Meckling fanno riferimento a qualsiasi decisione di sub-ottimo che possa ridurre il valore dell'impresa ed evitare costi personali o sforzi del management. In situazioni di elevati flussi di cassa disponibili e ridotte alternative di investimento profittevoli, gli autori sostengono che l'obbligo di far fronte al servizio di debito riduce la discrezionalità del management e quindi il rischio di suoi comportamenti sub-ottimali nei confronti degli azionisti.

Il modello individua il punto di equilibrio, nel caso in cui non vi sia alcun controllo sui manager (e questi si comportano come se fossero gli unici proprietari d'impresa); in un secondo momento si propone di ridefinire tale punto di equilibrio nel caso in cui esistano vincoli sui comportamenti manageriali, posti in essere da soggetti esterni.

In assenza di imposte e di debiti commerciali, si rappresenta la curva di utilità del proprietario-manager (Figura 2.2) che esprime il tasso marginale di sostituzione tra vantaggi pecuniari e vantaggi non pecuniari (i *benefit*).

Figura 2.2.



Fonte: D. VENANZI, *La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica*, cit., p. 78.

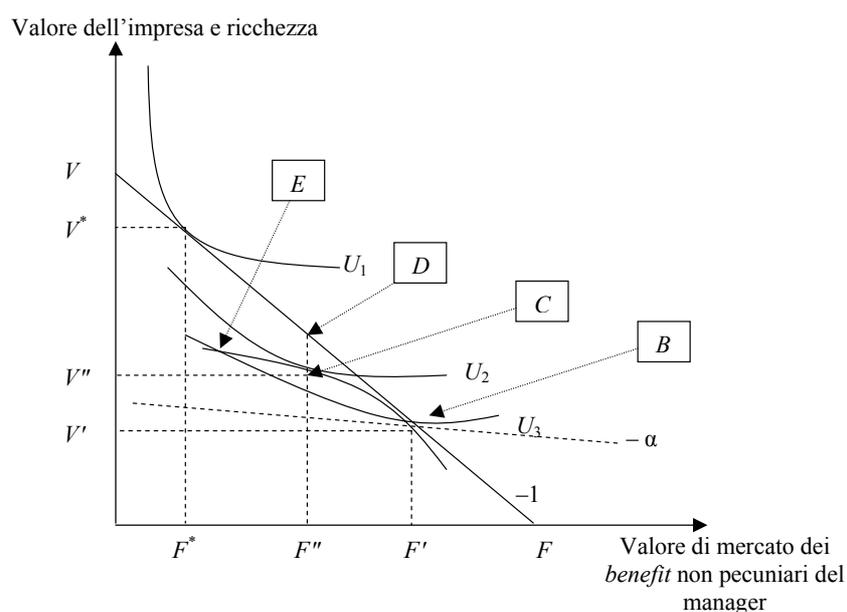
Quando il manager è l'unico proprietario, il punto D rappresenta la combinazione ottimale di valore (V^*) e *benefit* (F^*), quale punto di tangenza tra la curva di utilità e la retta VF che esprime il vincolo di mercato, cioè il valore dell'impresa⁵¹.

Se il manager riduce la quota di partecipazione nell'impresa, sarà indotto ad aumentare il consumo di *benefit* (il cui costo graverà solo pro-quota); il vincolo di mercato diventa V_1P_1 , il manager consumerà F^0 ; in tal caso il valore dell'impresa scenderà ed il punto di equilibrio è rappresentato da B , punto di tangenza tra la curva di utilità U_3 e il vincolo V_2P_2 che si trova sulla VF ⁵².

In corrispondenza di tale punto il valore dell'impresa è V' , minore di V^* , situazione che identifica perdita di ricchezza per l'azionista (i costi di agenzia dell'*equity* coincidono con questa perdita di valore).

In caso si pongano in atto meccanismi incentivanti al vincolo e al controllo del comportamento dei manager da parte di soggetti esterni, l'equilibrio si modificherebbe come descritto nella Figura 2.3.

Figura 2.3.



Fonte: D. VENANZI, *La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica*, cit., p. 80.

⁵¹ Si veda, per un approfondimento, D. VENANZI, *La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica*, cit., p. 78 ss.

⁵² Questo accade in ipotesi di mercato razionale; se gli azionisti fossero disposti a pagare $(1 - \alpha)V^*$, ipotizzando che i managers non modifichino il consumo di *benefit*, il valore scenderebbe a V^0 .

Se $M = D - C$, rappresenta l'ammontare di costi di controllo, il proprietario-manager è vincolato a non superare il valore in corrispondenza del punto F'' e quindi l'equilibrio si raggiungerà nel punto C .

La curva BCE rappresenta, il vincolo in presenza dei costi di monitoraggio M che si suppone aumentino più che proporzionalmente per vincolare a livelli via via minori i *benefit* consumati. Il proprietario-manager accetta questi vincoli perché il valore finale V'' di ricchezza è superiore; il proprietario-manager ricorrerà all'emissione di *equity* se i costi di agenzia che sostiene sono inferiori al beneficio che trae dall'impiego dei maggiori fondi ottenuti.

In tal senso si può affermare che il ricorso al debito ha il vantaggio di eliminare i costi di agenzia dell'*equity* e di ridurre la discrezionalità del management insieme al rischio di comportamenti sub-ottimali per gli azionisti.

Anche il debito, tuttavia, presenta costi di agenzia, connessi al rapporto tra azionisti e fornitori esterni di capitale di credito. Questi costi sono connessi a decisioni di investimento del management che determinano trasferimento di ricchezza dai creditori agli azionisti e che sono sub-ottimali per l'impresa perché comportano perdita di valore.

I costi di agenzia del debito sono classificabili in:

- costi di controllo e di imposizione/esercizio di vincoli all'operare del management;
- costi di fallimento che includono anche i costi connessi ai contratti di agenzia impresa-clienti, impresa-fornitori, impresa-addetti;
- perdita di valore per decisioni di investimento sub-ottimale indotte dalla presenza di debito.

Se il manager ha limitate risorse finanziarie, la convenienza di ricorrere al debito si ha fino a che l'incremento marginale di valore degli investimenti è maggiore del costo marginale di agenzia del debito, a sua volta inferiore al costo di agenzia dell'*equity*.

2.4.2. La teoria dei costi transazionali

Proposta da Williamson⁵³, la teoria, che presenta molte somiglianze con quella dell'agenzia, considera il debito e il capitale proprio strumenti alternativi di governo della transazione, che in questo caso riguarda la fornitura delle risorse finanziarie.

⁵³ O.E. WILLIAMSON, *Corporate finance and corporate governance*, in *Journal of Finance*, n. 3, 1988.

Il debito viene considerato come una forma di governo che si basa su regole predefinite: la corresponsione di interessi a scadenze predeterminate, piano di rimborso in c /capitale, diritti di rivalsa sull'attività finanziaria in caso di fallimento.

Il capitale proprio, invece, è una forma di organizzazione interna della transazione che comporta un diritto residuale sugli utili e sul valore di realizzo dell'attivo, durata pari alla vita dell'impresa, potere più intrusivo sull'utilizzo delle risorse fornite.

L'obiettivo dell'impresa è minimizzare i costi transazionali ed il fattore che guida la scelta sulla forma di governo ottimale è il grado di specificità delle attività da finanziare.

La teoria pone che $D(k)$ e $E(k)$ siano le funzioni di costo del debito e del capitale proprio, con k inteso come grado di specificità dell'attività da finanziare, e dimostra che:

- $D(k) < E(k)$, con $k = 0$, il debito è una forma di governo più semplice;
- $D'(k) > E'(k) > 0$, i costi transazionali sono funzione dell'attività da finanziare e il debito comporta maggiori costi rispetto al capitale proprio perché rappresenta una modalità meno flessibile di governo;
- esiste un livello di k che identifica la preferibilità del debito al capitale proprio e viceversa.

I due modelli (agenzia e costi transazionali) sono simili, se consideriamo che siamo in presenza di decisori razionali e dai comportamenti opportunistici, e l'obiettivo è quello di minimizzare i costi del contratto-rapporto di agenzia.

Una delle differenze fondamentali fra i due modelli, riguarda, invece, il fatto che nella teoria dei costi transazionali si dà enfasi all'impresa intesa come somma di progetti di investimento, ma non si dà sufficiente rilevanza all'approccio transazionale dei costi di capitale proprio.

CAPITOLO 3

La struttura finanziaria delle imprese italiane

SOMMARIO: 3.1. Premessa. – 3.2. Struttura finanziaria e verifica empirica delle teorie in Italia. – 3.3. Le caratteristiche dell'indebitamento delle imprese italiane. – 3.3.1. La struttura finanziaria e la proprietà. – 3.3.2. La struttura finanziaria e le dimensioni dell'impresa. – 3.3.3. L'andamento della struttura finanziaria nella rilevanza empirica degli anni '90. – 3.4. L'evoluzione della struttura finanziaria.

3.1. Premessa

Alla luce di quanto sinora analizzato, giova considerare, in un quadro di riferimento più specifico, riferito alle imprese italiane, le caratteristiche del sistema finanziario e fiscale, al fine di comprendere le interrelazioni con altre peculiarità delle nostre imprese, quali la struttura proprietaria e la dimensione, e come queste variabili possano influenzare le scelte in merito alla struttura finanziaria.

L'obiettivo è quello di illustrare, in base alle verifiche empiriche delle teorie sulla struttura finanziaria, il comportamento delle imprese italiane in materia di scelta dell'indebitamento.

La pressione fiscale ed un mercato dei capitali fino a pochi anni or sono ancora troppo "chiuso" nei confronti degli investitori internazionali, oltre ad una cultura imprenditoriale formatasi, nei decenni di sviluppo economico del dopoguerra, sulla base di un modello capitalistico a controllo "familiare", hanno sviluppato ed incentivato una crescita dell'indebitamento che, in molti casi, ha determinato situazioni di sottocapitalizzazione delle imprese.

Le Autorità Governative, da oltre un decennio, sono impegnate nel tentativo di invertire tale tendenza e provvedere ad un progressivo riequilibrio della struttura finanziaria, incentivando la ricapitalizzazione attraverso misure più o meno coordinate ed omogenee.

L'evidenza dei dati empirici, tuttavia, sottolinea la difficoltà di raggiungimento dell'obiettivo, anche se, negli ultimi anni, sembrerebbe essersi innescato un *trend* diminutivo dell'indice di indebitamento ed un aumento dell'investimento tramite il capitale di rischio.

Le radici culturali del sistema capitalistico italiano impongono alle imprese, per raggiungere un'apertura effettiva verso il mercato dei capitali, tempi lunghi e pretenderebbero condizioni di stabilità e certezza normativa che, a parere di chi scrive, oggi non sussistono. Ne consegue una situazione caratterizzata da una relazione inversa tra dimensione aziendale e grado di *leverage*, che raggiunge valori assai più elevati nelle piccole e medie imprese e diminuisce progressivamente nelle grandi imprese.

I dati cumulativi pubblicati, con periodicità annuale, da Mediobanca¹, e suddivisi per settori economici, confermano la progressiva patrimonializzazione (soprattutto delle grandi imprese) in luogo di una riduzione della posizione debitoria di medio-lungo termine (caratterizzata dalla drastica riduzione di emissioni obbligazionarie) ed in costanza dell'indebitamento a breve.

Tendenzialmente imprese appartenenti ad uno medesimo settore presentano caratteristiche omogenee di struttura finanziaria e politiche costanti nel corso del tempo; tra i settori più indebitati (anche se la quasi totalità presenta rapporti elevati) spiccano quello delle imprese di costruzione, il siderurgico, l'elettronico, il cartario, il chimico consolidato, l'abbigliamento, il tessile consolidato ed i trasporti; i settori meno indebitati risultano quello impiantistico, della distribuzione al dettaglio e della gomma e cavi.

Un secondo campione di imprese, facenti capo al settore della trasformazione industriale, è quello fornito dalla Centrale dei Bilanci²; la presenza di un numero superiore di piccole e medie imprese permette di cogliere con maggiore intensità le considerazioni svolte con riferimento al rapporto di indebitamento.

Tale categoria d'impresa, come noto, rappresenta, nel nostro paese, il vero e proprio asse portante del sistema economico ed imprenditoriale; la dimensione ridotta di tali aziende determinerebbe una maggior incidenza del costo del debito e, nonostante le evidenze empiriche della teoria dell'ordine di scelta³, permane un elevato rapporto di *leverage* che, soprattutto per le piccole imprese può

¹ MEDIOBANCA, *Dati cumulativi di 1893 società italiane*, 2001.

² CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e finanza delle imprese italiane, 1982-1996*, XI Rapporto, Bancaria Editrice, Roma, 1998.

³ Anche in Italia, come a livello internazionale, l'imprenditore preferisce utilizzare l'autofinanziamento per lo sviluppo della propria attività e solo in un secondo tempo ricorrere ad un finanziamento esterno; cfr. L. BONATO-R. HAMAUI-M. RATTI, *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, in *Banca Commerciale Italiana*, Collana ricerche, R91-18, 1991.

trovare spiegazione, a parere di chi scrive, nella ricerca di ridurre il costo del capitale attraverso l'utilizzo endogeno della leva fiscale, in ragione delle elevate aliquote *corporate*.

Nella realtà italiana, caratterizzata da un mercato obbligazionario limitato, il capitale di terzi è tradizionalmente quello offerto dal sistema bancario e proprio l'assenza di riferimenti "di mercato", fatta eccezione per le considerazioni ricavabili dai dati forniti dai bollettini statistici della Banca d'Italia, non permette di valutarne il grado di rischio.

Ulteriore elemento caratterizzante è rappresentato dalla sostituzione di mezzi propri con capitale di debito (contro garantito dal patrimonio personale dell'imprenditore), fattispecie tipica delle piccole e medie imprese italiane che identificano nello scudo fiscale generato dal debito un vantaggio privo di ripercussioni sul rischio operativo dell'impresa⁴.

La difficoltà (o l'incapacità) di valutazione del rischio, in assenza di parametri di mercato, pone grandi e piccole-medie imprese su piani assolutamente differenti dal punto di vista dell'affidabilità; ne conseguono forze contrattuali elevate per le grandi imprese e molto più ridotte per le altre⁵.

Con riferimento a dati internazionali, Rajan e Zingales⁶ evidenziano un maggior indebitamento delle imprese italiane rispetto a qualunque altro paese analizzato fra Gran Bretagna, Canada, Francia, Germania, Giappone e Stati Uniti.

3.2. Struttura finanziaria e verifica empirica delle teorie in Italia

Diverse ricerche empiriche⁷ condotte sulle imprese italiane hanno sottoposto a verifica le teorie sulla struttura finanziaria: dalle proposizioni elaborate da

⁴ L'interferenza fiscale nelle scelte della struttura finanziaria delle PMI ad azionariato concentrato risulterebbe anche strettamente legata ad un più agevole meccanismo di rimborso del capitale; giova tuttavia anticipare le argomentazioni che saranno sviluppate nel Capitolo 4 in ordine alle connessioni tra rischio e struttura finanziaria, in base alle quali, con riferimento alla teoria della creazione di valore, la forma di finanziamento influisce sulla redditività dell'impresa direttamente ed indirettamente, risultando dunque legata al rischio.

⁵ A dimostrazione della parziale inefficienza del mercato del credito in Italia si veda P. SAPIENZA, *Le scelte di finanziamento delle imprese italiane*, in I. ANGELONI-V. CONTI-F. PASSACANTANDO (a cura di), *Le banche ed il finanziamento delle imprese*, Il Mulino, Bologna, 1997.

⁶ L.G. RAJAN-L. ZINGALES, *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data*, in *Journal of Finance*, n. 50, dicembre 1995, pp. 1421-1460.

⁷ Per un'analisi delle principali ricerche empiriche condotte sulle imprese italiane si veda, tra gli altri L. BONATO-R. FAINI, *Le scelte di indebitamento delle imprese in Italia*, in V. CONTI-R. HAMAUI (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, Il Mulino, Bologna,

Modigliani e Miller alla teoria del *trade-off*, dalla teoria dell'agenzia a quella dell'ordine di scelta.

Come noto in base alle argomentazioni espone nel 1963 da Modigliani e Miller, e successivamente nel 1977 dal solo Miller, l'indebitamento, generando vantaggi fiscali legati alla deducibilità del suo costo, dovrebbe comportare, per le imprese non dotate di scudi fiscali alternativi, una maggiore convenienza.

In Italia, tuttavia, nonostante un'elevata aliquota fiscale *corporate*, il rilievo empirico non dimostra nessuna correlazione tra la capacità dell'impresa di sfruttare il vantaggio fiscale ed un incremento del rapporto di indebitamento; si verifica, in realtà, una correlazione di segno opposto: le imprese dotate di elevata redditività, dunque della possibilità di godere dei benefici fiscali del debito, preferiscono l'autofinanziamento, mentre in periodi di bassa redditività, in cui il debito presenterebbe benefici inferiori o nulli, aumenta il capitale di terzi⁸.

L'evidente contrasto tra teoria ed evidenza empirica si ripropone anche dopo l'introduzione delle imposte personali in aggiunta a quelle dell'impresa (modello di Miller).

Con riferimento al prelievo fiscale italiano, i redditi da interessi scontano un'imposta sostitutiva, mentre i dividendi sono soggetti ad un'imposta progressiva con il meccanismo, destinato a scomparire⁹, del credito d'imposta. Tale impostazione, farebbe presupporre una convenienza ad investire nei redditi da interessi per i soggetti più ricchi e nel mercato azionario per quelli più poveri. Tuttavia la mancata considerazione del fattore "rischio" risulta essere la spiega-

1990; L. BONATO-R. HAMAUI-M. RATTI, *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, in *Banca Commerciale Italiana*, Collana ricerche, R91-18, cit.; L. CAPRIO, *Le strutture finanziarie delle imprese nei principali paesi industrializzati*, Vita e Pensiero, Milano, 1992; F. BUTTIGNON-F. DE LEO, *I Fattori Determinanti la Struttura Finanziaria: Analisi Empirica del Caso Italiano*, in *Finanza, Imprese e Mercati*, n. 1, 1994; MEDIOCREDITO CENTRALE, *Indagine sulle piccole e medie imprese industriali*, giugno 1995; L.G. RAJAN-L. ZINGALES, *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data*, in *Journal of Finance*, n. 50, dicembre 1995; L. CAPRIO (a cura di), *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica*, in *Studi e Ricerche del Mediocredito Lombardo*, Milano, 1997; P. SAPIENZA, *Le scelte di finanziamento delle imprese italiane*, in I. ANGELONI-V. CONTI-F. PASSACANTANDO (a cura di), *Le banche ed il finanziamento delle imprese*, Il Mulino, Bologna, 1997; P. GALBIATI, *La struttura finanziaria delle imprese: modelli teorici e scelte operative*, Egea, Milano, 1999; e D. VENANZI, *La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica*, Utet, Torino, 1999.

⁸ Si veda in particolare L. BONATO-R. HAMAUI-M. RATTI, *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, cit.

⁹ La riforma fiscale in atto prevede la soppressione del credito d'imposta legato ai dividendi societari ed un meccanismo di prelievo progressivo legato ad una percentuale residuale del 5% del risultato netto distribuito.

zione principale di rilievi statistici completamente differenti rispetto a quelli attesi.

L'evidenza empirica dimostrerebbe rapporti di indebitamento più contenuti per quelle imprese dotate di scudi fiscali alternativi a quello del debito (come ad esempio gli ammortamenti ed altri vantaggi fiscali legati agli investimenti)¹⁰.

Il vantaggio fiscale del debito è contrapposto, nella teoria del *trade-off*, alla variazione del rischio di dissesto finanziario generato dall'aumento dell'indice di indebitamento dell'impresa; secondo le previsioni di tale teoria ci si dovrebbe attendere un minor livello di indebitamento in quelle imprese dove maggiore è il rischio di dissesto.

L'evidenza empirica dimostra che la probabilità di insolvenza dell'impresa dipende non già tanto dal suo grado di esposizione debitoria, quanto più dalla volatilità della sua redditività operativa: in sostanza la capacità di servire il debito, cioè di pagarlo e rimborsarlo alle scadenze prestabilite, è strettamente legata alla rischiosità aziendale; le imprese italiane presentano, in fattispecie di aumento del rischio, riduzioni del grado di indebitamento¹¹.

Strettamente legata all'evidenza empirica risulta essere la teoria dell'ordine di scelta (*pecking order hypothesis*). Secondo le previsioni, anche le imprese italiane, affiderebbero al reinvestimento degli utili prodotti dalla gestione aziendale, la preferenza in qualità di fonte di finanziamento; solo in carenza di autofinanziamento farebbero ricorso alle fonti esterne (privilegiando il debito in luogo del mercato azionario¹²).

Si è accennato in premessa al particolare rapporto che lega, in Italia, le imprese agli istituti di credito. Secondo recenti studi sulle relazioni banca-impresa¹³, sarebbe empiricamente verificata la correlazione positiva tra redditività e preferenza per l'uso di fonti interne; le banche italiane sarebbero depositarie di un maggior potere contrattuale verso le imprese affidate e ciò determinerebbe, attraverso un aumento dei tassi interesse discrezionale, un maggior utile per i finanziatori, anche in situazioni caratterizzate da minori costi di monitoraggio generati, ad esempio, da una concentrazione bancaria.

¹⁰ Si veda F. BUTTIGNON-F. DE LEO, *I fattori determinanti la struttura finanziaria: analisi empirica del caso italiano*, cit.

¹¹ Cfr. L. BONATO-R. FAINI, *Le scelte di indebitamento delle imprese in Italia*, in V. CONTI-R. HAMAUI (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, cit.

¹² Cfr. L. BONATO-R. HAMAUI-M. RATTI, *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, cit.

¹³ Cfr. P. SAPIENZA, *Le scelte di finanziamento delle imprese italiane*, in I. ANGELONI-V. CONTI-F. PASSACANTANDO (a cura di), *Le banche ed il finanziamento delle imprese*, cit.

Con riferimento ad una recente indagine sulla struttura finanziaria delle imprese italiane¹⁴ si rileva, in controtendenza rispetto alle situazioni rilevate nel periodo 1987-1993 in cui gli indici debito/capitale proprio sottolineavano l'aumento dell'incidenza dell'indebitamento, a partire dall'esercizio 1993, la tendenza ad un riequilibrio della struttura finanziaria legato alla riduzione del grado di indebitamento. Il contributo del debito sembrerebbe aver risentito dell'influenza di specifiche condizioni nelle quali si traducono decisioni di politica monetaria e scelte di politica economica, così come altrettanto evidente sembrerebbe l'intenzione di creare le condizioni per quella situazione di *tax-exhaustion*¹⁵ tesa a spingere naturalmente il ricorso a mezzi finanziari interni.

Giova ricordare, con riferimento alla composizione delle fonti di finanziamento, la negativa congiuntura economica che, a partire dagli anni '90, ha caratterizzato lo scenario di riferimento delle nostre imprese, impegnate nella sfida creata dalla globalizzazione, con armi impari rispetto ai sempre più numerosi *competitors* di riferimento.

In un contesto caratterizzato da scarsa redditività (si veda l'andamento del rendimento dei capitali complessivamente investiti nella gestione delle imprese nel periodo compreso tra il 1982 ed il 1999, riportato in Figura 3.1¹⁶), modesti ritorni di capitale, forte pressione fiscale, costi della manodopera disincentivan-

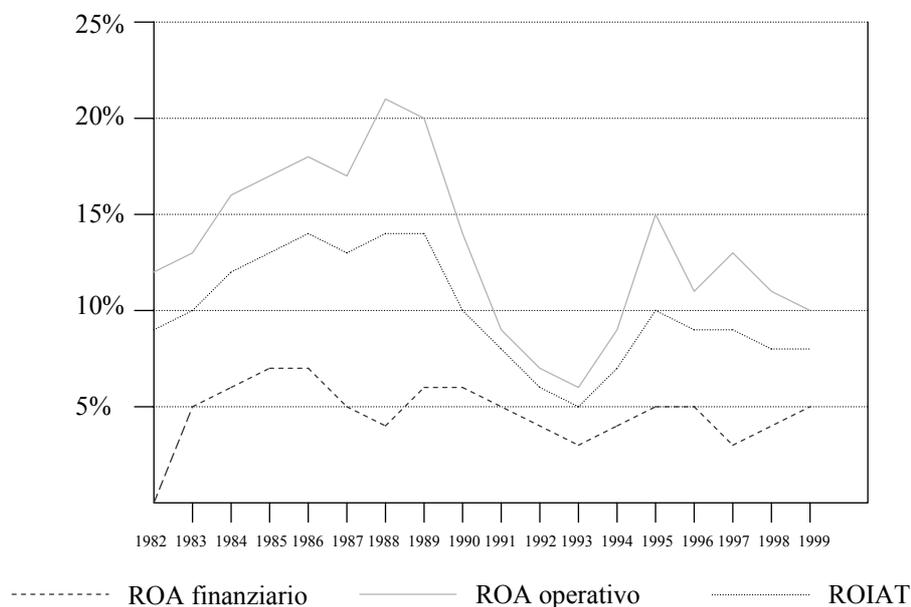
¹⁴ Si veda P. GALBIATI, *La struttura finanziaria delle imprese: modelli teorici e scelte operative*, cit. Nella ricerca sono stati analizzati i dati derivanti dallo studio di due campioni d'aziende: il primo, selezionato da Mediobanca, comprende 161 imprese pubbliche e 1.588 private per un fatturato che al 1997 era pari (in lire) a 195.500 miliardi per le imprese pubbliche e di 411.961 miliardi per le private. Il secondo campione, fornito dalla Centrale dei Bilanci, comprende un totale di 40 imprese pubbliche e 4.497 imprese private, per un fatturato totale al 1996 (ultimo anno della serie storica) di 44.000 miliardi per le imprese pubbliche e di 435.000 per quelle private.

¹⁵ Un'impresa *tax-exhausted* non ha nessun beneficio fiscale legato agli oneri finanziari, poiché non può dedurli dal reddito imponibile.

¹⁶ I grafici sono tratti dalla CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e finanza delle imprese italiane, 1982-1999*, XIV Rapporto, Bancaria Editrice, Roma, 2001. Le elaborazioni sono basate sulle informazioni di natura contabile gestite dalla Centrale dei Bilanci, e offrono un interessante punto di partenza per analizzare il comportamento delle imprese manifatturiere italiane e dei risultati da esse ottenuti nel corso del 1999. Il campione chiuso utilizzato per la presente edizione del Rapporto comprende i bilanci relativi a 5.249 imprese di cui 3.880 appartenenti ai settori della Trasformazione Industriale. Considerando le dimensioni complessive del campione, il totale dei dipendenti occupati presso le imprese censite è risultato nel 1999 di circa 1.100.300 unità, ed il valore aggiunto complessivamente prodotto è stato pari a 119.000 miliardi di lire. Confrontando tali dati con quelli di contabilità nazionale pubblicati dall'ISTAT, si rileva un grado di copertura del campione pari al 18,9% in termini di occupazione dipendente complessiva, che raggiunge il 21,1% passando al valore aggiunto. Limitando l'analisi alla sola Trasformazione Industriale, il totale dei dipendenti occupati presso le imprese del campione corrisponde ad una copertura del 26,5%, che sale al 30% in termini di valore aggiunto.

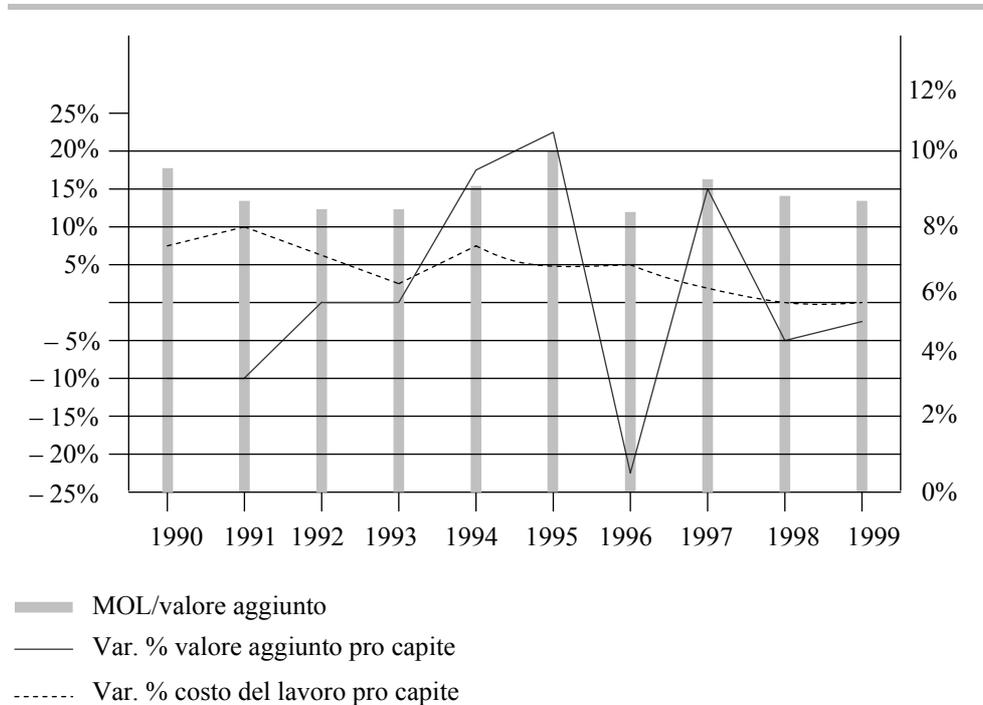
ti allo sviluppo dell'occupazione ed elevata burocrazia (si veda la variazione percentuale del costo lavoro pro capite confrontato con la variazione del valore aggiunto nel decennio 1990-1999, riportato in Figura 3.2), le recenti e numerose crisi imprenditoriali si accompagnano a scandali finanziari inediti per il nostro paese¹⁷, testimoniando l'improbabilità di poter sviluppare, almeno nel breve termine, adeguate strategie di attrattività finanziaria ed un allargamento del mercato dei capitali alle imprese che ancora hanno deciso di non farne parte.

Figura 3.1. – *Redditività del capitale investito dal 1982 al 1999*



Fonte: CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e finanza delle imprese italiane, 1982-1999*, XIV Rapporto, cit.

¹⁷ La nota e recente insolvenza dei bond Cirio e Parmalat non ha precedenti nel mercato obbligazionario italiano.

Figura 3.2. – *Variazioni del costo del lavoro e del valore aggiunto pro-capite*

Fonte: CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e finanza delle imprese italiane, 1982-1999*, XIV Rapporto, cit.

3.3. Le caratteristiche dell'indebitamento delle imprese italiane

I dati raccolti da Mediobanca¹⁸, dalla Centrale dei Bilanci¹⁹ e analizzati in numerose ricerche empiriche, confermano un elevato indice di indebitamento delle imprese italiane ed una certa persistenza nelle politiche finanziarie, con ulteriori caratteristiche di omogeneità tra imprese appartenenti a medesimi settori.

Il comportamento delle aziende varia a seconda delle caratteristiche della proprietà (pubblica o privata), delle dimensioni (grandi e piccole-medie imprese) e del settore di appartenenza.

¹⁸ MEDIOBANCA, *Dati cumulativi di 1740 società italiane, 1998 e Dati cumulativi di 1893 società italiane*, cit.

¹⁹ CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e finanza delle imprese italiane*, XVI Rapporto, cit.

Una recente indagine sulla struttura dell'indebitamento in Italia²⁰, ha messo in luce una serie di macro tendenze che andremo di seguito a riassumere.

Nel decennio osservato (1987-1996) la composizione della struttura finanziaria, in termini di incidenza sul totale dell'attivo, è rappresentata da:

- 30% di capitale proprio;
- 30% di debiti finanziari;
- 40% di fondi e credito commerciale.

Nel corso del periodo l'incidenza del capitale proprio e dei debiti finanziari non presenta particolari oscillazioni, se si eccettua un lieve *trend* di crescita dei mezzi propri relativo agli ultimi anni. Ciò che si è modificato è la struttura per scadenza e per composizione del debito; sui debiti finanziari si è ridotta l'incidenza di quelli a più lunga scadenza e, in parallelo, si è ridimensionata l'incidenza dei debiti obbligazionari, in netto calo; stabile il debito bancario che permane su livelli di entità rilevante (oltre il 60% dei debiti finanziari) registrando un peso maggiore del debito a media scadenza rispetto a quello a breve.

Il costo del debito finanziario, in diminuzione, scende fino al di sotto dell'11% e, con riferimento alle sole imprese industriali, risulta mediamente superiore di mezzo punto percentuale; per tali imprese anche il debito bancario ha un'incidenza inferiore (tre punti percentuali) e più marcato appare il tasso di autofinanziamento degli investimenti.

Le imprese più redditizie sono imprese tendenzialmente più grandi della media del campione Mediobanca e appaiono più capitalizzate, con un minor costo del denaro, con una maggior incidenza del debito a lungo termine ed una minore incidenza del debito bancario.

Le imprese meno redditizie sono di media dimensione (300 addetti e 50 milioni di euro di fatturato circa) e risultano meno capitalizzate, con maggiore incidenza del debito finanziario, in assenza totale di prestito obbligazionario, e più squilibrate nella struttura per scadenza delle fonti rispetto all'attivo.

3.3.1. La struttura finanziaria e la proprietà

Sulla base dei dati forniti dai campioni²¹, la natura privata o pubblica dell'azionariato rappresenta una variabile rilevante ai fini della scelta della struttura finanziaria, così come viene messo in luce dell'evidente differenziazione del grado di *leverage* fra imprese private e pubbliche.

²⁰ Si veda D. VENANZI, *La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica*, cit., p. 231 ss.

²¹ MEDIOBANCA e CENTRALE DEI BILANCI, *op. cit.*

Per le imprese private il rapporto di indebitamento è stato sempre inferiore; ciò, in parte, trova una spiegazione nelle significative perdite subite, a partire dal 1988, dalle imprese a partecipazione statale che, prima dell'avvio del processo di privatizzazione, hanno determinato l'erosione del capitale netto; con il 1992 inizia un processo di dismissioni e di risanamento economico che ha determinato il recupero, in parte, della capacità di autofinanziamento²².

La variazione in diminuzione del grado di *leverage* fra settore pubblico e privato, avvenuta negli ultimi anni della serie storica considerata (1983-1996) è dovuto non tanto al peggioramento del grado di indebitamento del settore privato, quanto al venir meno di alcune caratteristiche tipiche della realtà pubblica del nostro paese²³.

3.3.2. La struttura finanziaria e le dimensioni dell'impresa

Il campione censito dalla Centrale dei Bilanci viene ulteriormente suddiviso per classi dimensionali di fatturato²⁴. Emerge con chiarezza una relazione inversa fra dimensione aziendale e grado di *leverage*; le realtà aziendali minori

²² Si veda P. GALBIATI, *La struttura finanziaria delle imprese: modelli teorici e scelte operative*, cit., p. 100 ss. Le imprese pubbliche, ante 1993, presentano livelli di *leverage* assai più elevati di quelle private, inoltre vedono ridursi il valore assoluto del MOL, tanto da non essere sufficiente a coprire gli ingenti oneri finanziari e da far crescere l'indice PFN/MOL al punto di dare l'impressione che il rimborso dell'indebitamento, attraverso il flusso gestionale, sia possibile solo dopo diversi decenni. Dal 1992/1993 si è avviato un processo di rafforzamento dovuto sia alla serie di privatizzazioni avviate dall'amministrazione, sia ai vincoli posti a livello comunitario sulla concorrenza (come dimostrano gli accordi Prodi-Van Miert sull'indebitamento dell'IRI). In particolare la serie di privatizzazioni avvenute negli anni '90 ha diminuito, da un lato, l'esposizione debitoria di dette imprese, grazie ai proventi delle dismissioni aziendali, e ottenuto, dall'altro, il miglioramento delle condizioni strutturali interne a cui è seguita una maggiore capacità di autofinanziamento.

²³ Secondo l'autrice, nel passato, il rischio operativo delle imprese pubbliche impegnate nello svolgimento di servizi, è stato sempre considerato maggiormente contenuto rispetto ad altri settori a causa delle caratteristiche della domanda, molto stabile nel tempo, e poco interessata alle congiunture economiche, tanto da stimolare la fiducia dei finanziatori alla concessione di un grado di indebitamento maggiore. Questa fiducia veniva ulteriormente accresciuta dalla consapevolezza della presenza di azionisti pubblici nella compagine sociale e dal maggior controllo sulle scelte operative gestionali e sulle politiche di bilancio, creando le condizioni per favorire il settore pubblico di maggiori possibilità di copertura dell'indebitamento e di un maggiore rating creditizio. La mancanza di restrizioni quantitative e la fruizione di condizioni particolarmente vantaggiose è andata tuttavia diminuendo a seguito delle crisi di Federconsorzi e del gruppo Efim.

²⁴ Come noto il fatturato non rappresenta l'indicatore più adatto a rappresentare la "dimensione" dell'impresa; tuttavia evidenzia il volume d'affari sviluppato dall'azienda e dunque indica, dal punto di vista finanziario, la quantità di denaro che viene ad essere movimentata.

(in termini di fatturato) sono caratterizzate da un livello di indebitamento più alto che incide sia sul piano reddituale, per effetto di un maggior costo dei debiti, sia sul piano fiscale, per effetto dei benefici legati all'indebitamento; tale scelta può risultare più agevole per la maggiore flessibilità decisionale di cui dispongono aziende a compagine sociale ristretta come quelle considerate.

La dimensione delle imprese private sembra caratterizzare fortemente il grado di *leverage* delle stesse, via via sempre più basso per le realtà maggiori; tale situazione viene sottolineata dall'andamento della quota di margine operativo lordo (MOL) sugli oneri finanziari (OF), tanto più alta quanto più piccole sono le imprese per tutti gli anni della serie storica considerata.

La situazione delle imprese con un fatturato superiore ai 250 milioni di euro è caratterizzata non solo da un grado di indebitamento meno elevato, ma anche da una maggiore capacità dei proventi finanziari di soddisfare gli oneri finanziari esistenti, come dimostrato dal valore negativo del rapporto fra posizione finanziaria netta (PFN) e margine operativo lordo (MOL).

Fra i dati che accomunano dimensionalmente il campione considerato (4.497 imprese) vi sono una crescita generalizzata del grado di *leverage* costante nel tempo, anche se un po' attenuata fra 1993 e 1996, mentre è singolare la tendenza ad un movimento parallelo degli indici fra classi dimensionali differenti.

Con riferimento alle dinamiche delle società di minori dimensioni²⁵, la fine degli anni '90 è caratterizzata dal mantenimento della struttura economico-finanziaria.

In particolare, si possono notare alcune tendenze. La crescita del fatturato e del valore aggiunto subisce un forte rallentamento, diffuso in quasi tutte le classi dimensionali. Come conseguenza della riduzione di entrambi i tassi di crescita si è pervenuti ad un rapporto tra valore aggiunto e fatturato costante o in lieve calo: il valore aggiunto è rimasto, quindi, strutturalmente più elevato nelle classi medio-basse (al di sopra del 31% del fatturato).

La redditività complessiva, misurata dal ROA, indice di rendimento complessivo delle attività investite, è calata in tutte le classi dimensionali; le riduzioni più significative si riscontrano per le aziende con giro d'affari superiore al miliardo (di lire), sebbene la correlazione con l'aumento della dimensione sia meno marcata rispetto ad altri indicatori.

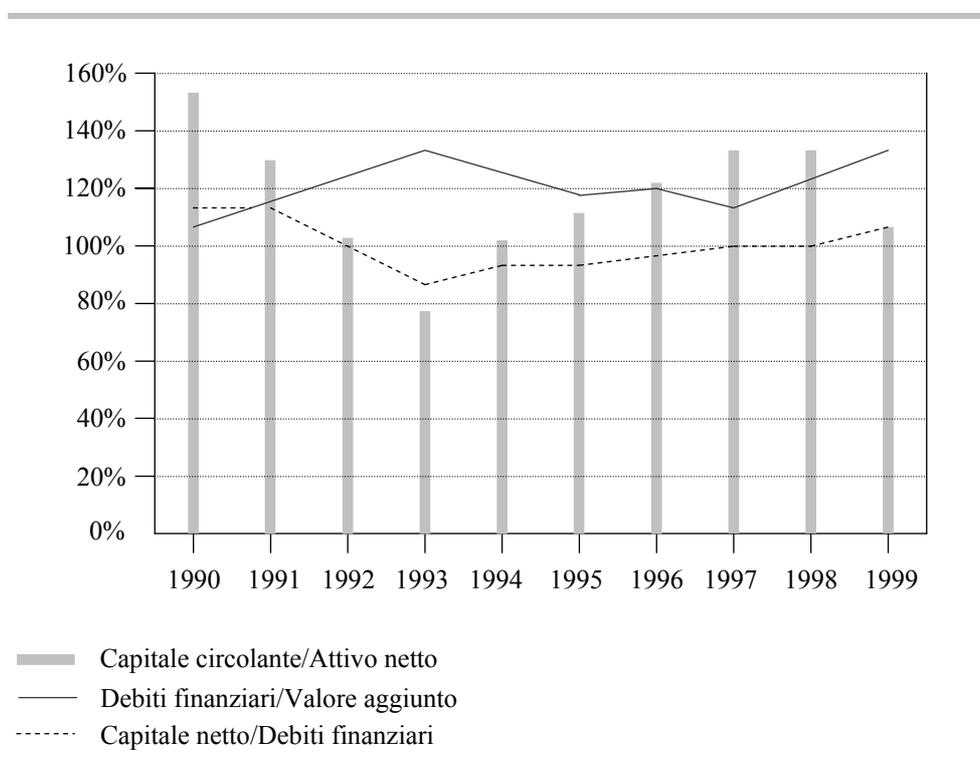
²⁵ CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e finanza delle imprese italiane, 1982-1999*, XIV Rapporto, cit.; il campione è composto da oltre 65.000 società di capitali, aventi un fatturato medio di periodo inferiore ai 25 miliardi di lire.

3.3.3. L'andamento della struttura finanziaria nella rilevanza empirica degli anni '90

Con riferimento al campione della Centrale dei Bilanci, giova sottolineare l'andamento dei principali indici di struttura patrimoniale e finanziaria relativi al decennio 1990-1999.

Nella Figura 3.3 sono indicati i rapporti tra capitale circolante ed attivo netto, capitale netto e debiti finanziari e l'incidenza dei debiti finanziari sul valore aggiunto.

Figura 3.3. – *La struttura patrimoniale e gli equilibri finanziari*



Fonte: CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e finanza delle imprese italiane, 1982-1999*, XIV Rapporto, cit.

Dall'osservazione dei valori possiamo identificare il progressivo e tendenziale rafforzamento del capitale netto in rapporto ai debiti finanziari (dato significativo se letto in concomitanza alla crescita dei debiti stessi in rapporto al valore aggiunto) a partire dal 1993, fino ad arrivare ad una posizione del 1999 simile a quella del 1990; l'andamento dei debiti finanziari, in

calo nel periodo compreso tra il 1993 ed il 1997, è tornato a crescere.

I dati confermano le considerazioni svolte anche con riferimento alle rilevazioni effettuate da Mediobanca nel medesimo periodo, e testimoniano come le scelte finanziarie delle imprese considerate nel campione vadano verso un rafforzamento, seppur ancora di lieve entità, della struttura finanziaria.

Nelle scelte di finanziamento a breve termine si registra una relativa stabilità e permane la dipendenza dal sistema bancario che rappresenta ancora la fonte di finanziamento principale delle imprese italiane.

3.4. L'evoluzione della struttura finanziaria

Prima degli anni '70²⁶ le imprese italiane hanno attraversato un decennio di crescita autofinanziata (anni '50) ed un periodo di introduzione dell'indebitamento con una marcata presenza di autofinanziamento (anni '60). I mezzi propri delle imprese si riducono drasticamente in corrispondenza dei primi anni '70, caratterizzati dallo sviluppo finanziato con ricorso all'indebitamento. Fino agli anni '80 la capacità di autofinanziamento si è drasticamente ridotta per effetto del calo di redditività a livello aggregato. Una forte inflazione e condizioni generali di profonda ristrutturazione economico-finanziaria toccano il culmine nel 1981, anno dopo il quale si assiste ad una riduzione del grado di indebitamento delle grandi imprese, anche favorito dal progressivo recupero della redditività. Dal 1988 (e fino al 1993) riprende l'ascesa del debito in corrispondenza di una nuova contrazione del ciclo economico.

Una nuova inversione di tendenza, come già accennato, parte dal 1993 e presuppone incentivi alla ricapitalizzazione delle imprese (riforma fiscale, introduzione del dualismo impositivo per le imprese, disincentivo al debito penalizzato dall'introduzione dell'imposta regionale sulle attività produttive).

A partire dal 1999²⁷ si osserva, in merito alla struttura finanziaria, l'aumento del rapporto tra capitale netto e debiti, che si è riportato su livelli prossimi a quelli

²⁶ Le considerazioni sono tratte da quello che viene considerato come il più autorevole studio dell'evoluzione della struttura finanziaria delle imprese italiane di L. CAPRIO, *Le strutture finanziarie delle imprese nei principali paesi industrializzati*, cit.

²⁷ CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e finanza delle imprese italiane*, XVI Rapporto, 1999-2001, Bancaria Editrice, Roma, 2003. Le rilevazioni effettuate in questo capitolo sono rilevate dal campione chiuso estratto dal Sistema Informativo della Centrale dei Bilanci, comprendente 15.142 imprese di cui 9.667 appartenenti ai settori della Trasformazione Industriale. Considerando le dimensioni complessive del campione, il totale dei dipendenti occupati presso le imprese censite è risultato nel 1999 di circa 2 milioni e 750 mila unità, ed il valore aggiunto complessivamente prodotto è stato pari a 175.416 milioni di euro. Per quanto riguarda la sola Trasformazione Industriale, la rappresentatività del campione rispetto ai dati di Contabilità nazionale, in termini di dipendenti occupati presso le imprese, corrisponde ad una copertura del 39%, che sale al 46% in termini di valore aggiunto.

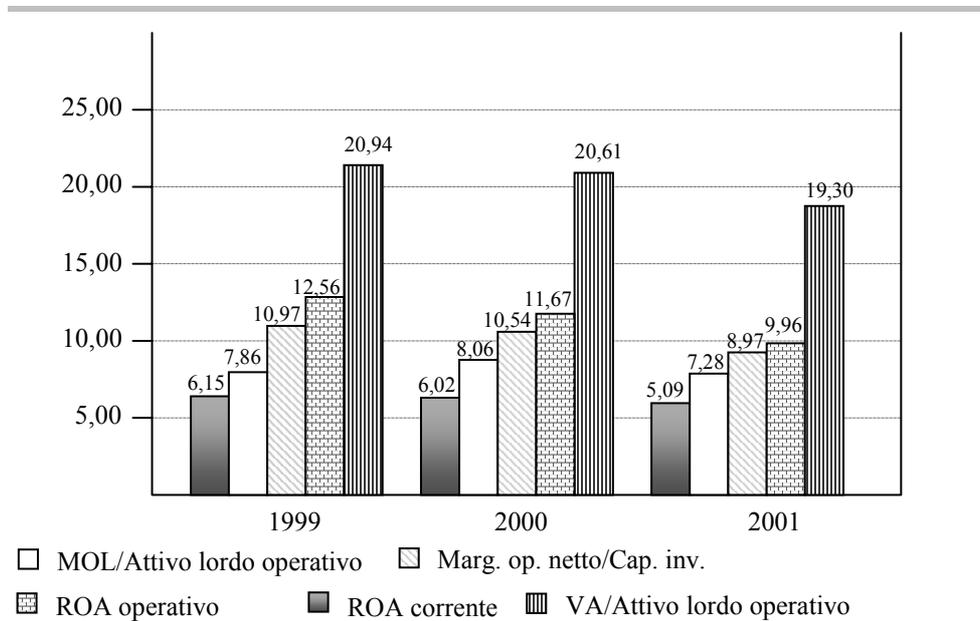
rilevati nei primi due anni del decennio (109,8% nel 1999 rispetto a 109,4% nel 1991), pur in presenza di un aumento dei debiti finanziari in rapporto al valore aggiunto. Il recupero di maggiore autonomia nei confronti dei finanziatori esterni è evidenziato anche dalla maggiore incidenza dell'autofinanziamento rettificato sui debiti finanziari (19,3%), aumentato di un punto percentuale rispetto al 1998.

Le scelte finanziarie che le imprese hanno assunto nel 1999 si sono tradotte in una crescita del capitale netto, aumentato di circa 1,5 punti percentuali in rapporto all'attivo netto (dal 29,9% del 1998 al 31,5%). Per quanto riguarda i debiti finanziari, l'incidenza della componente a lungo termine non ha subito variazioni rilevanti, permanendo all'11,2%, mentre i debiti a breve sono scesi al 15,8% dell'attivo.

I dati delle imprese manifatturiere confermano il rallentamento dell'attività economica iniziato già nell'ultimo trimestre del 2000 e proseguito in tutto il 2001 con un ulteriore peggioramento della situazione in seguito ai fatti dell'11 settembre. Nella valutazione della redditività complessiva si riscontrano alcune analogie con la situazione ed i risultati che avevano caratterizzato il periodo precedente confermando il permanere delle non favorevoli condizioni (vedi Figura 3.4).

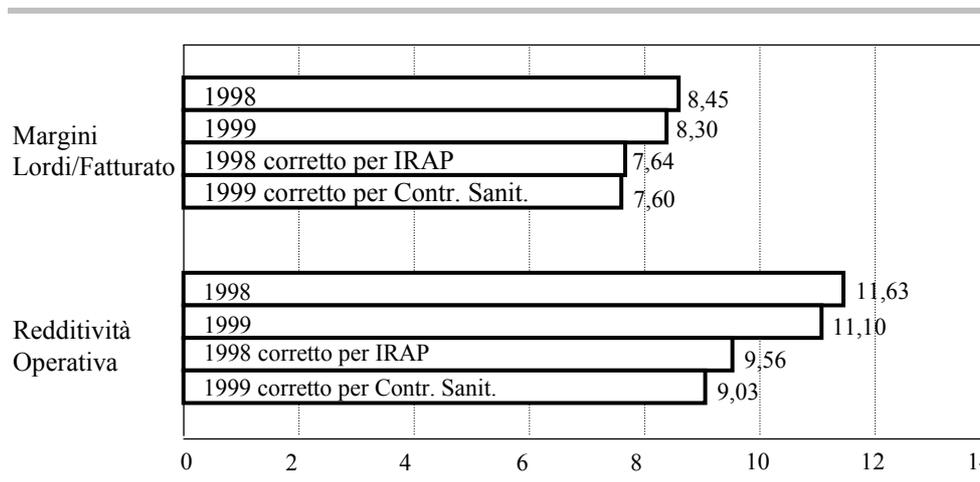
L'esame della profittabilità operativa evidenzia in generale un'ulteriore riduzione della capacità delle imprese private di generare valore a partire dal capitale impiegato. Il ROA corrente arretra di quasi un punto percentuale e ancora più evidente è la contrazione del ROA operativo, indicatore di sintesi della redditività della gestione caratteristica, che passa dall'11,7% al 10%.

Figura 3.4. – Redditività, margine operativo lordo e netto 1999-2001



Fonte: CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e finanza delle imprese italiane, 1999-2001*, XVI Rapporto, cit.

Figura 3.5. – Margini lordi e redditività operativa (corretti IRAP)



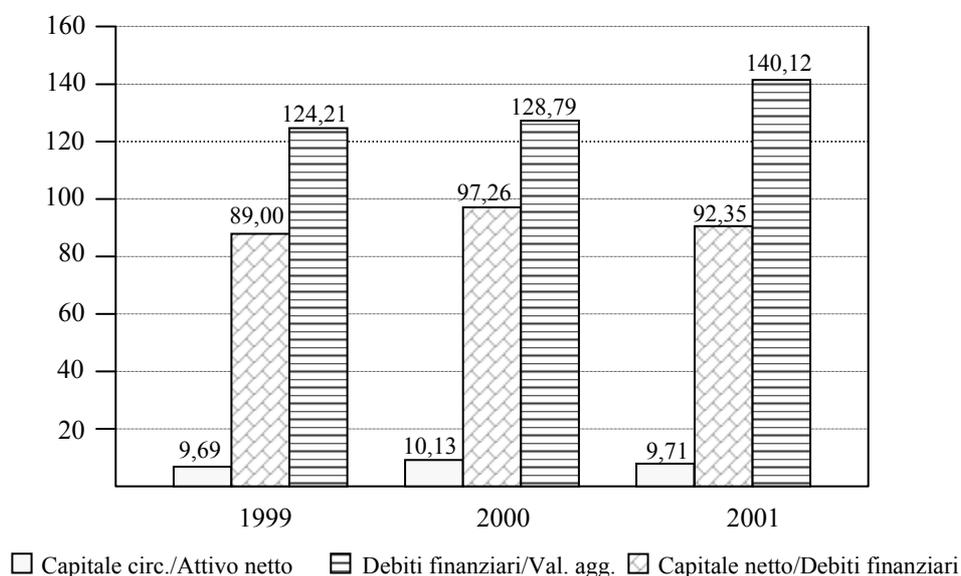
Fonte: CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e finanza delle imprese italiane, 1999-2001*, XVI Rapporto, cit.

L'andamento dei debiti finanziari risulta in ulteriore crescita nel triennio 1999-2001, mentre il capitale netto subisce una lieve contrazione tra il 2000 ed il 2001 (vedi Figure 3.6 e 3.7).

Il minore impegno in termini di attività produttiva ha provocato un calo delle risorse assorbite dalla gestione operativa, causata dalla riduzione dei piani di investimento e dalla stabilità del capitale circolante netto. L'incidenza dei fabbisogni operativi in rapporto al fatturato è scesa dal 7,1% del 2000 al 5% nel 2001; a questa riduzione si è affiancata quella, più contenuta, delle risorse interne. Condizionati anche dal contributo negativo degli oneri finanziari, l'autofinanziamento ante gestione finanziaria e imposte ha subito un calo di 0,4 punti e l'autofinanziamento netto un calo di 0,5 punti, entrambi in percentuale del fatturato.

In funzione dell'andamento descritto sopra risulta più comprensibile il miglioramento del saldo finanziario lordo e netto: quest'ultimo, pur rimanendo negativo (- 2,6% in rapporto al fatturato), migliora di 1,2 punti percentuali rispetto al periodo precedente a testimonianza di un minore bisogno di ricorrere a fonti di finanziamento esterne.

Figura 3.6. – *Struttura patrimoniale ed equilibri finanziari 1999-2001*



Fonte: CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e finanza delle imprese italiane, 1999-2001*, XVI Rapporto, cit.

La copertura del fabbisogno finanziario ha comportato un minore ricorso al capitale di rischio e all'emissione di titoli di debito; per quanto riguarda i finanziamenti da banche o da altri istituti di credito è stato privilegiato l'indebitamento a lungo termine, che è cresciuto più del fatturato, mentre quello a breve ha ridotto di 0,7 punti il suo peso sul totale delle vendite.

Ulteriori indicazioni sul livello di autonomia delle imprese nei confronti delle fonti di finanziamento esterne provengono dall'analisi dell'autofinanziamento: la minore incidenza in rapporto ai debiti finanziari (pari al 16,2% rispetto al 19,4% del 2000) è indicativa di una minore disponibilità di risorse generate internamente.

L'esame della redditività della gestione delle attività finanziarie rileva, innanzitutto, un calo nell'andamento dei proventi finanziari, che si riducono allo 0,5% in rapporto al fatturato. Analogamente, il ROA finanziario mostra un calo sostenuto dal 4,5% all'1,9%. In una fase congiunturale negativa, le imprese manifatturiere hanno ridotto in maniera consistente la loro redditività complessiva. Se il ROA è calato di 1,2 punti (al 4,2%) rispetto al risultato del 2000, ancora meno incoraggiante è l'andamento del ROIAT, che si è attestato al 6,9% (9,1% nel 2000).

Nella valutazione della redditività del patrimonio netto, infine, trova conferma il generale deterioramento della capacità reddituale: il tasso di profitto garantito agli azionisti subisce una contrazione dall'11,9% al 7,8% e, al netto delle imposte, la riduzione risulta ancora più evidente, con un ROE sceso all'1,2% dal 4,4% nel 2000.

CAPITOLO 4

Struttura finanziaria e creazione di valore

SOMMARIO: 4.1. Premessa. – 4.2. I principi della creazione di valore. – 4.2.1. La definizione di valore. – 4.2.2. La misurazione del valore. – 4.2.3. I fattori determinanti di nuovo valore. – 4.3. Costo del capitale, rischio e rendimento. – 4.4. La struttura finanziaria e la creazione di valore.

4.1. Premessa

L'obiettivo della ricerca di una struttura finanziaria "ottimale" e le ragioni che debbono spingere l'impresa a mantenere una consonanza ed una risonanza con il sovrasisistema finanziario di riferimento, trovano il loro fondamento nella stessa "ragion d'essere" dell'impresa: la *creazione di valore*.

Le origini di tale pensiero e la progressiva sostituzione dell'obiettivo della massimizzazione del *profitto* con quello della massimizzazione del *capitale d'impresa*, risalgono addirittura al principio del secolo scorso¹ ed il riconoscimento di una gestione dell'impresa orientata all'incremento del suo valore fu accolta, in Italia, dagli economisti aziendali già con Gino Zappa².

L'identificazione del benessere dell'impresa con la capacità di soddisfare le attese di tutti gli *stakeholders*³, portatori di interessi talvolta contrapposti e quindi

¹ Da Fisher a Samuelson si sviluppa il concetto che il valore del capitale deriva dall'attualizzazione dei futuri redditi generabili, al netto del costo sostenuto per l'investimento.

² Già negli anni '30, ed ancor prima a livello europeo, gli aziendalisti identificano l'obiettivo dell'economia dell'impresa con l'incremento di valore dell'azienda; si veda G. ZAPPA, *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1946 (la prima edizione appare nel 1921).

³ Per un approfondimento sulle teorie sviluppate sugli obiettivi dell'impresa si veda, fra tutti, il contributo esaustivo contenuto in S. SCIARELLI, *Economia e gestione delle imprese*, Cedam, Padova, 1997.

conflittuali, ha progressivamente spostato l'attenzione degli economisti dalla *massimizzazione* del valore alla sua *ottimizzazione*, in ragione della conservazione di tale capacità nel corso del tempo⁴.

Scopo del presente capitolo è quello di evidenziare i principi della teoria di creazione del valore, richiamando le principali problematiche connesse all'individuazione ed alla misurazione del valore economico dell'impresa; la definizione del ruolo chiave giocato dal costo del capitale in tale percorso concettuale, permetterà di chiarire, definitivamente, il ruolo della politica finanziaria quale determinante fondamentale dell'organo di governo nella gestione d'impresa orientata alla creazione di valore.

E se la premessa della teoria di creazione del valore risiede nella capacità dell'impresa di ottenere un rendimento del capitale superiore al suo costo, risulterà inequivocabile l'individuazione di una struttura finanziaria che, svolgendo una funzione di regolamento della capacità competitiva, possa contribuire al processo di *ottimizzazione* delle molteplici variabili in gioco nel processo di incremento del valore economico dell'impresa.

Ancora una volta giova sottolineare il contributo della finanza d'impresa, che non si concreta nell'obiettivo di guidare le scelte aziendali dell'organo di governo verso l'incremento di valore, quanto nella concettualizzazione che tale obiettivo possa essere misurato solo attraverso la valutazione del capitale economico dell'impresa⁵, in base cioè alle risultanze del mercato e attraverso un processo di *autovalutazione* basato sulla relazione rischio-rendimento che rappresenta il ponte di collegamento con il sistema finanziario esterno.

⁴ Sull'opportunità di perseguire un obiettivo di ottimizzazione in luogo della massimizzazione, si esprime Golinelli sottolineando che «la creazione di valore nel tempo richiede, quale condizione di base, il mantenimento della consonanza intersistemica. [...] Sembra quindi possibile ritenere che il sistema impresa crei valore con relativa certezza quando allo sviluppo del profitto [...] si accompagna l'ulteriore condizione del perseguimento (mantenimento/implementazione) continuo del vantaggio competitivo, nell'ambito del quale è centrale [...] la ricerca di un equilibrio inter-sistemico», in G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa*, cit., p. 61. Riconoscere la necessità del mantenimento/implementazione del vantaggio competitivo quale condizione necessaria per la creazione di valore può subordinare lo sviluppo del profitto in ragione della salvaguardia dell'equilibrio inter-sistemico che, nel tempo, garantisce la sopravvivenza dell'impresa; appare chiaro dunque come, al limite, si possa parlare di massimizzazione "vincolata" del profitto, eventuale ma non necessaria, nella prospettiva dell'incremento del valore economico dell'impresa.

⁵ Sul tema della valutazione ed in particolare sul processo di autovalutazione del capitale economico per la rilevazione della performance aziendale (in luogo dei valori di mercato) si veda L. GUATRI, *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, Egea, Milano, 1996; ID., *Valore e "intangibles" nella misura della performance aziendale*, Egea, Milano, 1997; ID., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998.

4.2. I principi della creazione di valore

Nonostante il tema della creazione di valore, come accennato in premessa, trovi le sue origini ed i fondamenti concettuali in concomitanza alla nascita delle principali discipline economiche, soltanto a partire dagli anni '80, ed in particolare negli Stati Uniti, il fenomeno si trasforma in un vero e proprio approccio strategico per il governo dell'impresa.

Le ragioni risiedono essenzialmente nella progressiva perdita di competitività che le grandi imprese statunitensi andavano mostrando nei confronti dei concorrenti internazionali (soprattutto delle imprese giapponesi) e nel crescente segnale di insoddisfazione lanciato dal mercato finanziario verso i deludenti risultati economici prodotti dalle imprese.

Una svolta nella cultura americana arriva con la ricerca di Alfred Rappaport che riconosce, nella situazione congiunturale del mercato, il momento ideale per la diffusione di una teoria basata sul riconoscimento del "valore economico creato per l'azionista" quale parametro valutativo delle strategie d'impresa⁶.

Attraverso tale criterio di analisi venne messa in luce una situazione che, a livello accademico, condusse a mettere in discussione l'intero sistema capitalistico della *public company*⁷.

Esisteva un *gap* di valore, inespresso dal mercato, che testimoniava come le decisioni finanziarie delle imprese non fossero, in realtà, orientate alla creazione di valore azionario; un'analisi più attenta delle implicazioni di politiche orientate, il più delle volte, alla crescita dimensionale, evidenziò situazioni orientate alla distruzione di valore piuttosto che al raggiungimento di livelli superiori di redditività.

La sottovalutazione del capitale economico esponeva al rischio di "scalate" quelle imprese in cui il management non aveva sufficientemente valorizzato le attività aziendali.

La convinzione che i meccanismi retributivi ed incentivanti dell'organo di governo dovessero essere maggiormente collegati ai risultati ottenuti dagli azionisti, evidenziò, infine, l'inadeguatezza dei tradizionali metodi di misurazione contabile delle performance aziendali.

⁶ Si veda, in particolare, il lavoro di A. RAPPAPORT, *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York, 1986, (trad. it. *La strategia del valore*, F. Angeli, Milano, 1997). Sulle cause che hanno originato negli Stati Uniti lo sviluppo dello *Shareholder Value Approach* (SVA) si veda M.L. BLYTH-E.A. FRISKEY-A. RAPPAPORT, *Implementing the Shareholder Value Approach*, in *Journal of Business Strategy*, inverno 1986.

⁷ Si veda in tal senso M.C. JENSEN, *The Eclipse of the Public Corporation*, in *Harvard Business Review*, n. 5, 1989 e M. PORTER, *Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System*, in *Harvard Business Review*, n. 4, 1992.

È da quest'ultima considerazione che si sviluppa, anche a livello italiano ed europeo, l'interesse per una misura periodica del valore del capitale d'impresa, dettato anche dalla moltiplicazione dei processi di fusione/acquisizione di imprese che necessitavano di una valutazione dell'azienda negoziata⁸.

I principi sui quali si fonda la teoria della creazione di valore passano attraverso la definizione di "valore", inteso come grandezza "residuale" dopo il pagamento ed il rimborso del capitale impiegato, ed al suo riferimento legato ai diversi metodi di misurazione; l'individuazione delle cause della formazione di nuovo valore, dell'accrescimento cioè del capitale economico, completano l'inquadramento concettuale e consentono di evidenziare il ponte che collega la struttura finanziaria dell'impresa alle logiche della creazione di valore.

4.2.1. La definizione di valore

Per identificare il *valore* con riferimento agli obiettivi di un suo incremento, giova ricordare che la *creazione di valore* rappresenta la misura della variazione periodica tra il tempo t_0 ed il tempo t_n del capitale economico dell'impresa (W), oltre le somme già incassate ed al netto di quelle eventualmente versate a titolo di incremento del capitale investito (ΔC).

Dal punto di vista dell'azionista il metodo più immediato per misurare il guadagno ottenuto, con riferimento al mercato finanziario, è quello di sommare i dividendi ottenuti (d) ed il *capital gain* (ΔW) realizzabile⁹.

⁸ Il principale propositore e divulgatore della teoria della creazione di valore in Italia è Luigi Guatri; sui principi che regolano la teoria e sulle relazioni che legano i fattori determinanti del valore con le politiche e le strategie dell'impresa si veda L. GUATRI, *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991; sulla valutazione del capitale economico dell'impresa si veda, dello stesso autore, *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, cit., e *Valore e "intangibles" nella misura della performance aziendale*, cit.

⁹ Con riferimento al "ritorno dell'azionista" ed alla sua misurabilità si riporta il pensiero di Donna che identifica la felicità dell'azionista nei ritorni attesi futuri dell'investimento effettuato; «questi ritorni potranno assumere la forma di dividendo o tradursi in un aumento del valore del capitale impiegato, come bene sa il proprietario di un immobile, che nell'apprezzare il ritorno economico del proprio capitale, tiene conto non soltanto del reddito corrente percepito (il fitto meno le spese di gestione), ma a questo aggiunge la variazione subita dal valore di mercato dell'immobile. Analogamente il possessore di un'azione sa che la remunerazione conseguita dal suo capitale in un certo periodo è data dalla somma dei dividendi ricevuti e dalla variazione subita dal valore dell'azione posseduta [...]. Per apprezzare correttamente l'entità del ritorno per l'azionista occorre quindi disporre di due misure: il reddito distribuito e la variazione di valore del capitale», in G. DONNA, *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, cit., pp. 33-34.

La misura del valore inteso come “interesse (vantaggio) dell’azionista” (R) può esprimersi con¹⁰:

$$R = d + \Delta W - \Delta C.$$

E su un orizzonte temporale che va da t_1 a t_n come:

$$\sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+k)^t} + \frac{W_t}{(1+k)^t} - W_0 - \sum_{t=1}^n \frac{\Delta C_t}{(1+k)^t}.$$

Dove:

- d_t = dividendi pagati dall’impresa (nell’arco temporale che va da t_1 a t_n);
- k = costo del capitale;
- W_0 = valore iniziale del capitale economico dell’impresa;
- W_t = valore finale del capitale economico dell’impresa;
- ΔC_t = variazione di capitale investito.

Tale risultato dipende dalla misurazione dei dividendi pagati (grandezza immediata e facilmente disponibile) e dalla variazione del capitale economico dell’impresa (grandezza molto più complessa e dipendente da una molteplicità di variabili, non semplicemente identificabili con riferimento al mercato); la scomposizione dei fattori che determinano la creazione di valore conduce dunque al superamento di un approccio basato sui “valori di mercato” e introduce il problema della quantificazione del “valore economico” dell’impresa.

Ne discende che, per misurare il valore creato da un’impresa, non sarà sufficiente fare ricorso alle risultanze espresse dal mercato (le borse valori); ciò non tanto in ragione, per lo meno nel nostro paese, della scarsa quantità di imprese che vi si rivolgono per la raccolta del capitale di rischio, quanto per la differenza intrinseca dei valori rappresentati; in realtà l’impresa non crea (o distrugge) ciò che il mercato assegna come *capital gain (or loss)*, ma genera un rapporto di causa-effetto la cui quantificazione/spiegazione risiede altrove.

4.2.2. La misurazione del valore

Per comprendere come operano i fattori di creazione del valore, giova chiarire che la misura del valore risiede nell’*attualizzazione dei flussi di ricchezza* prodotti dall’impresa e se si accetta la visione secondo la quale i valori espressi

¹⁰ In tal senso si veda L. GUATRI, *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, cit., p. 20; A. RENOLDI, *Valore dell’impresa. Creazione di valore e struttura del capitale*, Egea, Milano, 1997, p. 12.

dal mercato non rappresentano il valore economico del capitale investito, occorre identificare delle alternative per procedere nel processo di misurazione.

Le tradizionali misure della creazione di valore fanno riferimento al capitale investito nell'impresa dagli azionisti (il c.d. capitale di rischio) ed identificano il *valore* creato per tale categoria di fornitori del capitale come *grandezza "residuale" risultante dalla differenza tra il reddito netto generato ed il costo sostenuto per fornire il capitale stesso*; in tal senso discenderebbe l'assunto più volte richiamato in ordine alla valutazione di convenienza dell'investimento riferita alla creazione di valore¹¹.

Per procedere alla misurazione del valore creato per gli azionisti occorre disporre di una grandezza, il valore del capitale, ricavabile attraverso l'applicazione di metodologie differenti ma che debbono necessariamente portare, se correttamente applicate, ad identificare il medesimo risultato.

In dottrina i metodi di valutazione del capitale economico dell'impresa vengono definiti *reddituale* (correlato ad un approccio di tipo finanziario, attualizza al costo del capitale i flussi di cassa futuri attesi), *patrimoniale* e *misto*, nel senso che, applicando un approccio di tipo economico, si somma il capitale investito e l'avviamento, inteso come valore attuale dei maggiori redditi futuri che l'impresa potrà conseguire rispetto alla normale remunerazione del capitale)¹².

Rammentando che, anche per la teoria della creazione di valore, rimane valido il vincolo ragioneristico, secondo cui le attività (*A*) sono pari al patrimonio netto (*E*) aumentato dei debiti (*D*), per cui:

$$A = E + D$$

nell'ambito del processo di identificazione della misura di creazione di valore assegneremo a tali grandezze l'accezione di *valore*, inteso come parametro oggetto della misurazione; in tal senso V_A misurerà il valore delle attività dell'impresa, V_D il valore dei debiti ed V_E il valore del capitale rischio (o valore azionario)¹³.

Seguendo il metodo *patrimoniale*, il valore del capitale economico (per l'azionista, V_E), risulta essere la somma del capitale investito (*E*) e del valore attuale

¹¹ Un investimento crea valore solo se genera una ricchezza superiore al costo del capitale impiegato per produrla.

¹² Per un'analisi dei metodi di valutazione del capitale economico si veda L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998; A. DAMODARAN, *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw-Hill Italia, Milano, 1996.

¹³ In tal senso si veda A. MIGLIETTA, *La gestione dell'impresa fra competizione e valore*, cit., p. 49. La specificazione risulta importante poiché per la teoria della creazione di valore non rilevano i criteri contabili di valutazione bensì il *valore* delle grandezze considerate.

dei flussi di ricchezza futuri attesi per l'azionista (tale grandezza, di natura residuale, è definita come "creazione di valore" o valore aggiunto¹⁴).

La creazione di valore totale (CVT) è dunque la differenza tra il valore del capitale economico (V_E) ed il valore iniziale del capitale investito (E); in formula:

$$CVT = V_E - E.$$

Avendo abbandonato il valore di mercato quale parametro di misurazione del capitale economico occorre a questo punto identificare le variabili che definiscono la creazione di valore quale attualizzazione dei flussi di ricchezza futuri per l'azionista.

Scomponendo il processo di creazione di valore in una serie di esercizi futuri, in un arco temporale che va da t_1 a t_n , avremo che l'incremento di valore del capitale economico dell'azionista (CVT) sarà dato dalla somma delle differenze attese tra reddito netto prodotto dall'impresa (RN) e costo del capitale di rischio investito (CK_e), attualizzate con il tasso di rendimento richiesto dal capitale di rischio (k_e).

Identificando con CVE (creazione di valore d'esercizio) tali differenze¹⁵, possiamo esplicitare la creazione di valore totale come segue:

$$CVT = \sum_{t=1}^n \frac{CVE_t}{(1+k_e)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{(RN_t - CK_{et})}{(1+k_e)^t}.$$

Il valore del capitale economico per l'azionista (V_E), formato dal capitale investito (E) e dal suo incremento sarà dato da:

$$V_E = E + CVT.$$

Volendo misurare il valore economico operativo dell'impresa alla luce delle prospettive di creazione di valore (V_A), ossia il valore delle attività inteso come capitale netto investito, la grandezza di riferimento (CVT) dovrà essere esplicitata identificando i flussi attesi di ricchezza come differenza tra il reddito operativo netto ed il costo complessivo del capitale investito (considerando cioè an-

¹⁴ In dottrina tale misura è denominata *market value added*; in questa sede si fa riferimento al concetto di CVT (creazione di valore totale) introdotta da Donna nel suo *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, cit.

¹⁵ L'indicatore CVE è stato introdotto da G. Donna quale misura, basata sui principi della competenza economica, dell'effettiva creazione di valore realizzata in un esercizio; si aggiunge ad altri indicatori quali l' EVA [®] (*economic value added*) e il CVA (*cash value added*) ma occorre precisare come la sua influenza sulla variazione di valore economico dell'impresa intervenuta in un determinato esercizio sia valutabile solo in funzione delle aspettative sui futuri valori attesi di CVE , la cui somma attualizzata al tasso di costo del capitale è espressa da CVT , creazione di valore totale; in G. DONNA, *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, cit., p. 176.

che il debito) ed utilizzando come tasso di attualizzazione il costo medio ponderato del capitale (*wacc*).

Se si assume il valore del debito “corrente” come dato aggregabile ai valori determinati, e rammentando il sempre valido vincolo ragioneristico, avremo che:

$$V_A = V_E + D$$

o in alternativa

$$V_A = A + CVT.$$

4.2.3. I fattori determinanti di nuovo valore

Per verificare l'importanza della struttura finanziaria nel processo di creazione del valore occorre inquadrare concettualmente i fattori che sono alla base della formazione di nuovo valore¹⁶.

Tali fattori sono essenzialmente tre: il tasso di profitto, la sua durata ed il tasso di reinvestimento degli utili.

Il tasso di profitto è la differenza tra il rendimento atteso del capitale proprio (ROE) ed il suo costo (K_e)¹⁷, calcolabile anche con riferimento al totale dei mezzi investiti (comprendendo cioè anche i debiti), sottraendo dal rendimento degli investimenti (ROI) il costo medio ponderato del capitale (*wacc*).

La durata del tasso di profitto è la condizione necessaria per la creazione di nuovo valore e rappresenta il collegamento vero e proprio tra orientamento strategico dell'impresa e sua gestione operativa, richiamando il concetto di *vantaggio competitivo* (e la sua sostenibilità nel tempo) quale origine della formazione del profitto.

Il terzo fattore, il tasso di crescita del capitale proprio, rappresenta la percentuale di reinvestimento degli utili non distribuiti per il tasso di rendimento del capitale proprio iniziale.

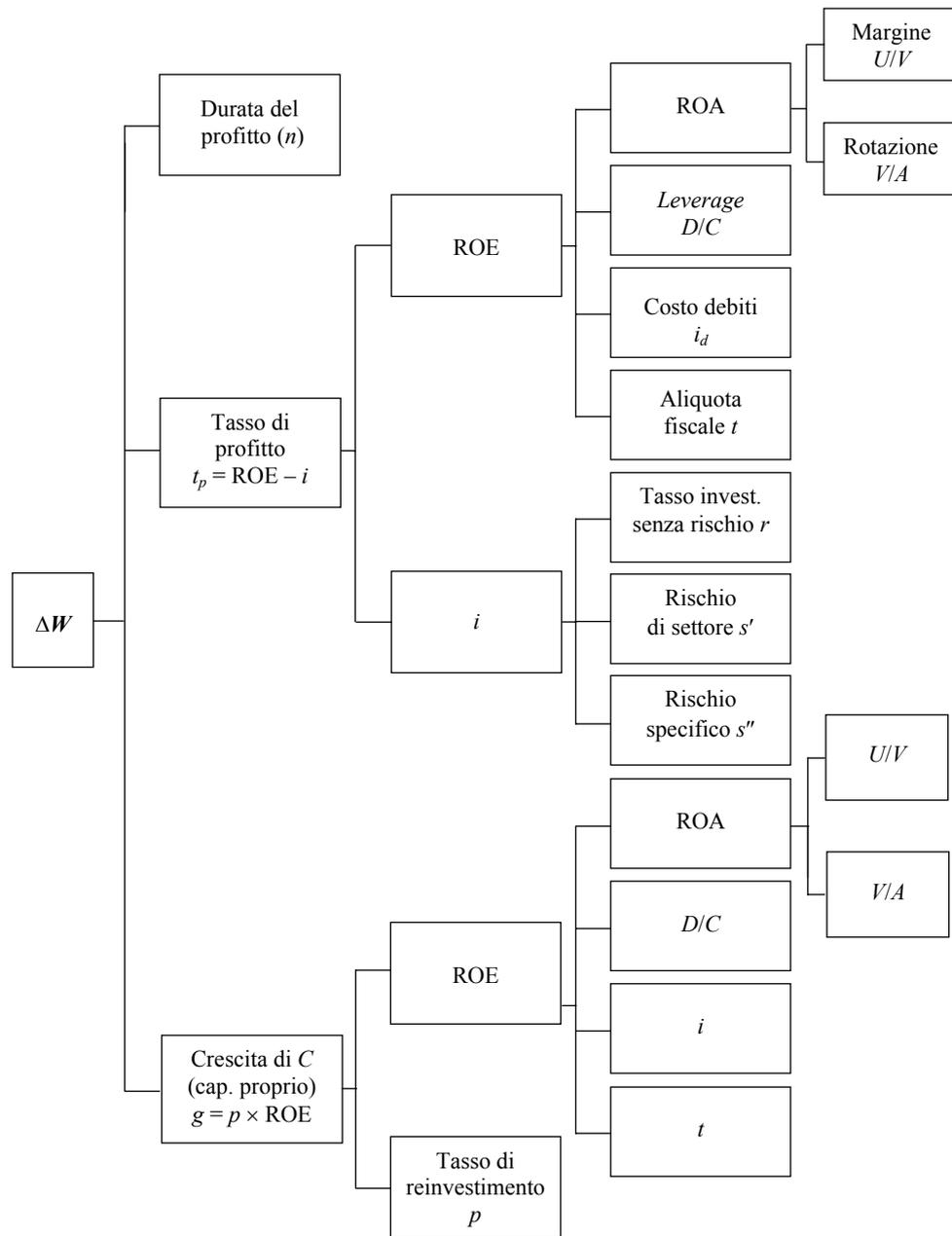
Nella Figura 4.1 è rappresentato uno schema che esprime in sintesi i fattori citati, che vengono esaminati anche sotto il profilo delle rispettive analitiche componenti¹⁸.

¹⁶ La letteratura, in tal senso, ha sviluppato un quadro di riferimento ampiamente condiviso; si veda L. GUATRI, *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, cit., p. 31 ss.

¹⁷ Appare chiara la natura “residuale” di tale grandezza che presenta dunque un legame con quelle individuate per misurare la creazione di valore.

¹⁸ Un'analisi critica dei fattori determinanti nuovo valore è contenuta in A. MIGLIETTA, *La gestione dell'impresa fra competizione e valore*, cit., p. 133 ss.; lo stesso Guatri, illustrando tali fattori, fa riferimento ad opinioni diffuse nella letteratura nord-americana, più che a veri e propri pilastri della teoria.

Figura 4.1. – I fattori determinanti di nuovo “valore”



Fonte: L. GUATRI, *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, cit., Quadro 1.2, p. 36.

Dove:

- ROE = rendimento del capitale proprio;
 ROA = rendimento sulle attività;
 i = tasso di capitalizzazione (o costo del capitale proprio);
 i_d = tasso medio dell'indebitamento;
 C = capitale proprio;
 D = indebitamento;
 U = utile netto;
 V = vendite annuali;
 A = valore dell'attivo.

Lo schema richiama il legame esistente tra ROE e *leverage* nonché quello tra costo del capitale e *rischio*; giova quindi sottolineare la connessione che, a questo punto, risulta possibile identificare, tra creazione di valore e struttura finanziaria.

La leva finanziaria e le connessioni con la creazione di valore

La struttura finanziaria è legata al ROE ed al tasso di profitto sopracitato secondo la relazione, nota come “leva finanziaria”¹⁹, che identifica il ROE come:

$$\text{ROE} = \text{ROI} + (\text{ROI} - wacc) \frac{D}{E}$$

dove D/E rappresenta il rapporto di *leverage* dell'impresa, ossia il peso dell'indebitamento sul capitale proprio. Analizzando la formula in termini puramente matematici, esistendo una relazione di tipo lineare tra ROE e ROI, consegue che fino al momento in cui il rendimento operativo dell'impresa (ROI) risulta essere maggiore del costo medio ponderato del capitale (*wacc*), allora un aumento dell'indebitamento (D) determinerà un aumento del rendimento del capitale proprio (ROE).

La scomposizione del tasso di profitto, analizzato in Figura 4.1, tuttavia, ha messo in luce la correlazione tra il costo medio ponderato del capitale ed il *rischio*; tale connessione spiega come un aumento del *leverage* possa determinare un aumento del *wacc* in ragione della maggior volatilità del reddito conseguito da un'impresa che presenta un maggior livello di indebitamento.

Per verificare dunque la “convenienza” della leva finanziaria occorrerà che la redditività operativa risulti sempre superiore al costo di approvvigionamento

¹⁹ La formula proposta non prende, per il momento, in considerazione le imposte, al fine di chiarire unicamente la relazione che lega ROE, ROI ed il *wacc*. Sul legame tra ROI e ROE, in presenza di imposte, si rinvia al Capitolo 6.

del capitale impiegato per produrla; in caso contrario gli effetti sul rendimento del capitale proprio saranno esattamente contrari²⁰.

Ai fini della creazione di valore giova ricordare come la condizione necessaria per ottenere una misura “residuale” di flusso di ricchezza fosse rappresentata dalla differenza (positiva) tra tasso di rendimento e costo del capitale; se rileggiamo la formula della leva finanziaria rammentando tale assunto, comprendiamo come la condizione necessaria di convenienza dell’incremento del *leverage* ($ROI > wacc$) non sia “sufficiente”; per verificare infatti se l’aumento dell’indebitamento abbia o meno innescato le leve di creazione del valore, occorrerà determinare se la variazione del rendimento del capitale proprio (ΔROE) sarà stata superiore di quella determinata dall’aumento del costo del capitale ($\Delta wacc$), generato dal maggior rischio finanziario determinatosi per l’impresa.

Come ampiamente illustrato nei Capitoli 1 e 2 la teoria finanziaria, da Modigliani e Miller in avanti, si è occupata di definire, o meno, l’irrelevanza della struttura finanziaria nei confronti del costo del capitale; alla luce dei principi di creazione del valore esaminati, ed in relazione alle considerazioni che verranno di seguito ulteriormente sviluppate, appare evidente una connessione della struttura finanziaria con il valore dell’impresa (con riferimento al costo del capitale) ed un’influenza che la struttura può avere sul valore in relazione agli effetti che un diverso indebitamento può determinare sulla redditività operativa dell’impresa.

Per identificare definitivamente come la struttura finanziaria influenzi il valore dell’impresa occorre stabilire come una sua variazione agisca sul costo del capitale e sulla redditività dell’impresa.

4.3. Costo del capitale, rischio e rendimento

Il principio della gestione del capitale d’azienda, sia che questo provenga dai soci, sia che questo provenga da soggetti terzi finanziatori, è quello, più volte richiamato, in base al quale il *rendimento di un investimento deve essere almeno sufficiente a coprire il costo del capitale impiegato per lo stesso*.

Il costo del capitale rappresenta dunque un elemento cruciale per l’impresa, indispensabile per la valutazione delle decisioni di investimento e di finanziamento. Nell’economia della gestione dell’impresa il *costo del capitale* rappresenta il *benchmark* che il management deve superare: maggiore è il *rischio* che

²⁰ In tal senso si veda G. DONNA, *Struttura finanziaria e creazione di valore*, in *Analisi Finanziaria*, n. 34, 1996, p. 53 ss.

un'impresa chiede di sopportare ai suoi finanziatori, maggiore è il costo del capitale da sostenere e maggiore dovrà essere il *rendimento*.

Sulla base delle connessioni evidenziate, per descrivere il costo del capitale²¹ giova associare tale grandezza al concetto di rischio. È infatti proprio il rischio a spiegare i meccanismi di formazione del costo del capitale; qualunque investimento presenta un aspetto di “opportunità” (il rendimento) ed uno di pericolo (il rischio): esiste naturalmente un *trade-off* fra maggiori rischi e maggiori rendimenti, e l'obiettivo della finanza è quello di assicurare un'adeguata remunerazione all'investitore che si espone al rischio²².

La presenza di rischio è connessa al fatto che il rendimento effettivo di un investimento può essere differente dal rendimento atteso; tale differenza può essere legata al rischio specifico del progetto (*project-specific risk*, diversificabile), al rischio-concorrenza (*competitive risk*), al rischio-settore (*industry-specific risk*, che comprende, a sua volta tre fonti di rischio: la tecnologia, *technological risk*, le leggi, *legal risk*, e la variazione dei prezzi delle materie prime e dei servizi utilizzati nel settore, *commodity risk*), al rischio internazionale (*international risk*) ed al rischio-mercato (*market risk*) o rischio sistematico (*systematic risk*, quest'ultimo non diversificabile).

Costo del capitale e rischio operativo

Il rischio, inteso come variabilità della distribuzione dei risultati che vengono conseguiti attraverso la gestione operativa; risulta dunque scomponibile in due componenti:

- rischio diversificabile;
- rischio non diversificabile o sistematico.

Il primo rappresenta la componente di rischio legata alla specificità del business aziendale. È indipendente dalla forma di struttura finanziaria adottata dal management e dipende dalla volatilità dei risultati economici che verranno conseguiti in funzione delle caratteristiche dei prodotti, dei mercati di sbocco e dall'organizzazione aziendale.

Il secondo trae origine dalle condizioni generali macroeconomiche sul business gestito dall'impresa e costituisce una componente di rischio fisiologica legata al mercato finanziario; è una variabile esogena, influenzata da più fattori che agiscono sui valori mobiliari di tutte le società quotate, ed inevitabile. Per

²¹ Il celebre articolo di Modigliani e Miller del 1958, più volte richiamato, che segna l'inizio dello studio sistematico della Finanza Aziendale, recita, in apertura, «what is the cost of capital?».

²² In tal senso e sulle modalità di analisi del rischio, sulla misura e conversione in una soglia minima di rendimento, si veda A. DAMODARAN, *Finanza Aziendale*, cit., p. 49 ss.

quanto un investitore riesca a diversificare il proprio portafoglio, ci sarà sempre una componente d'incertezza legata alla presenza del rischio sistematico.

Tralasciando gli aspetti legati alla misurazione del rischio-mercato²³, giova tuttavia ricordare l'indicatore di questo tipo di rischio, rappresentato dal *coefficiente beta*.

Il *beta* di un'attività misura, per un investitore, il rischio aggiunto, da quell'attività, all'interno del suo portafoglio di mercato; statisticamente questo rischio addizionale è misurato dal rapporto tra la covarianza dell'attività con il mercato e la varianza del portafoglio di mercato.

Le aziende con un *coefficiente beta* superiore all'unità, sono classificabili come soggetti che propongono rendimenti maggiormente volatili rispetto a quelli di mercato, di conseguenza caratterizzati da una componente maggiore di rischio. Al contrario, le aziende con un *beta* inferiore all'unità, alle quali è associato un rischio più basso di quello di mercato, presentano una minore volatilità dei rendimenti attesi.

Il coefficiente beta non misura il rischio, esprime in che modo le variabili legate all'organizzazione e al modo di operare dell'azienda attenuino od amplifichino l'evoluzione dei rendimenti attesi dagli shareholder.

Il costo del capitale riferito a tale categoria di rischio è definito *costo per il business risk* che non dipende dalla struttura finanziaria dell'azienda, ma dai rischi impliciti nelle scelte strategiche relative agli investimenti intrapresi dal management.

Costo del capitale e rischio finanziario

Con riferimento alla struttura finanziaria dell'impresa si sviluppa il rischio che l'azienda possa trovarsi in una situazione di incapacità di far fronte al costo o addirittura al rimborso del capitale impiegato; tale situazione si riflette sul costo del capitale e si collega alle scelte di composizione della struttura ovvero al mix fra capitale di rischio e capitale di debito.

A tal proposito giova ricordare che il capitale di rischio è denaro esigente ma flessibile alle scadenze, mentre il capitale di debito è denaro meno costoso ma impone scadenze e rimborsi.

Il mix fra *debt and equity* deve essere deciso sulla base del profilo strategico d'impresa; in genere le imprese la cui rischiosità operativa è alta non possono permettersi elevati livelli di rischio finanziario, mentre le imprese a ri-

²³ I modelli più famosi per la misurazione del rischio-mercato, ossia il *capital asset pricing model* (CAPM), l'*arbitrage pricing model* (APM), i modelli multifattoriali e quelli basati sulla regressione, concordano sugli effetti della diversificazione e si differenziano proprio sul rischio non diversificabile.

schiosità operativa bassa possono concedersi una struttura finanziaria fortemente indebitata.

Il rischio connesso alla struttura finanziaria può essere analizzato separatamente dal rischio specifico di business ed il costo del capitale inteso sia come remunerazione attesa dell'investitore, sia come rischio derivante dall'incertezza dei redditi dell'attività imprenditoriale, può essere scomposto in due configurazioni di costo: la prima riferita al debito e la seconda al capitale proprio, l'*equity*.

Costo del debito

È la remunerazione richiesta dai soggetti terzi che finanziano l'impresa a copertura del rischio da loro sopportato; esprime il costo medio atteso del debito al netto dello scudo fiscale rappresentato dalla deducibilità degli oneri finanziari. In formula avremo che:

$$K_d = i \times (1 - t).$$

Dove:

i = tasso lordo pagato a terzi;

t = aliquota fiscale.

Per determinare il tasso i è necessario distinguere fra debiti a breve e debiti a medio e lungo termine. Ai debiti a breve si applica un tasso pari a quello di mercato, aggiustato dalle eventuali aspettative di rialzo o ribasso. Per i debiti a lungo termine è necessario considerare il tasso di interesse applicato a finanziamenti con identiche caratteristiche, aventi scadenze e ratings equivalenti. Il livello corrente dei tassi di interesse per un'azienda è funzione di tre componenti, e dipende, in particolare:

- dal tasso ufficiale di sconto;
- dallo spread tra il costo del denaro ed il *prime rate*, rappresentativo del ricarico medio che il sistema bancario effettua sulla sua migliore clientela;
- da una terza componente rappresentata da un altro spread che l'azienda deve pagare per finanziare le proprie attività con capitale di debito.

A queste condizioni generali, se ne aggiungono poi altre di carattere specifico: il tasso di interesse deve essere valutato in coerenza con la struttura finanziaria che l'impresa intende adottare e in funzione delle modalità scelte per trattare le imposte. Secondo la relazione diretta esistente tra *leverage* e costo del debito, quest'ultimo può essere identificato come segue:

$$K_d = \left(i + \delta \times \frac{D}{K} \right) \times (1 - t).$$

Dove:

- i = tasso di interesse *unlevered* (rappresenta il tasso minimo applicabile in relazione alle dimensioni dell'impresa ed alle garanzie offerte);
 δ = coefficiente di variazione del costo del debito al variare del *leverage*²⁴;
 D/K = *leverage* dell'impresa.

Costo dell'equity

È il costo di opportunità sostenuto dagli azionisti che investono capitali in un'attività rischiosa; nonché la remunerazione richiesta a copertura del rischio finanziario e del *business risk*.

Facendo riferimento al *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) il costo del capitale proprio è dato dalla somma tra il rendimento di attività prive di rischio e il premio per il rischio operativo e finanziario dell'impresa.

$$K_e = r_f + \text{Beta}_{\text{levered}} \times MP.$$

Dove:

- r_f = è il tasso di interesse *risk free*;
 MP = è il premio di mercato (*Market Premium*), inteso come differenza tra il rendimento atteso ed il tasso di interesse *risk free*.

Il Beta, come già accennato, rappresenta il rischio sistematico legato all'investimento, ed esprime la variazione del prezzo di un titolo al variare dell'indice di mercato.

Tale coefficiente è legato alla struttura finanziaria dalla seguente relazione:

$$\text{Beta}_{\text{levered}} = \text{Beta}_{\text{unlevered}} \left[1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right].$$

Dove:

- $\text{Beta}_{\text{levered}}$ = beta dell'impresa indebitata;
 $\text{Beta}_{\text{unlevered}}$ = beta dell'impresa non indebitata.

Il costo del capitale proprio, esplicitato in funzione della struttura finanziaria, diventa:

$$K_e = r_f + \text{Beta}_{\text{unlevered}} \left[1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right] MP.$$

²⁴ Per la stima di tale coefficiente si può ricorrere al metodo statistico dei minimi quadrati, definendo una retta interpolante i dati relativi al costo del debito ed al grado di *leverage*.

Il wacc: Weighted Average Cost of Capital

La media ponderata delle due componenti di costo analizzate rappresenta il c.d. *wacc*, ossia il costo complessivo che l'impresa sostiene per raccogliere le risorse finanziarie dai soci e da terzi finanziatori.

In formula:

$$wacc = K_e \frac{E}{K} + K_d \frac{D}{K} \quad ^{25}$$

Dove:

K_e = costo dell'*equity*;

K_d = costo del debito;

K = capitale investito netto = $D + E$.

che, sviluppando K_e e K_d , diventa:

$$wacc = \left\{ r_f + \beta_{unlevered} \left[1 + (1-t) \frac{D}{E} \right] MP \right\} \frac{E}{K} + \left[\left(i + \delta \times \frac{D}{K} \right) \times (1-t) \right] \frac{D}{K} \quad ^{26}$$

Il costo medio ponderato del capitale dipende dunque dalla struttura finanziaria ed in particolare può essere esplicitato in funzione dell'indice di indebitamento; ne consegue che il mix tra debito ed *equity* determina un suo maggior o minor valore e tale assunto assegna un ruolo determinante alla politica finanziaria dell'impresa.

Tralasciando le comprensibili difficoltà di percorso che affronta chi deve stimare il *wacc* di un'impresa (obiettivo del presente lavoro è quello di evidenziare gli effetti incentivanti della struttura finanziaria, in relazione alle connes-

²⁵ Si vedano F. MODIGLIANI-M. MILLER, *The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment*, in *American Economic Review*, n. 48, 1958.

²⁶ Tale formulazione permette di ricavare, esclusivamente da un punto di vista matematico, il rapporto di indebitamento che rende minimo il costo medio ponderato del capitale; si veda, in tal senso, E. CASTELLANI, *Struttura finanziaria ottimale di impresa e creazione di valore*, in *Analisi Finanziaria*, n. 42, p. 13 ss. L'autore descrive l'andamento di una parabola, del tipo $y = ax^2 + bx + c$, in cui la variabile indipendente (x) è rappresentata dal rapporto D/K e la variabile dipendente (y) è il *wacc*; il rapporto di indebitamento che rende minimo il costo medio ponderato del capitale coincide con l'ascissa del vertice della parabola ($-b/2a$); l'allineamento della struttura finanziaria a tale rapporto di indebitamento comporta un risparmio sul costo del capitale e, con riferimento alla valutazione del capitale economico, un incremento variabile in ragione dell'orizzonte temporale preso come riferimento per la valorizzazione. Giova ricordare, tuttavia, come tale approccio risulti valido con riferimento ad un "rischio" legato ad una specifica attività dell'impresa, ovvero ad un'opportuna combinazione di rischi legati ad attività differenti, e come comprensibilmente possa risultare arduo stabilirne la variazione in funzione di un impiego del capitale legato allo sviluppo di nuove attività; in tal senso si veda A. DAMODARAN, *Finanza Aziendale*, cit., p. 331 ss.

sioni di quest'ultima con la creazione di valore ed alle influenze sulla redditività operativa), giova tuttavia ricordare un principio generale da seguire, che è quello di determinare un costo del capitale che rispecchi le caratteristiche della configurazione scelta.

Per la determinazione del *wacc*, è opinione unanime che sia necessario delineare la struttura finanziaria prospettica d'impresa cioè quella struttura che sarà punto di riferimento per il management in futuro, tenendo conto del settore in cui opera l'impresa e del rischio operativo a cui è esposta.

Si dovrà stimare un ricorso all'indebitamento caratterizzato da profili temporali e forme tecniche compatibili agli impieghi, al fine di raggiungere la sostenibilità nel medio – lungo periodo della struttura finanziaria.

La definizione del *wacc*, introducendo il legame tra rendimento, costo del capitale e creazione di valore (intesa come grandezza residuale), apre, in un certo senso, il dibattito sulla la ricerca di un rapporto ottimale di debito/*equity* che, intuitivamente, sembrerebbe coincidere con la minimizzazione del costo di approvvigionamento della risorsa capitale.

Tuttavia le argomentazioni inerenti la ricerca di una struttura finanziaria obiettivo non si esauriscono nell'individuazione di un indice, ma riguardano riflessioni di ben più ampia portata sulla combinazione che meglio si adatta al rischio implicito di business ed al fabbisogno finanziario richiesto dalle strategie operative; come meglio sarà chiarito nel prosieguo del lavoro²⁷ anche i vantaggi derivanti da una riduzione della pressione fiscale costituiscono un effetto incentivante alla determinazione delle fonti di finanziamento dell'impresa.

In conclusione giova sottolineare, in linea con le considerazioni svolte sulla creazione di valore per l'impresa, il ruolo delle decisioni sulla struttura finanziaria, in particolare dando una risposta ai seguenti quesiti: quale composizione delle fonti permette di ottenere il differenziale più elevato? È la struttura che corrisponde al costo medio ponderato del capitale *minimo*, ovvero quella che consente il più ampio respiro finanziario in termini di flessibilità dell'impresa? Quanto conta il profilo strategico dell'impresa in questo processo di determinazione della struttura e nelle scelte di politica finanziaria?

4.4. La struttura finanziaria e la creazione di valore

Nella logica di un'impresa orientata alla creazione di valore, la struttura finanziaria e la politica delle decisioni legate alla sua formazione giocano un ruo-

²⁷ Si vedano in particolare le argomentazioni esposte nei Capitoli 5 e 6.

lo fondamentale, dal momento che influenzano la ricchezza degli azionisti. Se la composizione delle fonti di finanziamento contribuisce ad aumentare il valore del capitale economico dell'impresa, la politica finanziaria guida l'organo di governo alla creazione di valore.

In altre parole si potrebbe affermare che la struttura finanziaria "ideale" per creare valore sia quella che rende "minimo" il costo medio ponderato del capitale.

Secondo quanto analizzato nei paragrafi precedenti, infatti, il costo del capitale risulta strettamente legato alla creazione del valore per due motivi:

1. lo stesso reddito vale di più se il capitale costa meno;
2. un minore costo del capitale riduce la soglia di convenienza di nuove iniziative o progetti di investimento e può divenire un elemento di vantaggio (o svantaggio) competitivo a seconda della capacità dell'impresa di posizionarsi su livelli migliori o peggiori dei propri concorrenti.

Tuttavia occorre verificare se quella *struttura finanziaria*, ottimale sotto il profilo della minimizzazione del *wacc*, sia anche quella più *compatibile con il profilo strategico dell'impresa e con il suo rischio operativo*.

Non sempre, infatti, come abbiamo avuto modo di verificare con riferimento alle connessioni tra la leva finanziaria e l'incremento di valore, un reddito positivo è sinonimo di creazione di valore; ed anche se l'impresa lo conseguisse, questo potrebbe essere accompagnato da un aumento della rischiosità aziendale che potrebbe compromettere la competitività e la redditività futura dell'impresa.

Una politica finanziaria orientata all'aumento del *leverage*, secondo una logica puramente "matematica" di minimizzazione del costo del capitale, può determinare dunque una variazione del ROI; ciò in ragione del *rischio* che i fornitori del capitale intendono assumersi.

Il capitale di rischio, sicuramente più costoso, è però denaro paziente (nella terminologia anglossassone *patient money*) e non impone all'organo di governo particolari meccanismi disciplinari, garantendo quel respiro temporale necessario allo sviluppo dell'investimento.

Il debito, meno costoso, è impaziente e può influire sulla redditività operativa dell'impresa impedendo, di fatto, al management di operare secondo l'orientamento strategico dell'impresa (ciò spiegherebbe anche perché il ROI, apparentemente indipendente dagli oneri finanziari, possa essere influenzato dalla struttura finanziaria)²⁸.

²⁸ Si vedano in tal senso le considerazioni svolte da S. GUELFÌ, *La strategia finanziaria*, in G. DONNA-D. BORSIC, *La sfida del valore. Strumenti e strategie per il successo dell'impresa*, Guerini ed Associati, Milano, Capitolo 7, 2000, p. 144 ss.

Alla luce di quanto sinora è stato analizzato si potrebbe concludere, ancora in via provvisoria, che la struttura finanziaria più funzionale alla creazione di valore sia quella che risulta essere più compatibile con il rischio che l'impresa deve affrontare a fronte dell'impiego del capitale fornito. È indubbio che, soddisfatte le richieste di compatibilità con il profilo strategico del business aziendale, moderate correzioni di natura "matematica" del rapporto di indebitamento, non possano che giovare alla creazione di valore, poiché ridurranno il costo medio ponderato del capitale: la soglia di opportunità di tale manovra è rappresentata dal mantenimento di una redditività operativa tale da garantirne l'effettiva convenienza, oltre che la bontà matematica.

Sarebbe oltremodo fuorviante, secondo l'opinione di chi scrive, affidare le scelte di struttura finanziaria univocamente alla minimizzazione del costo del capitale, senza tenere conto delle relazioni evidenziate tra redditività del capitale, leva finanziaria e assetto strategico dell'impresa.

Tale considerazione riconduce, ancora una volta, a sottolineare la connessione tra economia e gestione dell'impresa e finanza aziendale, fondata sul legame esistente fra creazione di valore e presenza di un vantaggio competitivo (e di una sua sostenibilità temporale)²⁹.

Giova, infine, introdurre, in relazione alle tematiche analizzate, un ulteriore intervento possibile per contribuire ad allineare la struttura del capitale ad una composizione "obiettivo" ed incentivante alla creazione di valore: la leva fiscale.

Tale strumento, di carattere esogeno ed endogeno per l'impresa, rappresenta una via del tutto "compatibile" con qualunque strategia adottata dall'impresa e può contribuire alla creazione di valore sia incrementando la redditività del capitale, sia riducendone il costo³⁰.

²⁹ L'impresa detiene un vantaggio competitivo quando ottiene una redditività più elevata dei propri concorrenti; in tal senso R.M. GRANT, *L'analisi strategica nella gestione aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994. Da tale assunto discende la creazione di valore che necessita, implicitamente, della presenza di un vantaggio competitivo per potersi realizzare. Con riferimento alla struttura finanziaria vale, a maggior ragione, lo stesso tipo di considerazione: la creazione di valore non è la conseguenza di un determinato rapporto *debt/equity*, ma dalla combinazione delle fonti di finanziamento derivano un costo del capitale che regola la misura del valore "residuale" ed una serie di conseguenze sulla capacità dell'impresa di sviluppare e/o mantenere il vantaggio competitivo.

³⁰ Lo sviluppo della leva fiscale quale effetto incentivante della struttura finanziaria sarà oggetto di sviluppo nel Capitolo 6.

CAPITOLO 5

La struttura finanziaria limite e quella obiettivo

SOMMARIO: 5.1. Considerazioni introduttive. – 5.2. Esiste una struttura finanziaria ottimale? – 5.3. La leva finanziaria e l'ottimizzazione del rapporto di indebitamento. – 5.4. Struttura finanziaria limite e rischio: la qualificazione del capitale allocato. – 5.5. Verso la specificazione della struttura finanziaria obiettivo. – 5.6. Considerazioni di sintesi.

5.1. Considerazioni introduttive

Nel precedente Capitolo 4 si è visto che la creazione di valore risulta strettamente legata alla capacità dell'impresa di sviluppare (e mantenere nel tempo) un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti; in presenza di tale condizione, che genera una maggiore redditività del capitale impiegato da un'impresa in un determinato settore, la struttura finanziaria, intesa come composizione delle fonti di finanziamento delle attività aziendali, gioca un ruolo determinante influenzando direttamente sulla formazione del costo del capitale ed indirettamente sulla stessa redditività operativa.

La finanza aziendale moderna non dispone di un'unica, accettabile e coerente teoria della struttura finanziaria delle imprese. La posizione classica della letteratura riconosce l'esistenza di una struttura finanziaria ottima in corrispondenza del minimo costo del capitale; per Modigliani e Miller non esiste un mix ottimale di debito/*equity*, poiché la struttura finanziaria non influirebbe sul costo medio ponderato del capitale¹. La teoria della creazione di valore sottolinea

¹ A ben vedere anche la posizione di Modigliani e Miller, tuttavia, come si vedrà meglio nel prosieguo del capitolo, riconosce una struttura finanziaria ottima, poiché, attraverso un'elegante dimostrazione matematica, definisce l'irrelevanza della struttura finanziaria rispetto al valore dell'impresa basandosi sull'identità concettuale, tipica della finanza, del rendimento del capitale

l'importanza fondamentale del profilo strategico dell'impresa nella scelta delle fonti di finanziamento e riconosce nella minimizzazione del costo del capitale, una delle vie per aumentare la creazione di ricchezza per gli azionisti dell'impresa.

Per una buona parte della dottrina la struttura finanziaria non può dunque essere considerata irrilevante nei confronti del valore d'impresa, poiché, come si è visto, è capace di influenzare i meccanismi di gestione che agiscono sulla redditività operativa. Ciò trova una logica interpretazione anche nel concetto di *rischio*.

È infatti il rischio operativo (di gestione dell'impresa) ad influenzare il rischio finanziario legato al mix debito/*equity*; a ben vedere non è già il rapporto di indebitamento dell'impresa a descrivere il profilo di rischio, quanto la capacità della stessa di rimborsare il capitale ricevuto a prestito, cioè di generare ricchezza sufficiente a "servire" la struttura finanziaria e questa condizione dipende dal profilo dell'investimento effettuato.

In un recente lavoro sull'Approccio Sistemico al Governo dell'Impresa, Golinelli riconosce il legame tra rischio operativo e struttura finanziaria ed introduce un concetto di capitale proprio strettamente legato al *rischio*, identificandolo come *capitale allocato* a presidio del rischio d'impresa che, nella visione dell'Autore, deve ricadere sugli azionisti, gli unici ad apportare capitale monetario con il vincolo del "pieno rischio".

Già gli studiosi di economia aziendale avevano identificato vincoli e forme di remunerazione differenti verso il capitale; Giovanni Ferrero riconosceva, nel *capitale a "pieno rischio"*, quella forma di finanziamento dell'impresa che poteva essere remunerata solo con riferimento ai risultati economici della gestione ed in via del tutto residuale dopo il pagamento dei fattori produttivi e delle imposte dovute all'erario.

Il riconoscimento di Golinelli di un capitale di rischio che, seguendo un criterio di allocazione ottimale delle risorse finanziarie, dipende dalla quantità di rischio che l'impresa si trova a dover fronteggiare, costituisce argomentazione che rafforza i ragionamenti svolti con riferimento al ruolo della struttura finanziaria ed ai rapporti intercorrenti fra economia e gestione e finanza.

In particolare la corretta misura del capitale di rischio e quindi, per derivazione, il rapporto di indebitamento, identificano, secondo Golinelli, una *struttura finanziaria "limite"*, oltre la quale il costo del debito subirebbe un incremento dovuto ad una differente percezione del rischio; tale struttura identifica una perfetta identità tra capitale allocato e mezzi propri.

proprio con il suo costo; verificando l'incongruenza di tale ipotesi ne deriverebbe una composizione delle fonti ottimale in corrispondenza del massimo rendimento.

In realtà tale situazione difficilmente si verifica, ed i fornitori del capitale di debito non si trovano mai, in definitiva, a finanziare progetti privi di rischio, assumendosene, di fatto, sempre una parte.

Ciò determina, con riferimento alla struttura finanziaria, uno spunto di riflessione significativo, in seno alla definizione del percorso di ottimizzazione della composizione delle fonti di finanziamento, che conduce ad identificare, in luogo della struttura finanziaria “ottima”, una *struttura finanziaria* che chiameremo “*obiettivo*” e che *descriverà un rapporto tra debito e capitale proprio tale da garantire all’impresa il minimo costo del capitale, la compatibilità con il profilo strategico ed il permanere di quelle condizioni di risonanza sistemica che garantiscono i rapporti tra sistema impresa e sovrasisistema finanziario di riferimento.*

Tale struttura finanziaria individuerebbe un mix di debito/*equity* che, più che rappresentare una soluzione ottima ed univoca per tutte le imprese, vuole definire una tendenza, una linea guida, un obiettivo a cui la generalità delle imprese può guardare, seppur in maniera diversa, per definire il proprio costo del capitale e sviluppare, soprattutto, le capacità di mantenimento della consonanza con i finanziatori, evitando situazioni di sovracapitalizzazione ed eccessiva sottocapitalizzazione riferite al capitale allocato.

5.2. Esiste una struttura finanziaria ottimale?

Nel precedente Capitolo 2 si è visto come il dibattito dottrinale sviluppatosi in relazione al tema della struttura finanziaria ottimale, abbia prodotto un’abbondante letteratura che, tuttavia, non è riconducibile ad un modello generalizzabile; ciò poiché il mix ideale delle diverse fonti di finanziamento rappresenta il momento di sintesi di un processo decisionale più ampio e connesso alle scelte di governo dell’impresa.

Tradizionalmente, secondo la *teoria classica*, l’analisi della struttura finanziaria è strettamente collegata al costo medio ponderato del capitale, sintesi dell’onerosità delle fonti di finanziamento delle attività d’impresa.

Tale visione della finanza trova nel costo del capitale l’unico parametro per la misurazione del valore creato dalla gestione dell’impresa ed individua la struttura finanziaria ottimale nella combinazione di fonti di finanziamento che rendono minimo il costo del capitale, consentendo di massimizzare il valore del capitale economico dell’impresa.

Le note proposizioni di *Modigliani e Miller*, frutto di una lunga ricerca sull’argomento, conclusero, anche in presenza di imposte, sull’inesistenza di una struttura finanziaria ottimale, dimostrando l’irrelevanza che differenti combina-

zioni delle fonti di finanziamento avevano nei confronti del costo medio ponderato del capitale e, di conseguenza, del valore dell'impresa.

Lo studio, che valse agli autori il premio Nobel per l'Economia, è entrato a far parte integrante di qualunque manuale di Finanza Aziendale ed ha stimolato ricerche e teorie successive che, considerando lo scenario utilizzato da Modigliani e Miller per dimostrare le famose proposizioni, analizzarono, talora anche in una diversa ottica, fattori e circostanze che le proposizioni avevano trascurato.

In particolare il fattore fiscale, prima, ed il rischio del dissesto, successivamente, furono le determinanti principali per lo sviluppo della *teoria del trade-off*.

Le imposte ed i costi diretti ed indiretti di un probabile fallimento dell'impresa rappresentano fattori legati all'indebitamento e ne descrivono, insieme ad altri, i vantaggi e gli svantaggi; esisterebbe quindi un *trade-off* che permette di giungere alla determinazione di una struttura finanziaria ottimale in cui l'impresa, in modo differente a seconda del *trade-off* relativo, sceglie il proprio indebitamento ottimizzando il bilanciamento dei costi e dei benefici connessi.

Secondo la teoria del *trade-off* non esiste una struttura finanziaria ottimale per tutte le imprese, ma ogni impresa deve ricercare il massimo valore con riferimento alla massimizzazione del differenziale tra vantaggio fiscale e costo del dissesto. In tal senso le imprese con attività tangibili ed imponibili elevati dovrebbero tendere ad elevati rapporti di indebitamento, mentre le imprese con attività rischiose ed intangibili troverebbero maggiore convenienza a finanziarsi attraverso capitale proprio².

Le imperfezioni dei mercati finanziari e l'esistenza di asimmetrie informative tra impresa ed ambiente esterno ha sviluppato filoni di ricerca orientati a chiarire il comportamento delle imprese in base allo studio dei segnali inviati dal management al mercato ed alle esigenze di controllo che l'organo di governo, anche con riferimento agli assetti proprietari, tenderebbe a realizzare, anche in conflitto con i fornitori del capitale (*teoria manageriale, teoria delle asimmetrie informative e teoria dei segnali*).

Le diverse reazioni del mercato suggerite da tale filone teorico, confermano ed integrano i risultati raggiunti, anche sotto il profilo empirico, dalla *teoria dell'ordine di scelta (pecking order hypothesis)*, in relazione alla quale si è dimostrato come le imprese seguano delle specifiche "preferenze" nel ricorrere a fonti di finanziamento esterne.

² Come noto la teoria del *trade-off* non è supportata empiricamente da un riscontro oggettivo: le imprese con redditi imponibili elevati farebbero maggior ricorso all'autofinanziamento, mentre quelle dove lo scudo fiscale è rappresentato da elementi diversi dagli oneri finanziari, ricorrerebbero maggiormente al debito.

Secondo la teoria dell'ordine di scelta, priorità sarebbe data all'autofinanziamento per sviluppare i progetti e le attività aziendali: solo in mancanza di fonti interne il management farebbe ricorso al mercato, esponendosi al suo giudizio ed alle valutazioni sulla percentuale di flessibilità finanziaria dell'impresa stessa.

In caso di ricorso al mercato, i titoli obbligazionari, eventualmente e subordinatamente "convertibili", sarebbero preferiti dalle imprese rispetto all'emissione di nuove azioni o altri incrementi del capitale proprio.

La separazione tra proprietà e controllo dell'impresa, nonché, ancora una volta, le asimmetrie informative, riflesse nei costi che i fornitori del capitale dovrebbero sostenere per garantirsi una copertura dei rischi derivati dal conflitto di interessi con il management, sono alla base della *teoria dell'agenzia*.

Indebitamento e capitale proprio rappresentano leve significative nella gestione del controllo del potere all'interno della società, e l'identità fra gestori e proprietari o la separazione azionisti/managers genera situazioni di sub-ottimalità rispetto agli obiettivi di crescita del valore che dovrebbero caratterizzare una gestione orientata all'ottimizzazione dei molteplici interessi degli *stakeholders*.

Le decisioni di *overinvestment*, giustificate da logiche di crescita dimensionale ovvero di *underinvestment*, supportate unicamente da azionisti privi di controllo, generano i cosiddetti costi d'agenzia connessi al capitale di rischio, mentre i conflitti tra azionisti ed obbligazionisti sono la base del costo d'agenzia del debito.

La combinazione debito/*equity*, sarebbe quindi la risultante, secondo la teoria dell'agenzia, della necessità di limitare decisioni sub-ottimali; in particolare, attraverso il rapporto di indebitamento l'impresa può aumentare il vincolo della restituzione del capitale imponendo al management una gestione più efficiente e comunicando indirettamente al mercato una capacità di rispettare gli impegni assunti con i portatori di capitale³.

La struttura finanziaria ottimale risulterebbe dalla combinazione di debito e capitale proprio in grado di minimizzare i relativi costi d'agenzia connessi.

In sintesi giova sottolineare come, al di là della posizione assunta da Modigliani e Miller⁴, la maggior parte delle teorie sviluppatesi sulla struttura finan-

³ Sotto questo profilo ed in relazione al meccanismo disciplinare del debito, la teoria dell'agenzia concorda con la teoria della creazione di valore che considera il rapporto di indebitamento un indicatore dell'ammontare di denaro "impaziente" dell'impresa, che dovrebbe essere aumentato da quelle imprese che, trovandosi in settori caratterizzati da scarsa volatilità e/o business stabili e ciclici, potrebbero in tal senso meglio orientare la struttura finanziaria con il profilo strategico assunto.

⁴ Modigliani e Miller dimostrano l'irrelevanza della struttura finanziaria basandosi sul rendimento del capitale proprio. In realtà costo e rendimento del capitale non coincidono poiché, a

ziaria, riconosca l'esistenza di un rapporto ottimale tra il capitale di debito ed il capitale proprio dell'impresa; gli elementi unificanti sono rappresentati dal costo del capitale, dal rendimento, dal profilo strategico dell'impresa e dagli assetti proprietari e di *governance*, oltre che, come meglio sarà chiarito nel prosieguo del capitolo, dal rischio.

Se è vero infatti che la struttura finanziaria ottimale debba essere collegata al costo ed al rendimento del capitale proprio, cioè da variabili di tipo finanziario, la loro dinamica, rispetto alla combinazione delle fonti assunta dall'impresa, dipende da variabili reali, cioè collegate alla gestione operativa dell'impresa.

Attraverso lo sviluppo concettuale del rischio operativo e delle relazioni con la struttura finanziaria, andremo ad identificare un comportamento decisionale che, in presenza di capacità distintive, porterebbe l'impresa ad assumere una composizione delle fonti di finanziamento compatibile con i processi di *ottimizzazione* della creazione di valore e dell'approccio sistemico al governo dell'impresa.

Per definire tale struttura giova ripercorrere i meccanismi che regolano la definizione della struttura finanziaria attraverso il modello della leva finanziaria.

5.3. La leva finanziaria e l'ottimizzazione del rapporto di indebitamento

La sintesi delle teorie sulla struttura finanziaria e la ricerca di un rapporto di indebitamento ottimale ha evidenziato tutte le difficoltà di percorso che hanno caratterizzato, nel corso degli anni, lo sviluppo della letteratura finanziaria in materia; occorre necessariamente ricondurre i ragionamenti alla singola impresa o, al limite, a gruppi d'impresе aventi caratteristiche omogenee (stesso settore, stessa attività, ecc.).

In tale contesto occorre riconsiderare il modello della leva finanziaria, già peraltro introdotto con riferimento alle connessioni con la creazione di valore⁵, e verificarne la logica di fondo in ottica differente.

ben vedere, non esiste la possibilità di misurare "contabilmente" il costo del capitale, che è un costo opportunità. Sull'identità concettuale e sulle radici della differenza fra costo e rendimento dei mezzi propri si veda il recente contributo di A. MIGLIETTA, *La gestione dell'impresa fra competizione e valore*, cit., p. 204 ss., in cui l'Autore chiarisce le incongruenze dell'ipotesi di identità ed afferma le conseguenze della distinzione fra costo e rendimento che spiegherebbero, anche, le divergenze di obiettivi tra azionisti e managers oltre ai meccanismi di massimizzazione del valore dell'impresa. Da questo interessante punto di vista deriverebbe una struttura finanziaria ottima anche per Modigliani e Miller, e sarebbe quella in cui, in corrispondenza di un determinato rapporto debito/*equity*, il rendimento del capitale proprio è massimo.

⁵ Sulle connessioni tra leva finanziaria e creazione di valore si veda il Capitolo 4 del presente lavoro.

La redditività offerta dall'impresa (ROE) deve essere maggiore del tasso di capitalizzazione affinché si possa attrarre l'attenzione dell'investitore che, altrimenti, si rivolge ad altri tipi di investimento.

Egli pretende, in termini di redditività attesa, un differenziale tanto maggiore quanto maggiore è il rischio dell'investimento, in quel settore ed in quell'azienda, rispetto all'investimento a *risk free* (titoli di Stato).

Secondo il principio della leva finanziaria la redditività del capitale di rischio (ROE) aumenta con il crescere dell'indebitamento, se il tasso di rendimento del capitale investito (ROI) risulta superiore al tasso di interesse che l'impresa paga sul debito. La relazione può essere indicata come segue:

$$\text{ROE} = \text{ROI} + (\text{ROI} - i) \frac{D}{E}$$

Dalla formula emerge che in presenza di una redditività operativa (ROI) maggiore di i , la redditività dei mezzi propri (ROE) aumenta al crescere dell'indebitamento (D).

In realtà, come evidenziato anche dalla teoria della creazione di valore, la lettura della formula non basta a garantire che se ne verifichino le condizioni; è compito del management valutare quanto l'aumento dell'indebitamento incida sull'aumento del rischio finanziario, e quanto gli oneri finanziari relativi all'indebitamento rendano il reddito dopo gli interessi e le imposte più volatile, spingendo gli investitori a pretendere un più alto rendimento del capitale proprio.

Se dunque l'impresa utilizza questo modello per valutare la convenienza del proprio grado di indebitamento, non occorre solo verificare se il ROE aumenta (con $\text{ROI} > i$) ma anche constatare se il maggior ROE è tale da compensare il maggior costo del capitale proprio.

Ciò in ragione della progressiva diminuzione della capacità di manovra dell'impresa (facilmente riscontrabile in presenza di un aumento del suo quoziente di indebitamento), capacità che può addirittura annullarsi in corrispondenza di un'esposizione debitoria ritenuta non compatibile con le esigenze di sicurezza espresse dai finanziatori⁶.

⁶ In tal senso si veda G.M. GOLINELLI, *Struttura e Governo dell'impresa*, Cedam, Padova, 1994, pp. 93-94; P. SINGER, *Alla ricerca della struttura finanziaria ideale*, in *Esperienze d'impresa*, n. 1, 2000, p. 145 ss., che, sull'argomento, afferma: «Le conclusioni e gli spunti di riflessione forniti dalle diverse teorie [...] consentono infatti di rilevare come il mix ideale tra capitale di credito e mezzi propri non possa essere determinato solo in termini di fiducia accordata dal sistema finanziario, ma sia certamente influenzato da ulteriori fattori di contesto [...] una politica finanziaria dettata da specifiche modalità e scelte di governo dell'impresa che miri all'espansione del quoziente di indebitamento, ove non accettata anche dal contesto di riferimento del-

Per verificare le conseguenze della variazione del quoziente di indebitamento sul ROE⁷, partiamo da una struttura definita al tempo t data da:

$$K = E + D$$

ed un quoziente di indebitamento pari a

$$q = \frac{D}{K}$$

Passando all'analisi della redditività, il reddito netto risulta

$$RN = RO - OF - OT.$$

Dove:

RN = reddito netto;

RO = reddito operativo;

OF = oneri finanziari;

OT = oneri tributari.

Dividendo tutti i membri per E ,

$$\frac{RN}{E} = \frac{RO}{E} - \frac{OF}{E} - \frac{OT}{E}$$

e considerando che

$$OF = iD = iqK$$

$$OT = t(RO - OF)$$

e che

$$K = E + Kq$$

$$E = K(1 - q)$$

esplicitando il legame tra redditività netta e i mezzi propri

$$ROE = \frac{RN}{E}$$

ed anche quello tra redditività operativa e capitale investito

l'impresa – poiché percepita come segnale di debolezza dell'impresa stessa – potrà verosimilmente portare ad una contrazione del ROE [...]».

⁷ I vari passaggi e lo sviluppo della relazione $ROE = f(ROI)$, sono tratti da G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. II. La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, cit., p. 207 ss.

$$\text{ROI} = \frac{RO}{K}$$

possiamo agevolmente esplicitare la relazione $\text{ROE} = f(\text{ROI})$.

Si ha infatti

$$\text{ROE} = \frac{RO}{K}(1-q) - iq \frac{K}{K}(1-q) - t \frac{RO}{K}(1-q) + tiq \frac{K}{K}(1-q)$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{ROI}}{(1-q)} - \frac{iq}{(1-q)} - t \frac{\text{ROI}}{(1-q)} + \frac{tiq}{(1-q)}$$

$$\text{ROE} = \frac{(1-t)}{(1-q)} \times \text{ROI} - iq \times \frac{(1-t)}{(1-q)}$$

o analogamente

$$\text{ROE} = \frac{(1-t)}{(1-q)} \times (\text{ROI} - iq).$$

Giova ricordare che, sovente, la relazione $\text{ROE} = f(\text{ROI})$, può essere espressa diversamente. Definendo il quoziente

$$d = \frac{D}{E}$$

per cui

$$E = \frac{D}{d} \text{ e } \frac{1}{E} = \frac{d}{D}$$

si avrà che

$$K = E + dE$$

$$E = \frac{K}{(1+d)} \text{ e } \frac{1}{E} = \frac{(1+d)}{K}$$

sostituendo opportunamente $1/E$ nella relazione

$$\frac{RN}{E} = \frac{RO}{E} - \frac{OF}{E} - \frac{OT}{E}$$

avremo che

$$\text{ROE} = \frac{RO(1+d)}{K} - OF \frac{d}{D} - t \left[\frac{RO(1+d)}{K} - OF \frac{d}{D} \right]$$

dal cui sviluppo si ottiene

$$\text{ROE} = (1-t)\text{ROI}(1+d) - id(1-t)$$

$$\text{ROE} = (1-t)[\text{ROI} + d(\text{ROI} - i)].$$

La relazione, di tipo lineare, $\text{ROE} = f(\text{ROI})$, risulta, in questo caso, espressa in funzione del quoziente di indebitamento, del costo del capitale ed del tasso di prelievo fiscale.

Tale relazione rimane valida anche in presenza di trasformazioni strutturali che comportano incrementi nelle attività investite purché permanga invariato il quoziente di indebitamento.

In questo caso si avrebbe

$$\frac{\Delta\text{ROE}}{\Delta\text{ROI}} = \frac{(1-t)}{(1-q)}.$$

Tale rapporto rappresenta l'espressione più completa della leva finanziaria, ed evidenzia molto bene il legame delle due grandezze (ROE e ROI) che implica una variazione più che proporzionale del ROE, in presenza di un incremento del ROI. Ciò naturalmente vale solo in presenza di un certo tasso di indebitamento q e di un costo medio di provvista del capitale inferiore al ROI.

Perché ci sia

$$\frac{\Delta\text{ROE}}{\Delta\text{ROI}} > 1$$

deve essere

$$\frac{(1-t)}{(1-q)} > 1$$

ossia

$$1-t > 1-q$$

e quindi

$$q > t$$

In presenza di una determinata struttura finanziaria il rapporto $(1-t)/(1-q)$ determina quindi la reattività del ROE al variare del ROI.

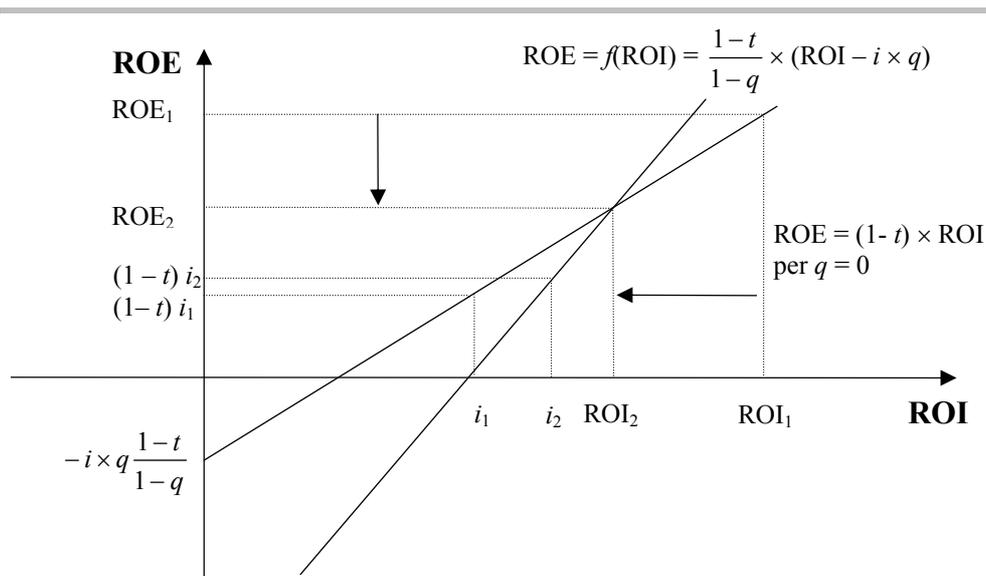
In conseguenza, tornando alla funzione

$$\text{ROE} = \frac{(1-t)}{(1-q)} \times (\text{ROI} - iq)$$

risulta chiaro come una contrazione del ROE possa essere determinata sia da un decremento del ROI, sia dal maggior costo del capitale di terzi, dovuto all'aumento del rischio percepito e, quindi, alla perdita della capacità dell'impresa di

stabilire una consonanza sistemica adeguata con il sistema finanziario. Graficamente tale contrazione può essere rappresentata come segue:

Figura 5.1. – *Variazione del ROE ed aumento del rischio percepito*



Fonte: Adattato da G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al Governo dell'impresa*, vol. II, p. 218.

Giova, a questo punto, ripercorre l'evoluzione della cultura del rischio che porta alla risonanza sistemica tra impresa e mercato finanziario, al fine di meglio comprendere la previsione di un capitale di rischio che, in termini di ottimizzazione delle risorse impiegate, non debba essere superiore (inferiore) al capitale allocato, inteso come capitale a presidio del rischio di non conoscenza connesso all'impresa.

5.4. Struttura finanziaria limite e rischio: la qualificazione del capitale allocato

Come accennato nelle considerazioni introduttive, lo studio della dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza condotto da Golinelli in seno all'approccio sistemico al governo dell'impresa, si fonda sul riconosci-

mento del *rischio* nell'azione di governo e nella determinazione di un capitale allocato a presidio della massima perdita in cui può incorrere l'impresa, cioè legata al rischio di non conoscenza⁸.

Secondo l'Autore, esistono eventi ripetibili, dei quali è possibile individuare una fenomenologia, e poi ci sono eventi caratterizzati dalla non ripetitività; all'interno di tale scenario si possono individuare tipologie di rischi connessi ad eventi ipotizzabili, poco ipotizzabili e non ipotizzabili.

Anche l'approccio probabilistico identifica tre tipologie di rischi: il rischio statico (caratterizzato dalla preventiva conoscenza degli eventi futuri eventualmente dannosi per l'impresa), il rischio quasi dinamico (caratterizzato dalla non conoscenza degli eventi futuri, ipotizzabili però attraverso tecniche statistiche) ed il rischio dinamico (connesso ad eventi non prevedibili)⁹.

Ne derivano, in sintesi, due classi di rischio: aleatorio e di non conoscenza.

L'impresa può essere in grado di valutare la probabilità, in base ad accurate previsioni, che determinati eventi accadano, e di stimarne, anche sotto il profilo quantitativo, gli effetti (rischio aleatorio) ovvero può non esserlo (rischio di non conoscenza).

In relazione alla determinazione del rischio e con riferimento alla capacità che l'impresa deve sviluppare per far fronte alla componente di "non conoscenza", giova, ai nostri fini, identificare la massima perdita possibile per l'impresa, riferita ad una non sufficiente capacità di valutazione o ad una scarsa cultura del rischio.

Attraverso l'applicazione ancora di un approccio probabilistico, si può determinare la rischiosità considerando la possibilità che il *risultato netto* presenti scostamenti rispetto al risultato *obiettivo*¹⁰.

⁸ Lo sviluppo del paragrafo è incentrato sul contenuto dei Capitoli 11 e 12 di G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa*, cit., p 143 ss.

⁹ In base alle impostazioni accennate, l'Autore identifica due classi di rischio. «La prima classe identifica il rischio aleatorio. Esso consegue ad eventi che l'impresa riesce a collocare, grazie alle sue capacità di lettura dell'indeterminatezza, nel campo della varietà. [...] La seconda classe identifica il rischio di non conoscenza. Questo consegue sia ad eventi ignoti sia ad eventi che l'impresa non ritiene di considerare in quanto, pur avendo coscienza della possibilità del loro verificarsi, non ne riesce a valutare le probabilità del manifestarsi e le possibili conseguenze sui risultati attesi anche in quanto l'evento può essere interrelato con altri eventi». *Ibidem*, p. 148.

¹⁰ «Tale possibilità è riconducibile al rischio di non conoscenza ed al rischio di insufficiente capacità ad analizzare e computare il rischio aleatorio. Queste due tipologie di rischio conseguono a loro volta da eventi diversi che, con riferimento all'impresa, possono essere classificati secondo la natura [...] nel modo seguente: rischi di business, [...] di mercato, [...] di credito, operativo, da controversie derivanti da legislazione e regolamentazione, ecc.», *Ibidem*, pp. 156-157.

Identificando con lo scostamento semplice medio relativo del risultato netto descritto dalla funzione di probabilità P , la massima perdita attesa di un esercizio sarà

$$3 \sigma (P)$$

ed utilizzando la formula della rendita perpetua si può individuare la massima perdita possibile con

$$\frac{[3\sigma(P)]}{i}$$

dove il tasso di attualizzazione i viene determinato come media ponderata del costo del capitale di debito e del capitale azionario¹¹.

Tale procedimento è realizzabile facendo riferimento allo stato attuale dell'impresa ma anche al suo passato e, naturalmente, alla stima del suo stato futuro, attraverso la misurazione dei risultati attesi.

In sintesi si può affermare che le modalità di "copertura" del rischio, suddiviso nelle sue due componenti analizzate, possono variare da impresa a impresa; tuttavia, da un punto di vista generale, si può identificare una *struttura finanziaria*, che Golinelli definisce "limite", in ragione delle sue caratteristiche¹².

Tale struttura è composta da un livello di mezzi propri, comprendente sia il capitale sociale che le riserve, pari all'ammontare del così detto *capitale allocato*, espressione quantitativa e sintetica del rischio di non conoscenza; a ciò si aggiunge un volume di *fondi rischi* che copre la perdita relativa ad eventi ricorrenti nell'attività d'impresa, espressione del rischio aleatorio ed un ammontare di capitale di credito che si riferisce ad una parte di attività prive di rischio.

Per cui si avrà:

$$K = MP + D$$

dove, K rappresenta il totale delle attività, al netto dei fondi rischi, MP il capitale proprio e D rappresenta il capitale di credito.

Nel caso "limite" generalizzato, i mezzi propri coincidono con il capitale allocato e l'espressione diventa:

$$K = CA + D.$$

La struttura finanziaria limite si esplicita nella composizione dell'attivo netto in termini di rischio, dove il *capitale allocato* (CA) può essere definito come

¹¹ Per l'analisi dei passaggi algebrici che portano alla definizione della massima perdita possibile (PMP), *Ibidem*, pp. 157-161. Un esempio numerico è riportato a pp. 163-164.

¹² L'analisi e le argomentazioni verso la specificazione della struttura finanziaria limite sono contenute in *Ibidem*, p. 188 ss.

una grandezza di “regolamento”, utilizzata per la formulazione di analisi e giudizi sulla copertura del rischio, sulla sua ripartizione fra i portatori del capitale a pieno rischio e portatori di capitale a titolo di credito.

Come appare chiaro, una struttura finanziaria così delineata, in cui i portatori di capitale a titolo di credito finanziano solo investimenti privi di rischio, corrisponde ad una situazione “limite” che deve essere confrontata con la struttura “effettiva”, cioè quella realmente assunta dall’impresa in base ad una serie di determinanti diverse dal rischio (quali, ad esempio, possono essere considerate le caratteristiche dell’assetto proprietario e dell’organo di governo, le capacità decisionali e di autorganizzazione, i piani di sviluppo, i costi diversi delle fonti di finanziamento, le modalità tecniche di rimborso dei finanziamenti e le condizioni di offerta dei fondi, ecc.).

Ciò che Golinelli evidenzia, è l’importanza del confronto fra la struttura finanziaria limite e quella effettiva, poiché da esso deriva una grandezza definita eccesso/difetto di capitale (*EDC*) che misura lo scostamento tra il capitale allocato ed i mezzi propri.

$$EDC = MP - CA.$$

Confrontando i mezzi propri con il capitale allocato, si può individuare, in presenza di

$$MP = CA$$

un quoziente di indebitamento “limite”, pari a:

$$q^* = \frac{D^*}{K}$$

in tutti gli altri casi un quoziente di indebitamento “effettivo”, pari a:

$$q = \frac{D}{K}.$$

Dal confronto dei due quozienti di indebitamento discendono alcune rilevanti considerazioni sulla situazione patrimoniale dell’impresa rispetto al rischio:

- se $EDC = 0$, allora $q = q^*$ e $MP = CA$;
- se $q < q^*$ allora l’impresa è sovracapitalizzata, rispetto al capitale allocato (CA);
- se $q > q^*$ allora l’impresa è sottocapitalizzata, rispetto al capitale allocato (CA).

Per comprendere le implicazioni di tale approccio nella valutazione dei progetti di sviluppo dell’impresa e nella prospettiva di creazione di valore, si pensi alla scelta tra due progetti (A e B), aventi le medesime caratteristiche di redditi-

vità netta ma capitale allocato differente; il reddito netto, rapportato a diverse entità di capitale a presidio del rischio di non conoscenza, configura differenti rendimenti del capitale allocato, rendimenti relazionati al rischio del progetto e anche alla propensione alla creazione di valore.

L'indicatore che misura il rendimento del capitale allocato è definito da

$$ROCA = \frac{P}{CA}$$

dove P rappresenta il risultato netto atteso ed esprime l'insieme delle scelte gestionali reali dell'impresa.

Come già evidenziato nel Capitolo 4, condizione necessaria per la creazione di valore, è rappresentata dalla differenza, positiva, tra risultati realizzati e risultati attesi, e poiché i risultati attesi sono misurati dal costo atteso del capitale di rischio (Ke), possiamo individuare nella relazione

$$ROCA > Ke$$

il presupposto, insieme all'aumento della probabilità di sopravvivenza dell'impresa, per la creazione di valore¹³.

5.5. Verso la specificazione della struttura finanziaria obiettivo

La definizione della *struttura finanziaria "limite"* di Golinelli, così come il richiamo alla teoria della creazione di valore, ma anche le conclusioni derivate dalle principali teorie sulla struttura finanziaria elaborate dopo Modigliani e Miller, hanno ampiamente dimostrato l'esistenza di un profilo ottimale di indebitamento.

Nonostante si riconosca la complessità del problema e l'impossibilità di una sua soluzione attraverso la predisposizione di un modello che racchiuda, contemporaneamente, tutte le variabili in gioco ovvero annulli i limiti creati dalle ipotesi semplificatrici della realtà, l'identificazione dell'esistenza di una struttu-

¹³ Sul processo di creazione del valore, tra redditività e rischio nonché sulla sua misurazione riferita al capitale allocato si veda *Ibidem*, p. 237 ss. L'Autore, dopo aver definito i criteri per la misurazione di SVA (*Shareholders value added*), afferma: «Emerge con forza, dalle considerazioni formulate, che la quantificazione del valore atteso a piano quale risultante del processo di creazione di valore dei singoli stati, del valore atteso riferito allo stato finale obiettivo del piano, con le conseguenti possibilità di continuo monitoraggio nel corso del tempo, rappresentano momenti pregnanti dell'azione di indirizzo dell'organo di governo e di quella gestionale a livello di struttura operativa per assicurare al sistema vitale impresa una dinamica evolutiva caratterizzata da crescenti possibilità di sopravvivenza».

ra finanziaria ottima e dei suoi legami con la gestione reale dell'impresa, risulta di rilievo, con riferimento ai rapporti che legano economia e finanza ed alle capacità che debbono essere sviluppate per garantire la sopravvivenza del sistema impresa.

L'esistenza di un mix ottimale tra debito e capitale di rischio trova implicito riferimento anche nella previsione del capitale allocato quale grandezza di "regolamento" del piano di sviluppo aziendale, definendo la situazione di scostamento rispetto alla funzione di presidio del rischio di non conoscenza come sovracapitalizzazione o sottocapitalizzazione dell'impresa¹⁴.

Tale scostamento rappresenta l'idea che esista una *struttura finanziaria "obiettivo"* a cui l'impresa deve tendere sviluppando quel processo di *ottimizzazione* più volte richiamato nel presente lavoro.

Tale struttura non necessariamente coinciderà con la struttura finanziaria "limite" e se ne discosterà in misura tanto maggiore quanto superiori saranno le capacità dell'impresa di sviluppo e mantenimento di risonanza/consonanza con gli interlocutori interni ed esterni, al fine di ottimizzare tutte le altre variabili in gioco.

La struttura finanziaria obiettivo è considerabile come la situazione in cui l'impresa, al permanere delle condizioni di consonanza/risonanza sistemica, realizza:

- a) il minimo costo medio ponderato del capitale;

¹⁴ Le implicazioni della sovracapitalizzazione e della sottocapitalizzazione rispetto al capitale allocato sono molteplici. La prima condizione si riferisce a quelle imprese che dispongono di un eccesso di mezzi propri, riconducibile al caso in cui il quoziente di indebitamento effettivo è inferiore a quello limite. L'impresa che presenta questa eccedenza potrebbe progettare una restituzione dei mezzi propri sostituendoli con un aumento dell'indebitamento e quindi un corrispondente incremento del quoziente di indebitamento effettivo che tenderà a raggiungere quello limite. Ma l'eccedenza dei mezzi propri sul capitale allocato si qualifica anche come riserva di capacità utilizzabile dall'impresa per fronteggiare la non conoscenza degli eventi di cui è difficile conoscere e quantificare il grado di indeterminatezza, rendendo possibile un'azione di governo attiva del rischio.

La sottocapitalizzazione, invece, si qualifica come un'eccedenza del capitale allocato sui mezzi propri. Ciò implica che una parte del rischio di non conoscenza venga allocato tra i finanziatori a titolo di credito; è un'allocazione che si riflette sull'incremento delle attese di rendimento dei fornitori di capitale a titolo di credito. Ne consegue che l'impresa deve essere in grado di offrire un rendimento maggiore per compensare le attese espresse dai fornitori di capitale a titolo di credito. Nel caso di sottocapitalizzazione, il progressivo discostarsi del rapporto di indebitamento effettivo da quello limite, è sentito come un incremento di rischiosità con i relativi riflessi sul costo delle risorse finanziarie. Gli organi di governo possono essere costretti ad intervenire per ricostruire la dotazione delle risorse finanziarie indispensabili per assicurare le capacità necessarie a realizzare il processo di adeguamenti e trasformazioni strutturali sulle quali si articola il processo di sviluppo.

b) una composizione delle fonti di finanziamento compatibile con il profilo strategico (rischio operativo) ed accettata dall'insieme degli interlocutori del sistema impresa;

c) l'ottimizzazione degli altri effetti incentivanti (rischio finanziario, vantaggio fiscale, esigenze di flessibilità ed opzioni reali di sviluppo).

Tale struttura, sintesi delle capacità che l'impresa moderna deve necessariamente sviluppare per garantirsi innanzitutto la sopravvivenza, è funzionale allo sviluppo ed al mantenimento, nel corso del tempo, del vantaggio competitivo e costituisce un supporto alla creazione di valore per gli azionisti.

Il riconoscimento della cultura e della vocazione/propensione al rischio del sistema, quale determinante fondamentale del mantenimento delle condizioni di risonanza/consonanza sistemica, chiarisce anche il margine e le possibilità di manovra dell'impresa nello spingere il rapporto di indebitamento oltre il "limite" rappresentato dalla situazione in cui il rischio di non conoscenza è completamente coperto dal capitale di rischio.

5.6. Considerazioni di sintesi

In sintesi, il tema della struttura finanziaria ottimale, a causa dei limiti oggettivi di modellizzazione accennati, parrebbe configurarsi come problema "aperto".

Giova tuttavia ricordare il percorso che, con il fine di identificare l'esistenza di una composizione ottimale delle fonti di finanziamento, ha portato allo sviluppo concettuale di una struttura finanziaria obiettivo che soddisfa le condizioni sottolineate dalla più autorevole dottrina.

L'analisi e la sistematizzazione delle principali teorie sulla struttura finanziaria ha evidenziato l'esistenza, per i classici, di un profilo ottimale, corrispondente al costo medio minimo ponderato del capitale.

Anche Modigliani e Miller, a ben vedere, dimostrando l'irrelevanza della struttura finanziaria attraverso l'applicazione dell'identità concettuale tra costo e rendimento del capitale di rischio, hanno riconosciuto l'esistenza di un mix ottimale delle fonti, in corrispondenza del quale sarebbe appunto massimo il rendimento del capitale.

La teoria della creazione di valore ha suggerito rilevanti considerazioni in ordine ai limiti di utilizzo della leva finanziaria ed ai rapporti della struttura finanziaria con il rischio operativo dell'impresa, evidenziando le opportunità "reali" della politica di indebitamento e delle condizioni inerenti il profilo strategico che debbono essere soddisfatte, almeno per non procedere alla distruzione di valore.

L'approccio sistemico e la cultura del rischio, insieme alla previsione del capitale allocato quale grandezza di "regolamento" del piano di sviluppo azien-

dale, hanno confermato l'esistenza di un rapporto di indebitamento ottimale, con particolare riferimento alle condizioni che regolano lo sviluppo ed il mantenimento di quella risonanza/consonanza con il sistema finanziario che rappresenta uno dei fondamentali interlocutori con il sistema impresa.

La visione del capitale a pieno rischio come capitale allocato offre, infine, interessanti spunti di riflessione anche in riferimento alla struttura finanziaria ed alla sua evoluzione temporale in ragione degli effetti incentivanti che ne determinano l'opportunità.

Le modificazioni strutturali con variazione del tasso di prelievo fiscale e l'azione di governo connessa alle opportunità legate a tale variabile, rappresentano la sintesi dell'utilizzo della leva fiscale quale effetto incentivante alla creazione di valore e costituiranno l'oggetto del Capitolo 6.

CAPITOLO 6

Effetti incentivanti della struttura finanziaria: la leva fiscale

SOMMARIO: 6.1. Premessa. – 6.2. La definizione di vantaggio fiscale. – 6.3. I modelli impositivi. – 6.3.1. L’impatto delle imposte societarie sulla struttura finanziaria. – 6.3.2. L’impatto delle imposte personali sulla struttura finanziaria. – 6.3.3. Le imposte societarie in presenza di imposte personali: vantaggio fiscale e condizioni di neutralità. – 6.4. Un quadro di riferimento per l’utilizzo della leva fiscale e finanziaria. – 6.5. Il sistema fiscale italiano prima della riforma del 1997. – 6.6. La riforma del 1997: dualismo fiscale e tassazione degli oneri finanziari. – 6.6.1. L’Imposta Regionale sulle Attività Produttive (Irap). – 6.6.2. La *dual income tax* (Dit). – 6.7. Gli altri effetti incentivanti. – 6.7.1. La detassazione degli utili reinvestiti. – 6.7.2. La nuova riforma fiscale e l’abolizione del credito d’imposta. – 6.8. Considerazioni di sintesi.

6.1. Premessa

Nei precedenti capitoli sono state evidenziate le relazioni tra la struttura finanziaria dell’impresa e la creazione di valore e, in relazione al *rischio*, si è sviluppato il concetto di struttura finanziaria “obiettivo”, quale risultante di un processo di ottimizzazione della composizione delle fonti di finanziamento che considera *vantaggio competitivo* (e sostenibilità), *redditività* e *costo del capitale*, riferiti al profilo strategico dell’impresa, i fattori determinanti per lo sviluppo e la creazione di nuovo valore.

Tra gli effetti incentivanti “compatibili” con qualunque profilo strategico dell’impresa, merita, a mio avviso, attenzione particolare la c.d. leva fiscale e l’analisi delle implicazioni finanziarie legate alle variazioni del tasso di prelievo impositivo.

La crescente importanza attribuita alla pianificazione fiscale nell’azione di governo delle imprese deriva dalla molteplicità di alternative a disposizione dei managers per creare scudi di protezione del reddito ed ottenere il massimo beneficio in termini di risparmio d’imposta.

L'indebitamento, infatti, non è che uno dei modi per alimentare lo scudo fiscale dell'impresa attraverso la deducibilità degli oneri finanziari; e con particolare riferimento al nostro paese, la presenza di una normativa piuttosto complessa e variegata impone alle imprese una sistematizzazione ed un aggiornamento costante ed offre importanti spunti di riflessione per un'analisi dei suoi effetti sulle decisioni finanziarie.

Il capitolo, con riferimento alla *leva fiscale* quale *variabile endogena* del sistema impresa, propone alcune riflessioni sulla situazione delle imprese italiane e sui principali incentivi di natura fiscale che, negli ultimi anni, hanno caratterizzato lo scenario di riferimento per l'analisi e le scelte degli investimenti e dei finanziamenti a copertura del fabbisogno generato.

La pianificazione finanziaria dell'impresa deve tenere conto dei vantaggi fiscali legati alle forme di investimento e sviluppo aziendale e deve quantificarli con riferimento alla variazione di ricchezza disponibile: in quest'ottica sono analizzati gli effetti degli incentivi alla capitalizzazione e la detassazione degli utili reinvestiti nell'attività produttiva.

Gli effetti di tali agevolazioni costituiscono un aspetto importante delle strategie finanziarie orientate alla creazione di valore. Sviluppare la capacità del management ad ottenere un rendimento del capitale investito superiore al suo costo di acquisizione significa, infatti, anche ottimizzare l'incidenza del carico fiscale sulla redditività aziendale.

Tale *ottimizzazione* si riconduce, in sostanza, all'opportunità di *cogliere le agevolazioni insite nella normativa fiscale e migliorare la redditività delle scelte gestionali*.

Infine giova ricordare come variazioni permanenti del tasso di prelievo fiscale rappresentino una *variabile esogena*; l'attuale scenario evolutivo, per le imprese italiane, prevede una nuova riforma delle aliquote sia delle *corporate taxes* che delle *personal taxes* e variazioni nel trattamento di dividendi e partecipazioni, parallelamente all'eliminazione, progressiva, della *dual income tax* (DIT) e dell'Irap (imposta regionale sulle attività produttive).

In tal senso, secondo l'opinione di chi scrive, la scelta di ridurre, anche sensibilmente, il carico fiscale dell'impresa (ovvero l'utilizzo della leva fiscale quale variabile esogena), innescherebbe un tale circolo virtuoso da incentivare lo sviluppo dell'impresa attraverso un maggiore impiego del capitale di rischio (e dunque una progressiva sostituzione del debito) e, in tal senso, si rivelerebbe, a posteriori, una scelta molto più "sensata" che "coraggiosa".

6.2. La definizione di vantaggio fiscale

Gli effetti della fiscalità d'impresa sono stati oggetto di numerose ricerche e studi soggetti, nel corso degli anni, a significativi mutamenti di analisi, in un primo tempo limitate alle sole imposte aziendali (*corporate taxes*) e poi estese alle imposte personali (*personal taxes*); gli stessi Modigliani e Miller¹ riconobbero, nella seconda formulazione delle note proposizioni, l'esistenza di un beneficio legato al risparmio d'imposta generato dal costo del debito sostenuto dall'impresa con ricorso ad un finanziamento esterno.

Il vantaggio fiscale è rappresentato dal *beneficio che l'impresa ottiene quando*, per effetto di una corretta applicazione della normativa, dello sfruttamento di tutte le agevolazioni disponibili e di un corretto *tax planning*, *aumenta la disponibilità dei flussi di ricchezza prodotti dalla gestione operativa*; il valore attuale del risparmio fiscale è dato da:

$$VA \text{ del risparmio fiscale} = VA_{Rf} = \frac{T_c(r_D D)}{r_D} = T_c D^2 .$$

Dove:

- D = debito;
- r_D = costo del debito;
- $r_D D$ = ammontare degli interessi;
- T_c = aliquota d'imposta della società.

Quindi il valore dell'impresa diviene:

$$\begin{array}{l} \text{Valore} \\ \text{dell'impresa} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Valore se finanziata} \\ \text{tramite capitale netto} \end{array} + T_c D$$

Introducendo anche le imposte personali si può definire il vantaggio relativo al debito per l'impresa che sarà pari a:

$$\text{Vantaggio fiscale del debito} = \frac{(1 - T_p)}{[(1 - T_{pe})(1 - T_c)]} .^2$$

¹ Vedi, in particolare, le considerazioni svolte nel Capitolo 1 del presente lavoro con riferimento ai fondamenti della struttura finanziaria ed alle proposizioni di Modigliani e Miller in presenza di imposizione fiscale.

² Si veda in tal senso R.A. BREALEY-S.C. MYERS-S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit., p. 481 ss.; le indicazioni non costituiscono una "via" da seguire per decidere la politica di indebitamento ma misurano i benefici fiscali generati dalla deducibilità degli oneri finanziari sostenuti dall'impresa. Illuminante, sotto questo profilo il pensiero degli autori: «Crediamo che

Dove:

T_c = aliquota d'imposta societaria;

T_{pe} = aliquota d'imposta personale sul reddito da azioni;

T_p = aliquota d'imposta personale sugli interessi.

In tal senso l'aumento del debito è vantaggioso se $(1 - T_p)$ è maggiore di $(1 - T_{pe})(1 - T_c)$; in caso contrario risulterà svantaggioso.

Esistono due casi particolari; il primo è quello per cui $T_{pe} = T_p$ cioè i redditi da azioni e da interessi sono tassati a livello personale con la stessa aliquota effettiva; il vantaggio fiscale dipende solo dall'aliquota d'imposta sul reddito della società:

$$\text{Vantaggio relativo} = \frac{1}{(1 - T_c)}.$$

Il secondo caso particolare si verifica quando le imposte personali e societarie si compensano rendendo la politica di indebitamento irrilevante; ciò accade quando T_c è inferiore a T_p e T_{pe} è basso:

$$(1 - T_p) = (1 - T_{pe})(1 - T_c).$$

Questa analisi porta a considerare che il beneficio fiscale del debito può presentare differenze, talvolta anche significative, in relazione alla diversità dei sistemi fiscali sul piano internazionale.

Inoltre occorre tener conto che il vantaggio fiscale connesso all'indebitamento tende a essere diversamente significativo a seconda che l'impresa disponga di scudi fiscali diversi dal debito; se questi aumentano, naturalmente si riduce l'aliquota fiscale effettiva gravante sul reddito d'impresa e, di conseguenza si riduce anche il valore del beneficio fiscale connesso al debito.

Con particolare riferimento allo scenario delle imprese italiane, uno degli aspetti di tradizionale debolezza del sistema economico-produttivo nazionale è rappresentato dalla sottocapitalizzazione delle imprese, troppo a lungo incentivate alla raccolta di capitale di debito per il finanziamento degli investimenti, dalla presenza di una pressione fiscale che poteva anche dimezzare il costo di approvvigionamento e copertura del fabbisogno finanziario.

All'interno di tale contesto di riferimento, il Governo Italiano, stimolato dalla crescente integrazione economica dei mercati e convinto della necessità per le imprese di competere a livello globale per potersi sviluppare localmente, è

l'indebitamento delle società comporti un moderato vantaggio fiscale, se non altro per le società che sono ragionevolmente sicure di poter utilizzare i risparmi fiscali. Per le altre, invece, riteniamo che esista un lieve svantaggio fiscale».

intervenuto con una serie di agevolazioni e riforme di natura fiscale³ che, nel corso dell'ultimo decennio, hanno avuto il duplice scopo di incentivare la capitalizzazione delle imprese nazionali e di sviluppare gli investimenti produttivi, nell'ambito di un più generale disegno di rilancio dell'economia.

L'incentivo all'utilizzo congiunto della leva fiscale e finanziaria ha generato una riduzione del risparmio d'imposta derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari, per effetto dell'introduzione dell'Irap (1997), imposta regionale sulle attività produttive gravante anche sugli interessi passivi, indirizzando le scelte di struttura finanziaria verso una maggiore capitalizzazione.

La contemporanea previsione di una sistema di tassazione "duale", denominato DIT (*dual income tax*), in aggiunta alla disciplina dell'Imposta sulle società di capitali, ha, seppur temporaneamente, aumentato il ventaglio di opportunità insite nella legislazione fiscale che l'organo di governo dell'impresa può cogliere con un certo margine di discrezionalità.

Nel corso del 2001, nell'ambito di una serie di interventi volti ad incentivare gli investimenti aziendali ed a rilanciare l'economia nazionale, è stata riproposta la detassazione degli utili reinvestiti (già utilizzata nel 1994 e, con modifiche, negli anni successivi fino al 1996), attuata attraverso la previsione di un bonus fiscale legato alla acquisizione di beni strumentali.

Le imprese, in presenza di tali effetti incentivanti, debbono cogliere le opportunità insite nella legislazione fiscale ed avere come obiettivo, correlato alle scelte di carattere gestionale, l'*ottimizzazione* della propria fiscalità, valutando i progetti di sviluppo in funzione dell'incremento di valore dell'attività aziendale e della loro compatibilità finanziaria all'incremento del capitale necessario alla concreta realizzazione, al fine di essere in grado di pianificare le modificazioni derivanti da una diminuzione del tasso di prelievo fiscale⁴.

Al fine di chiarire lo scenario attuale, all'interno del quale l'organo di governo dell'impresa muove le sue valutazioni con riferimento alla fiscalità d'impresa, giova riassumere i principali modelli impositivi, e le loro evoluzioni, con specifico riferimento al nostro paese.

³ Per una disamina delle agevolazioni agli investimenti si veda N. MIGLIETTA, *The Main Incentives for SMES Investments in Italy*, in Atti del Convegno, *Business Policies and Strategies in a Global Market a Framework for SMES. Cases and Studies*, Torino, 14 novembre 2002, p. 609 ss.

⁴ Sul tema delle modificazioni strutturali con variazioni del tasso di prelievo fiscale e del quoziente di indebitamento si veda G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al Governo dell'impresa*, vol. II, Cedam, Pavia, 2000, p. 224 ss.

6.3. I modelli impositivi

Le modalità di tassazione influiscono sulle scelte della struttura finanziaria dal momento che incidono sul costo effettivo delle forme di raccolta del capitale e sul rendimento netto effettivo per l'investitore.

Il sistema fiscale italiano impone, allo stato attuale, una duplice forma di prelievo: una fa capo all'impresa e l'altra è riconducibile agli investitori, generando vere e proprie "asimmetrie fiscali" in merito alla tassazione dei diversi redditi di natura finanziaria, al punto che, per le imprese, potrebbe essere opportuno disporre di una gestione delle politiche finanziarie volta a segmentare i mercati finanziari ed i relativi investitori in classi omogenee.

Inquadrare la scelta della struttura finanziaria come un problema di marketing⁵, in realtà significa affermare che, accanto all'obiettivo di minimizzare l'esborso fiscale complessivo gravante sui flussi di reddito prodotti dall'impresa, si riconoscono diverse categorie di investitori, con la loro posizione fiscale e esigenze differenti. Esistono, infatti, investitori che hanno l'esigenza di incassare dividendi e sottoscrivere nuove azioni per importo equivalente, altri che trovano maggiore convenienza in una politica di reinvestimento di utili, ed infine altri ancora che preferiscono detenere titoli di credito.

L'impresa, trovandosi di fronte a questi diversi target di investitori cui rivolgersi, si deve impegnare a garantire loro la creazione di valore azionario, minimizzando quindi il carico fiscale e massimizzando contemporaneamente il rendimento dei capitali investiti.

Da ciò si deduce che le scelte della struttura finanziaria e l'identificazione delle esigenze degli investitori da soddisfare devono essere monitorate in funzione non solo dell'evoluzione della normativa fiscale, ma anche dell'evoluzione della posizione fiscale dei singoli investitori e della dinamica degli strumenti finanziari disponibili e dei canali di reperimento.

Il primo aspetto da considerare è quello dell'impatto delle imposte societarie sulla struttura finanziaria; si analizzeranno poi le conseguenze della presenza di imposte personali, gravanti sui fornitori del capitale, ed infine si considereranno le peculiarità del nostro sistema tributario.

⁵ In tal senso si esprimono R.A. BREALEY-S.C. MYERS, S. SANDRI, *Principi di Finanza Aziendale*, cit., p. 449, i quali, per introdurre le proposizioni di Modigliani e Miller e valutare l'importanza della struttura finanziaria affermano che «La scelta della struttura finanziaria è fondamentalmente un problema di marketing. L'impresa può emettere decine di titoli diversi in innumerevoli combinazioni, ma cerca di trovare quella particolare combinazione che massimizza il suo valore globale di mercato».

6.3.1. L'impatto delle imposte societarie sulla struttura finanziaria

L'indagine sugli effetti delle imposte nelle scelte della struttura finanziaria si sviluppa sulla base delle conclusioni cui arrivano Modigliani e Miller⁶ nel riformulare le note proposizioni, introducendo il concetto di prelievo fiscale. Le imposte prese in considerazione dai due studiosi furono quelle societarie; quelle personali, vennero introdotte in un secondo tempo.

In presenza di *corporate taxes*, e grazie alla deducibilità degli interessi passivi, le imprese, ricorrendo al capitale di debito, possono ottenere un beneficio fiscale.

In assenza di imposte societarie, il valore economico di un'impresa *unlevered* e di un'impresa *levered* coincidono, indipendentemente dalle strategie di investimento adottate. Ma se si introducono le imposte societarie, il valore economico dell'impresa *levered* è dato dalla somma del valore economico dell'impresa *unlevered* con il valore dello scudo fiscale connesso alla deducibilità degli interessi passivi per le imprese che si indebitano finanziariamente, pari a $T_c D$.

La strategia ottimale per massimizzare il valore economico dell'impresa sembrerebbe, a prima vista, quella di incrementare il più possibile il grado di leva finanziaria: un euro in più di debito aggiunge valore all'impresa in misura pari all'aliquota dell'imposta societaria.

Tuttavia la possibilità di beneficiare del valore attuale dello scudo fiscale degli oneri finanziari è caratterizzata da un margine di incertezza, legata al fatto che l'impresa può non essere in grado di produrre un reddito operativo sufficiente a coprire l'importo degli oneri finanziari, ovvero che l'aliquota di imposizione societaria può essere modificata, ovvero subentrino difficoltà ad accedere a finanziamenti a condizioni economicamente convenienti. La presenza di questa componente di rischio e di incertezza determina la necessità di un maggior rendimento in termini percentuali che, tradotta in termini di valore di capitale, definisce il premio per il rischio finanziario e costituisce una componente riduttiva del valore economico dell'impresa.

La convenienza dell'indebitamento risulterà dunque correlata al valore dello scudo fiscale ed a quello del premio, richiesto dagli investitori-azionisti, per sostenere il maggior rischio finanziario.

⁶ Con riferimento agli aspetti teorici nelle scelte di struttura finanziaria ed in particolare alle proposizioni di Modigliani e Miller in presenza di imposte, si rimanda alle considerazioni svolte nel paragrafo 1.3 ss. del presente lavoro.

6.3.2. L'impatto delle imposte personali sulla struttura finanziaria

Per valutare il beneficio "effettivo" determinato dal risparmio fiscale, non si può limitare l'analisi dell'imposizione alle sole implicazioni relative alle imposte societarie, poiché di beneficio si può parlare solo in considerazione del riflesso finale sugli azionisti/investitori.

Generalmente si individua il valore attuale netto del vantaggio fiscale per gli azionisti per poi risalire al valore del capitale che lo genera, componente, a sua volta, del valore economico d'impresa.

Occorre quindi prendere in considerazione il sistema di imposizione personale per capire come possa influire sulla scelta fra capitale di rischio e capitale di debito.

La convenienza ad indebitarsi per l'impresa va quindi ponderata con l'esistenza delle imposte personali che potrebbero annullare o limitare i vantaggi derivanti dalla deducibilità degli oneri finanziari⁷.

In ogni caso, se i redditi provenienti dai debiti di finanziamento e dal capitale proprio sono tassati con la stessa aliquota, il vantaggio dello scudo fiscale permane ed il valore economico dell'impresa sarà dato dal valore economico dell'impresa totalmente finanziata con capitale proprio più il valore dello scudo fiscale generato dal ricorso all'indebitamento.

Rammentando la misura del vantaggio fiscale del debito:

$$T_i = \frac{(1 - T_p)}{[(1 - T_{pe})(1 - T_c)]}$$

abbiamo chiarito come questo coefficiente tenga conto non solo dell'incidenza delle imposte aziendali sul vantaggio fiscale, ma anche delle imposte gravanti sull'azionista/investitore.

Si osserva che nel caso di coincidenza fra l'aliquota sui guadagni in conto capitale e sui dividendi con quella degli interessi generati dai crediti finanziari, il vantaggio fiscale integrato dal debito corrisponderebbe a quello aziendale T_s . Se, invece, $T_{pe} > T_p$ il ricorso al debito non darebbe luogo ad alcun vantaggio fiscale, perché ci si troverebbe nella situazione di pagare più imposte personali nel caso in cui l'impresa sia indebitata rispetto al caso in cui un'impresa sia interamente finanziata con capitale proprio; l'azionista/obbligazionista sarebbe assoggettato ad un'aliquota minore sul rendimento percepito⁸.

⁷ In tal senso si veda A. DESSY, *Capitale di debito e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano, 2001.

⁸ In tal senso si veda S. GUELFÌ, *Strategie finanziarie e valore d'impresa*, Guerini, Milano, 1997. Secondo l'autore la soglia di convenienza dell'indebitamento varrebbe fino a che il risparmio fiscale della società è superiore al costo d'imposta personale del finanziatore.

Giova ricordare come queste considerazioni siano fatte, generalmente, sulla considerazione di aliquote personali fisse; nella realtà queste sono progressive e differenti a seconda dei diversi tipi di investimento di capitale. Al variare delle aliquote per i singoli investitori, si possono riconoscere preferenze diverse; per alcuni sarà più conveniente l'investimento in azioni, per altri l'investimento in strumenti di debito.

Anche lo scudo fiscale, come più volte ricordato, non si può dare per scontato poiché è comunque necessario, per l'impresa, disporre di un reddito lordo *ante* oneri finanziari sufficientemente capiente. Se le imprese infatti proteggono i propri redditi anche in modi differenti, si riduce la protezione fiscale offerta dall'indebitamento.

Se l'impresa è caratterizzata da un reddito fiscale lordo poco capiente, al crescere dell'ammontare dell'indebitamento, aumenterà la probabilità di realizzare una perdita d'esercizio e diminuirà quindi il valore atteso del vantaggio fiscale; dopo il punto di indifferenza, si evidenzierà addirittura un vantaggio relativo al ricorso ai mezzi propri⁹. Da ciò si deduce che maggiore è l'incertezza di trarre vantaggio dal beneficio fiscale degli interessi passivi, minore è il risparmio fiscale atteso dall'impresa su una lira addizionale di interessi passivi. In queste condizioni l'impresa non ricorrerà facilmente al debito finanziario.

In sintesi, il vantaggio fiscale del debito dipende esclusivamente dall'interazione fra le aliquote aziendali e quelle personali: se l'aliquota di imposta attesa dell'impresa è inferiore all'aliquota d'imposta personale dei finanziatori, non sussiste convenienza all'indebitamento, mentre se l'aliquota d'imposta attesa dell'impresa è superiore all'aliquota d'imposta personale dei finanziatori, l'indebitamento risulterà conveniente sino al punto in cui le due aliquote venissero a coincidere.

6.3.3. Le imposte societarie in presenza di imposte personali: vantaggio fiscale e condizioni di neutralità

L'influenza delle imposte personali sul valore delle aziende ed il legame con le scelte finanziarie delle imprese nasce dalla "non neutralità" dei sistemi fiscali.

Con riferimento al sistema fiscale italiano, giova introdurre una serie di caratteristiche che saranno utilizzate per analizzare le condizioni che un sistema

⁹ Così come ad un aumento dell'imposta pagata dai finanziatori su un euro di interesse addizionale corrisponde un minore interesse nel finanziare l'impresa, allo stesso modo, per l'impresa, la presenza di scudi alternativi, riduce la valutazione di convenienza del debito.

tributario dovrebbe rispettare al fine di rendere ininfluenti le decisioni aziendali in merito alle scelte della struttura finanziaria.

In linea generale, gli elementi che qualificano e caratterizzano un sistema fiscale sono numerosi, ma i più importanti sono: le aliquote e la base imponibile.

Con riferimento alla base imponibile, ai fini della tassazione sul reddito delle imprese, l'aspetto che maggiormente è in grado di influenzare le scelte di finanziamento dell'impresa fa riferimento al regime di deducibilità del costo del capitale di debito e di quello proprio.

È possibile riconoscere diversi tipi di deduzione: una deduzione integrale solamente degli interessi passivi netti, una deduzione integrale sia degli interessi passivi netti sia del costo del capitale proprio, ed infine un'indeducibilità degli interessi passivi netti e del costo del capitale di rischio.

Una volta stabilita la base imponibile, il vero problema risiede nel fatto che un individuo può subire la tassazione anche su investimenti di natura finanziaria.

In relazione al sistema di tassazione dei redditi di natura finanziaria, il sistema impositivo italiano si basa sul divieto della doppia imposizione, in base al quale uno stesso reddito non può essere tassato due volte (una prima volta in capo alla società e una seconda volta in capo al percettore del dividendo). Per evitare questa doppia imposizione, si può utilizzare il meccanismo del credito d'imposta attraverso il quale le imposte pagate dalla società costituiscono un acconto su quelle dovute a livello personale da colui che percepisce il dividendo.

Sono tre le possibilità che si possono presentare in relazione al confronto fra il credito di imposta e l'aliquota marginale dell'azionista.

Nel caso in cui i due termini di confronto coincidano, l'azionista non dovrà versare né ricevere nulla dal fisco; nel caso in cui l'imposta calcolata sulla base dell'aliquota marginale personale dell'investitore fosse superiore al credito d'imposta, l'azionista dovrà versare un conguaglio; infine, se il credito d'imposta si rivelasse superiore, l'azionista avrà diritto al rimborso dell'imposta pagata in eccedenza a livello aziendale.

L'utile ante imposte, realizzato dall'impresa, è assoggettato, dopo le "correzioni" fiscali (determinate dalle variazioni in aumento e diminuzione legate alla normativa tributaria)¹⁰ ad un'imposizione societaria (l'imposta che colpisce il reddito delle persone giuridiche); la differenza netta può essere distribuita sotto forma di dividendo.

¹⁰ Tale fenomeno, noto anche come "doppio binario", crea, di fatto, un disallineamento tra l'utile ante imposte ed il risultato imponibile sul quale le imposte vengono effettivamente calcolate; ciò deriva, essenzialmente, proprio dall'applicazione della normativa tributaria, che prevede regole di determinazione del risultato d'esercizio differenti da quelle civilistiche.

A fronte dell'incasso di questo dividendo netto, l'azionista gode di un credito d'imposta pari all'imposta pagata dalla società. Tale credito d'imposta viene quindi aggiunto al dividendo netto per dar luogo al dividendo imponibile. Su quest'ultimo ammontare si calcolerà l'imposta dovuta sulla base dell'aliquota marginale dell'azionista, ed infine si provvederà a scomputare il credito d'imposta per determinare l'eventuale conguaglio da versare o il credito residuo.

Le caratteristiche del nostro sistema tributario prevedono, inoltre, la deducibilità degli interessi passivi per le imprese, e l'imponibilità degli interessi attivi, tassati, a livello personale, sulla base di aliquote differenziate a seconda del credito cui si riferiscono (12,5% sul rendimento derivante da titoli di Stato e dalle obbligazioni, 27% sul rendimento derivante dai conti correnti bancari).

Infine occorre tener presente che i *capital gain* vengono assoggettati ad imposta non al momento della loro maturazione, ma nell'esercizio nel quale essi vengono realmente conseguiti in seguito alla cessione dei titoli. Per le imprese, queste plusvalenze costituiscono reddito imponibile, per le persone fisiche l'imposizione è nella misura del 27% (in caso di cessione di partecipazioni qualificate) e del 12,5% (in caso di partecipazioni non qualificate)¹¹.

Con riferimento alla "neutralità", un sistema fiscale può essere definito neutrale quando non genera alcuna preferenza negli azionisti tra le varie modalità alternative di finanziamento. In tale sistema per gli azionisti sarebbe ininfluente finanziare l'azienda con capitale di debito o con capitale proprio oppure ritenere gli utili rispetto all'ipotesi di distribuzione degli stessi o di emissione di azioni per lo stesso importo.

Il sistema italiano difficilmente potrebbe essere definito neutrale, poiché, nonostante i numerosi tentativi di "armonizzare" le varie forme di prelievo finanziario, allo stato attuale la normativa risulta ancora essere troppo copiosa e troppo poco coordinata.

Quando i sistemi fiscali si presentano non neutrali, i mercati finanziari perdono le loro caratteristiche di omogeneità e assumono una connotazione fortemente segmentata; le esigenze dei vari attori di mercato si presentano non omogenee e notevolmente differenziate.

Per l'impresa diventa importante conoscere le esigenze dei singoli segmenti per poter orientare al meglio le proprie politiche finanziarie e per massimizzare il valore degli azionisti. Quest'ultimo obiettivo è, però, realizzabile solo in presenza di mercati sviluppati, mentre in mercati poco evoluti, dove l'azionariato

¹¹ La differenziazione si riferisce alla percentuale di partecipazione dell'azionista nell'impresa; a titolo esemplificativo nelle società per azioni quotate in borsa tale percentuale è fissata nella misura del 5% del capitale sociale.

si presenta concentrato, perde di importanza poiché le esigenze da soddisfare sono quelle dell'azionista che detiene il controllo e non quelle del mercato.

In Italia, le caratteristiche del mercato finanziario sono condizionate ancora da un livello di concentrazione dell'azionariato elevato e da un sistema capitalistico concentrato nelle mani di un ristretto numero di gruppi familiari. È quindi evidente che prevalgano le esigenze degli azionisti di controllo, ed in particolare quelle di natura fiscale, su quelle del mercato¹².

6.4. Un quadro di riferimento per l'utilizzo della leva fiscale e finanziaria

Al fine di verificare l'effetto della leva fiscale congiuntamente a quella finanziaria in presenza di agevolazioni che riducano il tasso di prelievo fiscale (t), giova ancora una volta ricordare la relazione che lega la *redditività del capitale proprio* (ROE) e la *redditività del capitale investito* (ROI); tale relazione $ROE = f(ROI)$, nota come "effetto di leverage"¹³ si esplicita come

$$ROE = \left[ROI + (ROI - i) \frac{D}{MP} \right] (1 - t)$$

dove:

- D rappresenta il capitale di terzi;
- MP il capitale proprio o di rischio;
- i il costo medio del capitale di terzi;
- t l'aliquota media di imposta sul reddito¹⁴.

La relazione $ROE = f(ROI)$, identificando il complesso delle risorse finanziarie acquisite con

$$K = MP + D$$

¹² Ciò spiegherebbe anche la riluttanza delle imprese italiane ad entrare nel mercato finanziario attraverso il percorso della quotazione, operazione che potrebbe significare la perdita del controllo e che imporrebbe una maggiore trasparenza nella comunicazione aziendale. Si veda sull'argomento A. DESSY, *Capitale di debito e sviluppo dell'impresa*, cit.

¹³ In proposito Giovanni Ferrero utilizza quale indicatore del grado di indebitamento il rapporto K/MP ed esprime la relazione $ROE = f(ROI)$ nella forma: $ROE = (1 - t)i + (1 - t) K/MP (ROI - i)$, con la distinzione tra "effetto semplice di leverage" $ROI - i$ ed "effetto ponderato di leverage" $K/MP (ROI - i)$; cfr. G. FERRERO, *Finanza Aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981, p. 179 ss.

¹⁴ Per l'impostazione si veda anche G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, cit., p. 202 ss.

ed il quoziente di indebitamento con

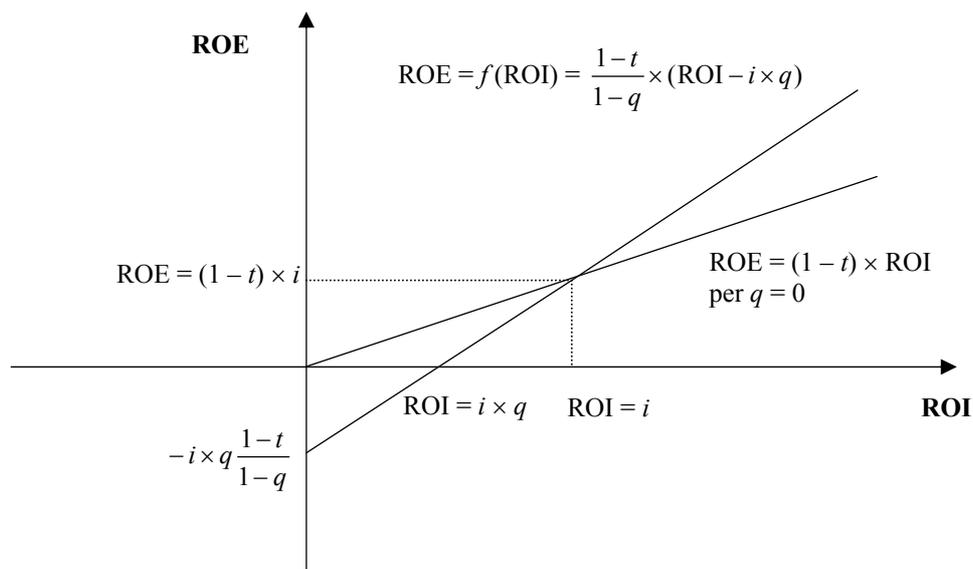
$$q = \frac{D}{K}$$

può essere esplicitata

$$\text{ROE} = \left[\frac{(1-t)}{(1-q)} \right] (\text{ROI} - iq).$$

La relazione, di tipo lineare, in presenza di un determinato quoziente di indebitamento, di un costo medio di provvista del capitale di credito e di un tasso medio di prelievo fiscale è rappresentata graficamente¹⁵.

Figura 6.1. – Redditività di un'impresa levered e unlevered



Fonte: Adattato da G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al Governo dell'impresa*, cit., p. 208.

¹⁵ $\text{ROE} = f(\text{ROI})$ in costanza della struttura finanziaria rappresentata dal quoziente di indebitamento q con $0 < q < 1$, costo medio del capitale di credito i e tasso di prelievo fiscale sul risultato al lordo delle imposte t .

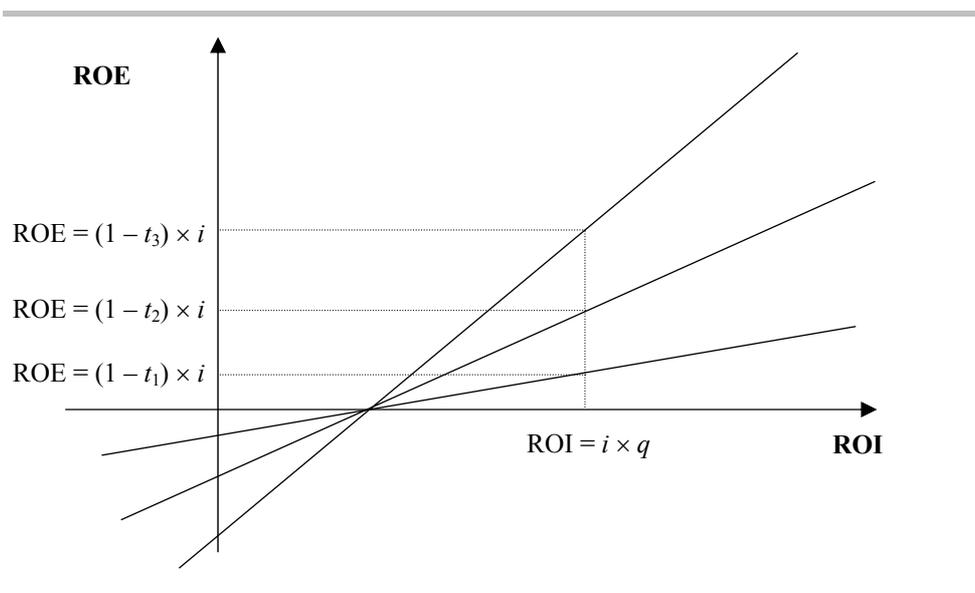
Appare evidente l'effetto che una variazione in diminuzione del tasso di prelievo fiscale può avere sulla redditività del capitale di rischio; considerando il rapporto

$$\frac{\Delta ROE}{\Delta ROI} = \frac{(1-t)}{(1-q)}$$

è possibile verificare come una diminuzione di t influisca sul rapporto $\Delta ROE/\Delta ROI$ che, nel caso di specie, risulterà aumentato. Graficamente si possono rappresentare, a titolo esemplificativo, tre differenti situazioni in presenza di altrettanti tassi di prelievo fiscale¹⁶ con

$$t_1 > t_2 > t_3$$

Figura 6.2. – *Variazione del ROE e diminuzione dell'aliquota fiscale*



Fonte: G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al Governo dell'impresa*, cit., p. 229.

Ipotizzando la capacità di assorbimento del beneficio in termini di reddito imponibile, possiamo procedere all'analisi delle principali agevolazioni agli in-

¹⁶ Rappresentazione della relazione $ROE = f(ROI)$ in costanza di struttura finanziaria rappresentata dal medesimo quoziente di indebitamento e costo medio dell'indebitamento a diversi livelli di tasso di prelievo fiscale t .

vestimenti ed al sistema di prelievo “duale” in presenza di ricapitalizzazione aziendale, con l’obiettivo di evidenziare, di volta in volta, la diminuzione del tasso di prelievo fiscale derivata dall’applicazione degli incentivi.

6.5. Il sistema fiscale italiano prima della riforma del 1997

La normativa, in vigore fino al 1997, prevedeva:

- un’aliquota Irpeg (imposta sul reddito delle persone giuridiche) pari al 37% e un’aliquota Ilor (imposta locale sui redditi) pari al 16,2%. Di conseguenza la pressione tributaria diretta nei confronti delle imprese corrispondeva al 53,2%;
- un meccanismo di credito d’imposta pari ai 9/16 dei dividendi incassati dal percipiente;
- *capital gain* che costituivano, per le persone giuridiche, parte integrante del reddito imponibile e venivano tassate con aliquota piena; per le persone fisiche era previsto un regime forfetario.

T_c era quindi pari a 53,2%, mentre T_{pd} (l’aliquota di imposta personale sugli interessi finanziari) era pari a 12,5%.

Per quantificare T_{pe} si devono prendere in considerazione due elementi: il primo è relativo all’imposta sul *capital gain*, il secondo all’imposta personale gravante sui dividendi.

La letteratura anglosassone ha definito T_{pe} come media ponderata tra l’imposta sul *capital gain* e quella sui dividendi percepiti; nel contesto italiano, nel determinare T_{pe} , parrebbe più opportuno considerare i dividendi come una componente aggiuntiva del *capital gain*, strettamente collegata alle peculiarità del sistema industriale e finanziario italiano caratterizzato da imprese ad azionariato concentrato¹⁷.

L’ipotesi da prendere in considerazione è quella di applicare alla remunerazione corrisposta sotto forma di dividendo un’aliquota diversa da quella personale, determinabile come differenza tra l’aliquota personale marginale aumentata del credito d’imposta ed il credito stesso.

$$\text{Aliquota aggiuntiva} = [\text{Aliquota marginale personale} (1 + 9/16) - 9/16]$$

dove i 9/16 rappresentano il rapporto del credito d’imposta generato dal prelievo già effettuato in capo alla società che distribuisce il dividendo.

¹⁷ L’impostazione permette di “isolare” la componente di prelievo legata al dividendo che può essere determinata sia con riferimento ad un credito d’imposta legato alla *corporate tax*, sia in assenza di tale credito (situazione prevista dalla nuova riforma fiscale).

Questa aliquota aggiuntiva, rappresenta l'aliquota di imposta personale sul rendimento azionario T_{pe} ¹⁸.

La situazione evidenziata spiega ampiamente le ragioni per cui sia le persone giuridiche che le persone fisiche hanno trovato maggior convenienza nello sviluppo della politica di indebitamento dell'impresa piuttosto che nell'emissione di titoli azionari. La variabile fiscale ha contribuito, insieme agli altri elementi tipici del nostro sistema capitalistico, a penalizzare l'investimento in capitale di rischio spingendo le imprese verso la sottocapitalizzazione.

In termini di struttura finanziaria si è delineata una situazione di "debito apparente" assolutamente paradossale: attraverso operazioni "triangolari", gli imprenditori acquistavano titoli di Stato per darli in pegno ad istituti di credito che erogavano un finanziamento di pari importo, il cui costo era fiscalmente deducibile. Buona parte dell'indebitamento bancario delle imprese italiane è stato controgarantito da risorse dei soci che, quindi, fornivano il capitale proprio all'impresa sotto forma di capitale di terzi.

Pertanto si può affermare che, per decenni, le scelte della struttura finanziaria erano principalmente orientate all'indebitamento, senza però che fosse rigorosamente definito il "limite" oltre il quale fosse conveniente spingersi.

Le scelte finanziarie assumevano un orientamento univoco di breve periodo non tenendo conto della dinamica economico-finanziaria delle imprese nelle varie ipotesi di finanziamento.

Giova sinteticamente ricordare i negativi effetti che tale politica ha determinato nei momenti di crisi economica del nostro paese:

- progressiva diminuzione della redditività operativa;
- aumento del rischio;
- diminuzione dei vantaggi fiscali;
- crisi di liquidità;
- liquidazione dei soggetti insolventi.

6.6. La riforma del 1997: dualismo fiscale e tassazione degli oneri finanziari

L'introduzione di un sistema di prelievo "duale" e l'inasprimento della tassazione degli oneri finanziari debbono essere visti come un primo tentativo di incentivare un sistema imprenditoriale ed industriale fortemente orientato al ca-

¹⁸ In tal senso A. DESSY, *Capitale di debito e sviluppo dell'impresa*, cit.

pitale di debito ad aumentare l'investimento diretto in capitale di rischio, modificando quindi la sottocapitalizzazione delle imprese.

In sintesi le novità introdotte dalla riforma del 1997:

- introduzione dell'Irap, imposta regionale sulle attività produttive (in sostituzione dell'Ilor);
- introduzione della Dit, *dual income tax*;

Entrambe risultavano finalizzate, attraverso meccanismi applicativi differenti, alla ricapitalizzazione delle imprese, disincentivando il debito e concedendo un beneficio aggiuntivo all'aumento del capitale di rischio.

Al fine di evidenziare il legame tra la variabile fiscale ed il debito giova ricordare che:

a) può esistere un effetto di “ritorno” del debito sull'aliquota fiscale, che si verifica quando la decisione di maggior indebitamento, legata all'intenzione di sfruttare un vantaggio fiscale relativo ad un'aliquota fiscale marginale attesa molto elevata, genera un'aliquota più bassa con il conseguente abbassamento del reddito imponibile ed aumento della probabilità di perdite future;

b) la possibilità di rinvio e riporto delle perdite fiscali, altera la relazione tra risultati operativi e aliquota fiscale marginale;

c) il livello del debito è il risultato di politiche finanziarie adottate nel passato, mentre l'aliquota fiscale marginale non riflette gli incentivi legati a decisioni passate, ma è riferito ad un incremento marginale di utile corrente. L'aliquota fiscale dovrebbe essere quella corrispondente al momento in cui è assunta la decisione di finanziamento;

d) la sostituzione degli scudi fiscali col debito è rilevante solo in quelle imprese in cui è maggiore la probabilità che l'utile conseguito o atteso non sia sufficientemente capiente per sfruttare completamente la deducibilità fiscale degli interessi passivi.

6.6.1. L'Imposta Regionale sulle Attività Produttive (Irap)

L'Irap è un'imposta gravante sul valore aggiunto netto dell'impresa, cioè la differenza tra valore e costi della produzione con l'esclusione, però, del costo del lavoro e degli oneri finanziari.

È un tipo di imposta, quindi, che penalizza le imprese *labour intensive*, che sostengono elevati costi di manodopera, e quelle fortemente indebitate, non essendo deducibili dalla base imponibile gli oneri finanziari.

L'Irap, sostituendo l'imposta locale sui redditi ha contribuito sensibilmente

a ridurre il vantaggio fiscale del debito; l'aliquota T_c infatti si è ridotta dal 53,2% (Ipeg + Ilor) alla sola imposta gravante sul reddito delle società¹⁹.

Questa riduzione è dovuta al fatto che, nella scelta tra capitale proprio e di debito, l'Ilor assumeva rilevanza in termini differenziali, mentre l'Irap non rileva in tal senso; l'Ilor si calcolava sul reddito dopo aver dedotto gli oneri finanziari, riducendo il carico fiscale delle aziende indebitate e gravate da elevati interessi passivi.

L'Irap, invece, è determinata su una dimensione di reddito espressa al lordo degli oneri finanziari e, quindi, non è influenzata dalle politiche di finanziamento delle imprese.

Un'analisi più approfondita dell'effetto Irap, ci permette di valutarne pregi, difetti e l'impatto sul costo del capitale.

Innanzitutto, occorre considerare, per le imprese con maggiori oneri finanziari, un aggravio di tassazione e viceversa uno sgravio per le imprese con meno oneri finanziari con effetto immediato sul costo del capitale, che registra un aumento del costo del debito ed una diminuzione del costo dei mezzi propri.

Gli oneri finanziari, normalmente, sono indicati al lordo dell'effetto di risparmio fiscale generato; se indicati al netto, ed aggiungendo l'effetto Irap (in quanto questo non produce un risparmio sulle imposte sul reddito) possono misurare l'aumento del costo del capitale che potremmo definire sistematico, in quanto si verifica anche in presenza di perdita d'esercizio o di altri scudi fiscali.

L'introduzione dell'Irap ha variato alcuni importanti elementi per la definizione delle valutazioni finanziarie, con riflessi sul comportamento dei finanziati e dei finanziatori, ed ha ridotto lo spazio di manovra degli intermediari finanziari²⁰.

6.6.2. La *dual income tax* (Dit)

L'introduzione della *dual income tax* trae origine, come accennato, dall'obiettivo di ridurre la convenienza fiscale dell'indebitamento, istituendo un trattamento fiscale agevolato per le aziende che incrementano il proprio patrimonio netto²¹.

¹⁹ Secondo l'attuale previsione normativa l'aliquota, originariamente fissata nel 37% e già ridotta al 36%, scenderà progressivamente, a regime, al 33%.

²⁰ Per un approfondimento specifico si veda G. TAGLIAVINI, *Costo del capitale. Analisi finanziaria e corporate banking*, Egea, Milano, 1999.

²¹ Sugli effetti della *dual income tax* sulle decisioni finanziarie delle imprese si veda N. MIGLIETTA-C.F. MAGGI, *Riforma Visco: Dit – La Dual Income Tax per le società di persone e le*

L'incentivo prevede che il reddito complessivo netto dichiarato dall'impresa sia assoggettato all'imposta attraverso l'applicazione di un'aliquota "agevolata", per la parte corrispondente alla remunerazione ordinaria della variazione in aumento del capitale investito rispetto a quello esistente alla chiusura dell'esercizio in corso al 30 settembre 1996²².

Nella formulazione originaria dell'incentivo l'applicazione dell'agevolazione non poteva comunque determinare un'aliquota media dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche inferiore al 27%. La quota di reddito agevolato che, per effetto di questa limitazione, non fruiva dell'aliquota ridotta, veniva computata in aumento del reddito agevolato dei successivi periodi d'imposta ma non oltre il quinto²³.

La tassazione "duale" è compatibile con le diverse forme giuridiche che i soggetti beneficiari possono assumere per lo svolgimento della propria attività: tuttavia, al fine di non appesantire la trattazione, verranno presi in considerazione i soli soggetti organizzati nella forma delle società di capitali, in quanto rappresentativi del meccanismo che s'intende analizzare, soprattutto sotto il profilo incentivante alla capitalizzazione.

Modalità applicative della dual income tax: l'incremento del patrimonio

Sintetizziamo, di seguito, il meccanismo applicativo della tassazione duale indicando con

- R_{TOR} = reddito complessivo dell'impresa/società;
- R_o = reddito tassato con aliquota ordinaria;
- R_a = reddito tassato con aliquota agevolata;
- ΔCI = variazione in aumento del capitale investito;
- i_r = tasso di remunerazione ordinaria del capitale investito (fissato dal Ministero delle Finanze Italiano).

Il ΔCI , ossia l'incremento del patrimonio netto rispetto a quello del bilancio dell'esercizio in corso al 30 settembre 1996 è determinato considerando:

imprese individuali, in *Il fisco*, n. 2, 1998 e N. MIGLIETTA-C.F. MAGGI, *Dit – La dual income tax e gli effetti dell'applicazione di un'aliquota ridotta sul reddito d'impresa*, in *Il fisco*, n. 45, 1997.

²² Per un approfondimento sulle caratteristiche del prelievo duale si veda T. DI TANNO, *La dual income tax*, Giuffrè, Milano, 1998.

²³ Per completezza giova ricordare che nel corso degli anni successivi al 1997, la normativa DIT è stata oggetto di interventi correttivi che hanno ulteriormente allargato la portata del beneficio; successivamente, a seguito della reintroduzione della detassazione degli utili reinvestiti, è stata "congelata" agli incrementi patrimoniali effettuati nel primo semestre dell'anno 2001; dopo la riforma fiscale sarà progressivamente eliminata.

– il patrimonio netto storico (relativo all'esercizio in corso al 30/9/1996) al netto del risultato dell'esercizio stesso (utile di periodo);

- gli incrementi di patrimonio derivanti da:
 - aumenti di capitale sociale;
 - versamento di fondo sovrapprezzo emissione azioni;
 - versamento in conto capitale;
 - accantonamenti a riserve di utili (anche per la quota destinata a riserva legale);
 - le riduzioni volontarie di patrimonio quali distribuzione delle riserve, ecc.

Essendo irrilevanti le perdite e le riduzioni per la loro copertura, il limite massimo dell'incremento consentito è dato dal patrimonio netto risultante alla chiusura dell'esercizio²⁴.

La *dual income tax* si applica al reddito secondo la relazione

$$R_{TOT} \times A = R_o \times A_o + R_a A_a.$$

Dove:

- A = è l'aliquota media;
- A_o = è l'aliquota ordinaria;
- A_a = è l'aliquota agevolata.

Il reddito agevolato, pari alla remunerazione ordinaria della variazione in aumento del capitale investito, sarà

$$R_a = \Delta CI \times i_r.$$

Gli effetti della dual income tax sulle decisioni finanziarie

La *dual income tax* si presenta come un'opportunità di riduzione del tasso di prelievo fiscale attraverso la ricapitalizzazione dell'impresa. Si propongono due formule che permettono di stimare gli effetti della ricapitalizzazione in termini di risparmio fiscale in rapporto alle risorse da impiegare.

Ai fini decisionali giova identificare: a) l'aliquota media che si ottiene per effetto di una variazione in aumento di capitale investito; b) il versamento richiesto per ottenere l'aliquota minima consentita dalla normativa.

²⁴ I benefici della DIT – *dual income tax* – non possono naturalmente moltiplicarsi attraverso operazioni di capitalizzazione effettuate da società appartenenti allo stesso gruppo. I cosiddetti incrementi di capitale “a cascata” sono neutralizzati dalla previsione normativa che non riconosce l'aumento, ai fini dell'applicazione dell'aliquota agevolata, fino a concorrenza del maggior valore della partecipazione.

a) *Calcolo aliquota media*

Sapendo che:

$$Ra = \Delta CI \times i_r \quad \text{e} \quad Ro = R_{TOT} - Ra$$

con una determinata variazione in aumento si può ottenere la relazione che individua il carico fiscale dell'impresa come segue:

$$R_{TOT} \times A = Ro \times Ao + Ra \times Aa$$

$$R_{TOT} \times A = (R_{TOT} - \Delta CI \times i_r) Ao + \Delta CI \times i_r \times Aa$$

dal cui sviluppo si ottiene che

$$A = Ao - \left[\frac{(\Delta CI \times i_r)}{R_{TOT}} \right] (Ao - Aa).$$

b) *Calcolo della variazione massima di capitale investito*

Per ottenere l'incremento richiesto dalla normativa per beneficiare del massimo vantaggio fiscale dovrà essere soddisfatta la seguente relazione:

$$R_{TOT} \times A_{min} = Ro \times Ao + Ra \times Aa$$

dove A_{min} = aliquota media minima consentita; sviluppando la relazione in funzione dell'isolamento di ΔCI avremo che:

$$R_{TOT} \times A_{min} = (R_{TOT} - \Delta CI \times i_r) Ao + \Delta CI \times i_r \times Aa$$

$$R_{TOT} \times A_{min} - R_{TOT} Ao = \Delta CI \times i_r \times Aa - \Delta CI \times i_r \times Ao$$

da cui si ottiene:

$$\Delta CI = \frac{[R_{TOT} (Ao - A_{min})]}{[i_r (Ao - Aa)]}.$$

In sintesi, attraverso l'applicazione della *dual income tax*, si riduce il peso degli oneri tributari ottenendo, di conseguenza, una variazione del tasso di prelievo che soddisfa la relazione

$$t_1 > t_2 > t_3$$

in cui t_1 rappresenta il tasso di prelievo in presenza di un'aliquota ordinaria, t_2 il tasso di prelievo in presenza di un'aliquota media e t_3 rappresenta il tasso di prelievo in presenza dell'aliquota minima.

Graficamente, ipotizzando un indice di indebitamento costante, possiamo analizzare la reattività del $ROE = f(ROI)$ come rappresentata in Figura 6.2.

6.7. Gli altri effetti incentivanti

L'evidenza empirica derivata dall'applicazione della *dual income tax*, ha sottolineato, a posteriori, uno scarso *appeal* dell'incentivo, verosimilmente in ragione della portata, molto limitata, del beneficio; se, da un lato non poteva che apparire condivisibile il percorso tracciato verso l'incentivo alla ricapitalizzazione dell'impresa attraverso una riduzione del tasso di prelievo fiscale, dall'altro sembra altrettanto scontato che il valutatore deve trovarsi di fronte ad un beneficio di un certo qual rilievo quantitativo per determinare variazioni nelle scelte finanziarie.

Anche le continue variazioni dell'assetto politico-governativo che caratterizzano sistematicamente la realtà del nostro paese, non sono certo d'aiuto allo sviluppo di una politica tributaria coerente con gli obiettivi assunti dall'una o dall'altra corrente politica di turno.

Nell'insieme degli interventi, ancorché non coordinati per le motivazioni ricordate, giova ricordare la detassazione degli utili reinvestiti ed accennare alla nuova riforma fiscale che dovrebbe delineare le coordinate di riferimento per il futuro delle imprese italiane.

6.7.1. La detassazione degli utili reinvestiti

La prima agevolazione che ha previsto una detassazione degli utili reinvestiti, contenuta nell'art. 3, d.l. 10 giugno 1994, n. 357, stabiliva l'esclusione, dall'imposizione del reddito d'impresa, del 50% del volume degli investimenti, realizzati nel periodo d'imposta, in eccedenza rispetto alla media degli investimenti realizzati nei cinque periodi d'imposta precedenti.

La tipologia di investimenti "agevolati" comprende le acquisizioni di beni strumentali "nuovi", a sottolineare le caratteristiche di rilancio dell'economia del provvedimento in oggetto.

Il calcolo dell'agevolazione

Identifichiamo, nella Tabella 6.1, le grandezze di riferimento per determinare l'agevolazione relativa.

Sapendo che l'agevolazione consiste nell'esclusione dall'imposizione del reddito d'impresa del 50% degli investimenti netti realizzati nel periodo d'imposta n , in eccedenza rispetto alla media degli investimenti netti realizzati nei cinque periodi d'imposta precedenti, possiamo stabilire che, in relazione al periodo d'imposta n , il reddito reinvestito sia pari a:

$$A = \frac{1}{2} \left[IA' - \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n I'_k \right] \text{ dove } I'_k \geq 0, \text{ e } 1 < n < 5$$

dal cui sviluppo si ottiene

$$\begin{aligned} A &= \frac{1}{2} \left[IA' - \frac{1}{n} (I'_1 + I'_2 + \dots + I'_n) \right] = \\ &= \frac{1}{2} \left[(IA - NI) - \frac{1}{n} (I_1 - NI_1 + I_2 - NI_2 + \dots + I_n - NI_n) \right] \end{aligned}$$

Tabella 6.1.

A	=	agevolazione prevista (reddito reinvestito);
IA	=	investimenti realizzati nel periodo d'imposta agevolato;
NI	=	cessioni di beni strumentali (<i>negative investments</i>);
IA'	=	investimenti agevolati al netto delle cessioni ($IA - NI$);
I_{1-n}	=	investimenti relativi ai periodi d'imposta precedenti;
NI_{1-n}	=	cessioni effettuate nei periodi d'imposta precedenti;
I'_{1-n}	=	investimenti precedenti al netto delle cessioni effettuate nei rispettivi periodi ($I_{1-n} - NI_{1-n}$);
n	=	numero dei periodi d'imposta precedenti ($1 < n < 5$).

Verifichiamone l'applicazione con un esempio numerico.

Ipotizziamo un'impresa, costituita nell'anno n_4 , che durante l'anno n (agevolato) ha investito 250.000 euro (ai sensi dell'art. 3, d.l. n. 357 del 1994) e ceduto beni strumentali per un totale di 50.000 euro.

La situazione investimenti/disinvestimenti relativa agli anni precedenti è la seguente:

Tabella 6.2.

<i>Anno</i>	<i>Investimenti</i>	<i>Disinvestimenti</i>
n_1	$I_1 = \text{ZERO}$	$NI_1 = \text{ZERO}$
n_2	$I_2 = 200.000$	$NI_2 = 120.000$
n_3	$I_3 = 100.000$	$NI_3 = 200.000$
n_4	$I_4 = 400.000$	$NI_4 = \text{ZERO}$

Procediamo al calcolo dell'agevolazione spettante ricordando che, nell'esempio, si è supposto $n = 4$. Avremo che:

$$A = \frac{1}{2} \left[IA' - \frac{1}{4} \sum_{k=1}^4 I'_k \right]$$

$$A = \frac{1}{2} \left[IA' - \frac{1}{4} (I'_1 + I'_2 + I'_3 + I'_4) \right]$$

ricordando che, per ipotesi, $I'_k \geq 0$, avremo

$$IA' = IA - NI = (250.000 - 50.000) = 200.000$$

$$I'_1 = I_1 - NI_1 = \text{ZERO}$$

$$I'_2 = I_2 - NI_2 = (200.000 - 120.000) = 80.000$$

$$I'_3 = I_3 - NI_3 = 100.000 - 200.000 = -100.000 \text{ e cioè ZERO}$$

$$I'_4 = I_4 - NI_4 = 400.000.$$

Adesso possiamo ricavare:

$$A = \frac{1}{2} \left[IA' - \frac{1}{4} \sum_{k=1}^4 I'_k \right] =$$

$$= \frac{1}{2} \left[200.000 - \frac{1}{4} (80.000 + 400.000) \right] =$$

$$= \frac{1}{2} \left[200.000 - \frac{480.000}{4} \right] =$$

$$= \frac{1}{2} [200.000 - 120.000] = \frac{80.000}{2} =$$

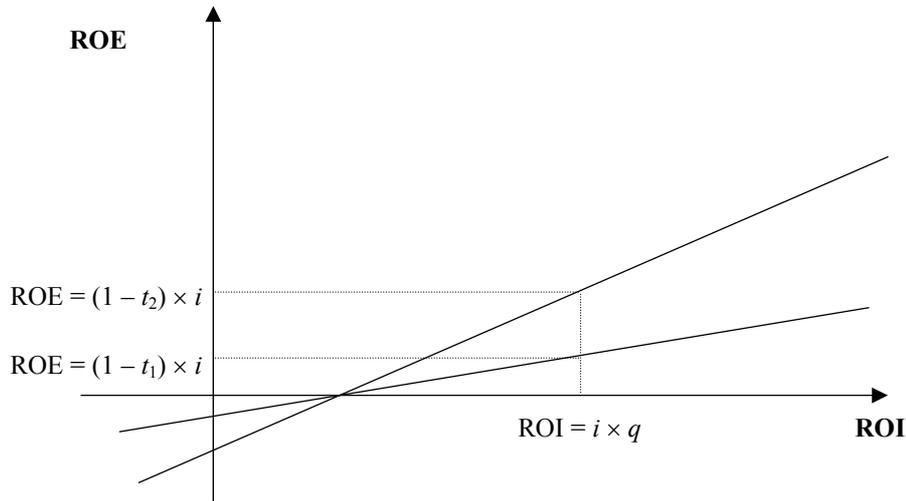
$$= 40.000$$

L'agevolazione che va a ridurre il reddito d'impresa dell'anno n è pari a 40.000 euro.

Tale importo diminuisce il peso degli oneri tributari (OT) per effetto della riduzione percentuale del tasso di prelievo fiscale da t_1 a t_2 con

$$t_1 > t_2.$$

Graficamente, ipotizzando un indice di indebitamento costante, possiamo analizzare la reattività del $ROE = f(ROI)$.

Figura 6.3. – Effetti della detassazione degli utili reinvestiti

Fonte: G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al Governo dell'impresa*, cit., p. 229.

La seconda agevolazione che ha previsto una detassazione degli utili reinvestiti è contenuta nella legge 18 ottobre 2001, n. 383, e stabilisce, sulla falsariga della prima, l'esclusione, dall'imposizione del reddito d'impresa, del 50% del volume degli investimenti, realizzati nel periodo d'imposta, in eccedenza rispetto alla media degli investimenti realizzati nei cinque periodi d'imposta precedenti. La seconda formulazione prevede la possibilità di escludere dal calcolo della media l'anno di maggiori investimenti.

Alla tipologia di investimenti "agevolati" (beni strumentali "nuovi"), si aggiungono le spese sostenute per la formazione dei dipendenti (investimenti in capitale umano), senza obbligo, per queste ultime, di dovere effettuare confronti con la media degli anni precedenti.

Il calcolo dell'agevolazione

Ricordando la simbologia introdotta con la Tabella 6.1, e considerando con A l'agevolazione prevista avremo:

$$A = \frac{1}{2} \left[IA' - \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n I'_k \right] \text{ dove } I'_k \geq 0, \text{ e } 1 < n < 5$$

con n variabile in funzione dell'esclusione di uno o nessun periodo.

Per verificare l'applicazione con un esempio numerico, riprendiamo l'ipotesi già formulata in precedenza, considerando un'impresa costituita nell'anno n_4 , che durante l'anno n (agevolato) ha investito 250.000 euro e ceduto beni strumentali per un totale di 50.000 euro.

La situazione investimenti/disinvestimenti relativa agli anni precedenti è, per ipotesi, la stessa già sintetizzata nella Tabella 6.2.

Riprendendo i passaggi analizzati avremo che:

$$A = \frac{1}{2} \left[IA' - \frac{1}{4} \sum_{k=1}^4 I'_k \right]$$

$$A = \frac{1}{2} \left[IA' - \frac{1}{4} (I'_1 + I'_2 + I'_3 + I'_4) \right]$$

e quindi, ricordando ancora che, per ipotesi, $I'_k \geq 0$, e la possibilità di escludere dal calcolo della media l'anno più sfavorevole, avremo

$$IA' = IA - NI = (250.000 - 50.000) = 200.000$$

$$I'_1 = I_1 - NI_1 = \text{ZERO}$$

$$I'_2 = I_2 - NI_2 = (200.000 - 120.000) = 80.000$$

$$I'_3 = I_3 - NI_3 = \text{ZERO}$$

$$I'_4 = I_4 - NI_4 = 400.000.$$

Adesso, escludendo naturalmente I'_4 possiamo ricavare:

$$A = \frac{1}{2} \left[IA' - \frac{1}{4} \sum_{k=1}^3 I'_k \right]$$

$$= \frac{1}{2} \left[200.000 - \frac{1}{3} (80.000) \right] =$$

$$= \frac{1}{2} [200.000 - 26.667] = \frac{173.333}{2} =$$

$$= 86.666.$$

L'agevolazione, che va a ridurre il reddito d'impresa dell'anno n , è dunque pari a 86.666 euro.

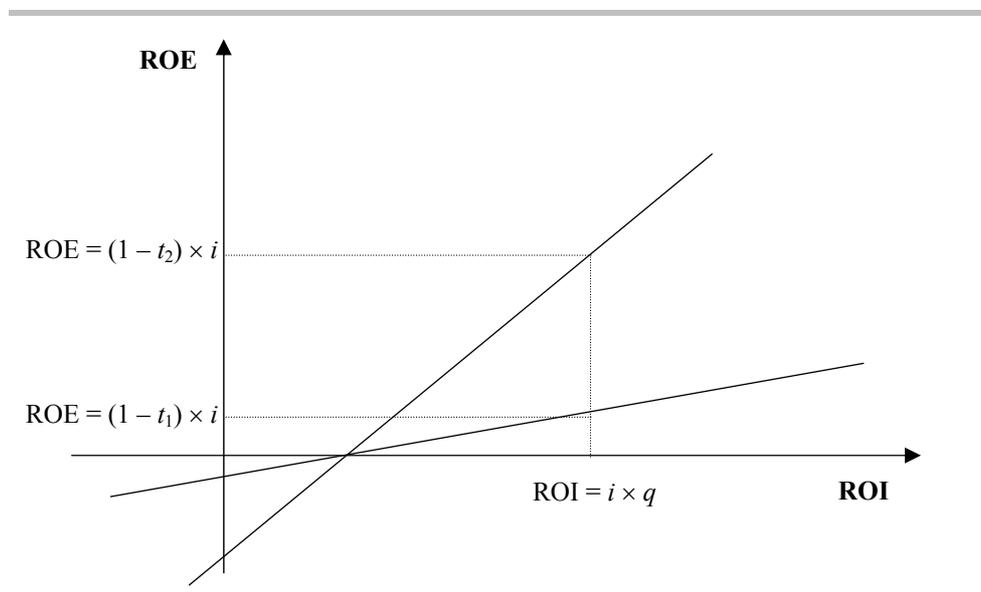
L'utilizzo degli stessi importi ipotizzati per la prima formulazione della detassazione degli utili reinvestiti evidenzia il maggior peso della seconda legge, determinato dal differente criterio di determinazione della media degli investimenti relativi ai periodi antecedenti quello agevolato.

Sinteticamente si può affermare che, anche in questo caso, l'importo dell'agevolazione diminuisce il peso degli oneri tributari (OT) e di conseguenza riduce percentualmente il tasso di prelievo fiscale da t_1 a t_2 con

$$t_1 > t_2.$$

Graficamente, ipotizzando un indice di indebitamento costante, possiamo analizzare la reattività del $ROE = f(ROI)$, osservando la maggior incidenza del tasso di prelievo fiscale, rispetto a quello analizzato in Figura 6.4.

Figura 6.4. – Effetti applicativi degli investimenti agevolati



Fonte: G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al Governo dell'impresa*, cit., p. 229.

6.7.2. La nuova riforma fiscale e l'abolizione del credito d'imposta

La nuova riforma del sistema fiscale ha introdotto, già a partire dal 2003, novità rilevanti sia a livello di *corporate* che di *personal taxes*.

In particolare il diverso trattamento di dividendi e partecipazioni, la previsione di una nuova aliquota di prelievo fiscale per le società e la progressiva abolizione di Dit e Irap, rappresentano, per i *tax planners*, l'opportunità di farsi trovare preparati al momento in cui saranno chiamati a cogliere le convenienze e/o a ridurre gli inconvenienti della nuova formulazione normativa.

Le agevolazioni analizzate (detassazione degli utili reinvestiti) sono caratterizzate dalla temporaneità del provvedimento, finalizzato più al rilancio dell'economia che non alla revisione complessiva del sistema. Solo la *dual income tax* ha rappresentato, quantomeno nelle intenzioni, una agevolazione permanente che però, alla luce della nuova riforma, è destinata, progressivamente, ad essere eliminata.

Anche la politica dei dividendi potrà essere soggetta a revisioni, per effetto di un differente meccanismo di tassazione all'interno dei gruppi aziendali e verso le persone fisiche che "perderanno" il credito d'imposta e saranno soggette a due o tre sole aliquote di riferimento.

In sintesi giova ricordare la necessità di "anticipare" gli effetti delle possibili evoluzioni di carattere esogeno all'impresa, soprattutto nel caso in cui il tasso di prelievo fiscale fosse destinato, in assenza di interventi correttivi, ad aumentare.

6.8. Considerazioni di sintesi

L'analisi delle principali agevolazioni fiscali di carattere temporaneo e/o permanente che hanno avuto e potranno avere effetti sulle decisioni finanziarie delle imprese, quali la detassazione degli utili reinvestiti (1994 e 2001), la *dual income tax* (1997) e le linee essenziali della nuova riforma fiscale (2003), ha definito un quadro che, senza alcuna pretesa di esaustività, vuole costituire un riferimento esemplificativo delle opportunità che, attraverso una attenta pianificazione, possono rappresentare effetti incentivanti allo sviluppo di investimenti e alla crescita dell'impresa.

Facendo ricorso all'utilizzo congiunto della leva fiscale e finanziaria si è dimostrato come, in presenza di una concreta possibilità di riduzione del tasso di prelievo fiscale, sia possibile aumentare la redditività dell'*equity*.

Il tasso di prelievo fiscale può ridursi per effetto di variazioni di carattere esogeno (interventi governativi) e/o endogeno (scelte specifiche dell'impresa): l'anticipazione, almeno a livello di pianificazione delle scelte future, delle variazioni esogene e l'ottimizzazione delle scelte di attuali, sulla base della discrezionalità che, con riferimento alle variabili endogene, l'impresa possiede, consentono di ottenere una diminuzione del carico tributario e, di conseguenza, un aumento di redditività e di disponibilità della ricchezza prodotta.

In presenza di modificazioni strutturali con variazione del quoziente di indebitamento e del tasso di prelievo fiscale, le imprese, riducendo il peso degli oneri tributari misurati rispetto al reddito ante imposte, possono aumentare la reattività del rendimento del capitale proprio (ROE) al variare della redditività

operativa (ROI); ciò risulta di particolare interesse allorquando la struttura non possa sopportare ulteriori livelli di indebitamento.

Rammentando, infine, l'assoluta compatibilità dell'utilizzo della leva fiscale con qualsivoglia profilo strategico dell'impresa, diventerebbe davvero auspicabile una riforma che riduca davvero il tasso di prelievo fiscale per le imprese del nostro paese e diventi l'effetto incentivante all'apertura del capitale di rischio.

Bibliografia

- AGRAWAL A.-NAGARAJAN N.J., *Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: the case of all-equity firms*, in *Journal of Finance*, n. 4, 1990.
- ALBERTI G., *Il capitale proprio nelle imprese industriali*, Giuffrè, Milano, 1982.
- ALDERSON M.J.-BEKTER B.L., *Liquidation costs and Capital Structure*, in *Journal of Financial Economics*, n. 39, 1995.
- ALOI F., *Creare valore "dall'interno" dell'impresa*, in *Amministrazione & Finanza* n. 7, 1997.
- ALTMAN E., *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2^a ed., 1993.
- AUERBACH A., *Taxation and corporate financial policy*, NBER working paper series, Working Paper 8203, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., 2001.
- BARCLAY M.J.-SMITH C.W. JR., *The maturity structure of corporate debt*, in *Journal of Finance*, n. 2, 1995.
- BASKIN J., *An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis*, in *Financial Management*, n. 18, primavera 1989.
- BENNET STEWART III G., *The Quest for Value: the EVA in Management Guide*, Harper-Collins Publisher Inc., 1991 (trad. it., *La ricerca del valore*, Egea, Milano, 1998).
- BERGER P., *Explicit and implicit tax effects of the R&D tax credit*, in *Journal of Accounting Research*, 31, 131-171, 1993.
- BERTONI A., *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano*, Egea, Milano, 2000.
- BLACK-FISCHER-SCHOLES, *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns*, in *Journal of Financial Economics*, 2, 1-22, 1974.
- BLYTH M.L.-FRISKEY E.A.-RAPPAPORT A., *Implementing the Shareholder Value Approach*, in *Journal of Business Strategy*, inverno 1986.
- BONATO L.-FAINI R., *Le scelte di indebitamento delle imprese in Italia*, in V. CONTI-R. HAMAUI (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, Il Mulino, Bologna, 1990.

- BONATO L.-HAMAUI R.-RATTI M., *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, in *Banca Commerciale Italiana*, Collana ricerche, R91-18, 1991.
- BRADLEY M.-JARREL G.A.-KIM E.H., *On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence*, in *Journal of Finance*, n. 3, 1984.
- BRANDER J.A.-POITEVIN M., *Managerial Compensation and the Agency Costs of Debt Finance*, in *Managerial and Decision Economics*, vol. 13, 1992.
- BREALEY R.A.-MYERS S.C.-SANDRI S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw Hill, 3^a ed., Milano, 1999.
- BRENNAN M.-KRAUS A., *Efficient Financing under Asymmetric Information*, in *Journal of Finance*, n. 5, 1987.
- BRUGGER G., *Le decisioni finanziarie*, in *Trattato di Finanza Aziendale*, F. Angeli, Milano, 1986.
- BRUGGER G., *La gestione del capitale circolante*, Egea, Milano, 1991.
- BRUNO A.M., *L'impresa minore nel processo di internazionalizzazione dei mercati. Sviluppo dimensionale e strategie competitive*, Giappichelli, Torino, 1999.
- BRUSA L.-GUELFI S.-ZAMPROGNA L., *Finanza d'impresa. Logiche e strumenti di gestione finanziaria per creare valore*, Etas Libri, Milano, 2001.
- BUTTIGNON F.-DE LEO F., *I fattori determinanti la struttura finanziaria: analisi empirica del caso italiano*, in *Finanza, Imprese e Mercati*, n. 1, 1994.
- CAFFERATA R., *Sistemi, ambiente e innovazione: come si integrano la continuità ed il mutamento nell'impresa*, Giappichelli, Torino, 1995.
- CAMPBELL T.-CHAN Y.S., *Optimal Financial contracting with ex post and ex ante observability problems*, in *Quarterly Journal of Economics*, n. 2, 1992.
- CAPRIO L., *Struttura finanziaria delle imprese nei principali paesi industrializzati. Uno studio comparato*, Vita e Pensiero, Milano, 1992.
- CASTANIAS R., *Bankruptcy risk and optimal capital structure*, in *Journal of Finance*, n. 5, 1983.
- CASTELLANI E., *Struttura finanziaria ottimale di impresa e creazione del valore*, in *Analisi Finanziaria*, 3° trimestre, 2001.
- CATTANEO M., *Manuale di Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1999.
- CECCANTI G., *Corso di tecnica imprenditoriale. I. Radici culturali. Rappresentazioni e analisi delle strutture d'impresa*, Cedam, Padova, 1996.
- CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e Finanza delle Imprese Italiane*, XI Rapporto, 1982-1996, Bancaria Editrice, Roma, 1998.
- CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e Finanza delle Imprese Italiane*, 1982-1999, XIV Rapporto, Bancaria Editrice, Roma, 2001.
- CENTRALE DEI BILANCI, *Economia e Finanza delle Imprese Italiane*, XVI Rapporto, 1999-2001, Roma, Bancaria Editrice, 2003.
- CHANDLER A.D., *Scale and scope: the Dynamics of Industrial Capitalism*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1990.
- CHEN Y.H.-HAMMES K., *Capital Structure Theories and Empirical Results – A Panel Data Analysis*, ssrn paper collection, 2004.
- CHUNG K.H., *Asset characteristic and corporate debt policy: an empirical test*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, n. 1, 1993.

- COLLINS J.-GEISLER G.-SHACKELFORD D., *The effects of taxes, regulation, earnings, and organizational form on life insurers' investment portfolios realizations*, in *Journal of Accounting and Economics*, 24, 337-361, 1997.
- COONEY J.W.-KALAY A., *Positive Information from Equity Issue Announcements*, in *Journal of Financial Economics*, n. 33, 1993.
- COPELAND T.E.-WESTON J.F., *Financial Theory and Corporate Policy*, Egea, Milano, 1994.
- COPELAND T.E.-KOLLER T.-MURRIN J., *Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1998.
- CORDES J.J.-SHEFFRIN S.M., *Taxation and the sectoral allocation of Capital in the U.S.*, in *National Tax Journal*, n. 34, 1981.
- DAMMON R.M.-SENBET L.W., *The effect of taxes and depreciation on Corporate Investment and Financial Leverage*, in *Journal of Finance*, n. 2, 1988.
- DAMODARAN A., *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw-Hill Italia, Milano, 1996.
- DAMODARAN A., *Applied Corporate Finance: A User's Manual*, John Wiley & Sons, Inc., 1999, (trad. it. F. FERRI (a cura di), *Finanza Aziendale*, Apogeo, Milano, 2001).
- DANIEL K.-TITMAN S., *Financing Investments under Asymmetric Information*, in J.R.V. MAKSIMOVIC-W.T. ZIEMBA, *Finance: Handbooks in Operation research and Management science*, in *Elsevier Science*, vol. 9, Capitolo 23, 1995.
- DE ANGELO H.-MASULIS R., *Optimal capital structure under corporate taxation*, in *Journal of Financial Economics*, n. 8, marzo 1980.
- DESAI M.A.-FOLEY C.F.-HINES J.R., *A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets*, NBER Working Paper W9715, May 2003.
- DESSY A., *Sistema fiscale e leverage aziendale: esperienze a confronto*, Egea, Milano, 2000.
- DESSY A., *Capitale di debito e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano, 2001.
- DEZZANI F., *Detassazione del reddito d'impresa reinvestito*, in *Il Fisco*, n. 41, 1994.
- DEZZANI F. e L., *Tremonti-bis Il meccanismo di applicazione*, in *Il Fisco*, n. 43, 2001.
- DHALIWAL D.-NEWBERRY K.-WEAVER C., *Firms' financing incentives for taxable corporate acquisitions*, Working paper, University of Arizona, 2002.
- DI TANNO T., *La dual income tax*, Giuffrè, Milano, 1998.
- DONALDSON G., *Corporate debt capacity – A study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard University Press, Boston, 1961.
- DONALDSON G., *Managing Corporate Wealth*, Praeger, 1984.
- DONNA G., *Struttura finanziaria e creazione del valore*, in *Analisi Finanziaria*, 4° trimestre, 1997.
- DONNA G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma, 1999.
- DONNA G.-BORSIC, *La sfida del valore. Strumenti e strategie per il successo dell'impresa*, Guerini e Associati, Milano, 2000.
- DOSSENA G., *Leva operativa e leva finanziaria nello sviluppo dell'impresa industriale*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1, 1998.

- DURAND D., *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.
- ERICKSON M., *The effect of taxes on the structure of corporate acquisitions*, in *Journal of Accounting Research*, 36, 279-298, 1998.
- FACCHINI P.F.-GRASSELLI A., *La gestione del valore: principi teorici e strumenti per la pianificazione e il controllo*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 2001.
- FAMA E.F.-FRENCH K.R., *Taxes, Financing Decisions and Firm Value*, in *Journal of Finance*, n. 3, 1998.
- FAMA E.F.-MILLER M.H., *The Theory of Finance*, Holt, Rinehart and Winston, New York, 1972.
- FAN J.P.H.-TITMAN S.-TWITE G.J., *An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices*, EFA 2003 Annual Conference Paper, n. 769, June 2003.
- FANNI M., *Manuale di Finanza dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2000.
- FERRERO G., *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981.
- FERRERO G., *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, 1987.
- FISHER E.O.-HEINKEL R.-ZECHNER J., *Dynamic capital structure choice: theory and tests*, in *Journal of Finance*, n. 1, 1989.
- FRANK M.-GOYAL V., *Capital Structure Decisions*, AFA 2004 San Diego Meetings, April 2003.
- FRYDENBERG S., *A Dynamic Model of Corporate Capital Structure*, EFMA 2003 Helsinki Meetings, March 16, 2003.
- GALBIATI P., *La struttura finanziaria delle imprese: modelli teorici e scelte operative*, Egea, Milano, 1999.
- GASPARINI A., *Wacc: una misura finanziaria per la creazione del valore*, in *Amministrazione e Finanza*, n. 23, 1999.
- GERSBACH H., *The Optimal Capital Structure of an Economy*, CEPR Discussion Paper, n. 4016, August 2003.
- GIVOLY D.-HAYN C.-OFER A.R.-SARIG O., *Taxes and Capital Structure: Evidence from Firms' Response to the Tax reform Act of 1986*, in *Review of Financial Studies*, n. 5, 1992.
- GOLINELLI G.M., *Struttura e governo dell'impresa*, Cedam, Padova, 1994.
- GOLINELLI G.M., *Economia e Finanza nel governo dell'impresa*, in *Sinergie*, Atti del Convegno Annuale, Milano, 13 ottobre 1995, n. 39, 1996.
- GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. I. L'impresa sistema vitale*, Cedam, Padova, 2000.
- GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. II. La dinamica voluttiva del sistema impresa tra economia e finanza*, Cedam, Padova, 2000.
- GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. III. Valorizzazione delle capacità, rapporti intersistemici e rischio nell'azione di governo*, Cedam, Padova, 2002.

- GRAHAM J., *Taxes and corporate finance: A review*, Working paper, Duke University, 2001.
- GRAHAM J.-HARVEY C., *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*, in *Journal of Financial Economics*, 61, 2001.
- GRANT R.M., *L'analisi strategica nella gestione aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1991.
- GUATRI L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991.
- GUATRI L., *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, Egea, Milano, 1996.
- GUATRI L., *Valore e "intangibles" nella misura della performance aziendale*, Egea, Milano, 1997.
- GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998.
- GUELFY S., *Strategie finanziarie e valore d'impresa*, Guerini e Associati, Milano, 1997.
- HACKBARTH D., *Managerial Optimism, Overconfidence, and Capital Structure Decisions*, 20 December, 2002.
- HARRIS M.-RAVIV A., *The theory of capital structure*, in *Journal of Finance*, 46, 297-355, 1991.
- HARWOOD E.-MANZON G., *Tax Clienteles and Debt Maturity*, in *The Journal of the American Taxation Association*, 22, 22-39, 2000.
- HAUGEN R.A.-SENBET L.W., *The insignificance of bankruptcy cost to the theory of optimal capital structure*, in *Journal of Finance*, n. 2, 1978.
- HEINKEL R., *A theory of capital structure relevance under imperfect information*, in *Journal of Finance*, n. 5, 1982.
- JENSEN M.C., *The Eclipse of the Public Corporation*, in *Harward Business Review*, n. 5, 1989.
- JENSEN M.C.-MECKLING W.H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, n. 3, 1976.
- KIM W.S.-LEWELLEN-MC COLLEN, *Financial leverage Clienteles Theory and Evidence*, in *Journal of Financial Economics*, n. 7, 1979.
- KIM W.S.-SORENSEN E.H., *Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n. 2, 1986.
- LELAND H.E.-PYLE D.H., *Informational asymmetric financial structure and financial intermediation*, in *Journal of Finance*, n. 2, 1977.
- MACKIE-MASON J.K., *Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions*, in *Journal of Finance*, 45, 1471-1493, December 1990.
- MAYER C.-SUSSMAN O., *A New Test of Capital Structure*, in *CEPR Discussion Paper*, n. 4239, February 2004.
- MANZON G. JR.-PLESKO G., *The relation between financial and tax reporting measures of income*, in *Tax Law Review*, 29, 401-442, April 2002.
- MASSARI M., *Finanza Aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 1998.

- MASULIS R.W., *The effects of capital structure changes on security prices: A study of exchange offers*, in *Journal of Financial Economics*, 8, 139-177, 1980.
- MEDIOBANCA, *Dati cumulativi di 1740 società italiane*, 1998.
- MEDIOBANCA, *Dati cumulativi di 1893 società italiane*, 2001.
- MEDIOCREDITO CENTRALE, *Indagine sulle piccole e medie imprese industriali*, giugno 1995.
- METALLO G., *Le decisioni di finanziamento e la creazione di valore nell'economia reale dell'impresa*, in *Sinergie*, n. 38, 1995.
- METALLO G., *Finanza sistemica*, Giappichelli, Torino, 2002.
- MIGLIETTA A., *La finanza d'impresa di fronte al vincolo fiscale: una via per la massimizzazione del valore azionario*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 3, 1992.
- MIGLIETTA A., *La gestione dell'impresa fra competizione e valore*, Giuffrè, Milano, 2001.
- MIGLIETTA N., *The Main Incentives for SMES Investments in Italy*, in *Business Policies and Strategies in a Global Market a Framework for SMES. Cases and Studies*, Atti del Convegno, Torino, 14 novembre 2002.
- MIGLIETTA N.-MAGGI C.F., *DIT – La dual income tax e gli effetti dell'applicazione di un'aliquota ridotta sul reddito d'impresa*, in *Il Fisco*, n. 45, 1997.
- MILLER M.H., *Debt and taxes*, in *Journal of Finance*, n. 32, maggio 1977.
- MILLER M.H., *The Modigliani-Miller propositions after thirty year*, in *The Revolution of Corporate Finance*, edited by J.M. Stern-D.H. Chew Jr., Blackwell, Cambridge, Mass., 4^a ed., 129-141, 2003.
- MILLER M.H.-ROCK K., *Dividend Policy under Asymmetric Information*, in *Journal of Finance*, n. 4, 1985.
- MODIGLIANI F.-MILLER M.H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in *The American Economic Review*, vol. 48, 261-297, June 1958, (trad. in F. MODIGLIANI, *Reddito, interesse ed inflazione*, scritti scientifici raccolti da T. e F. PADOA-SCHIOPPA, Einaudi, Torino, 1987).
- MODIGLIANI F.-MILLER M.H., *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, in *Journal of Business*, n. 34, ottobre 1961.
- MODIGLIANI F.-MILLER M.H., *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, in *The American Economic Review*, n. 53, June 1963.
- MYERS S.C., *Taxes, Corporate Financial Policy and the return of Investors: Comment*, in *National Tax Journal*, vol. 20, n. 4, dicembre 1967.
- MYERS S.C., *Modern Development in Financial Management*, Praeger Publishers, Inc., 1976.
- MYERS S.C., *Determinants of Corporate Borrowing*, in *Journal of Financial Economics*, n. 5, 1977.
- MYERS S.C., *The capital Structure Puzzle*, in *Journal of Finance*, n. 32, 1984.
- MYERS S.C., *The Capital Structure Puzzle*, in *The Revolution of Corporate Finance*, edited by J.M. Stern-D.H. Chew Jr., Blackwell, Cambridge, Mass., 4^a ed., 2003.
- MYERS S.C.-MAJLUF N.S., *Corporate Financing and Investments Decisions When Firms Have Informations Investors Do Not Have*, in *Journal of Financial Economics*, n. 13, giugno 1984.
- MUSTILLI M., *L'evoluzione del venture capital nello sviluppo delle piccole e medie imprese*, Cedam, Padova, 1999.

- NEWBERRY K., *Foreign tax credit limitations and capital structure decisions*, in *Journal of Accounting*, Research 36, 157-166, 1998.
- NEWBERRY K.-NOVACK G., *The effect of taxes on corporate debt maturity decisions: An analysis of public and private bond offerings*, in *The Journal of the American Taxation Association*, 21, 1-16, 1999.
- NOVERI L.-CATARZI F., *La tremonti bis e le altre agevolazioni*, in *Amministrazione e Finanza*, n. 23, 2001.
- PELLICELLI G., *La gestione della finanza internazionale. Metodi e strumenti per un vantaggio competitivo nei mercati finanziari*, Etas Libri, Milano, 1992.
- PELLICELLI G., *Economia e direzione delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2000.
- PELLICELLI G., *Strategie d'impresa*, Università Bocconi Editore, Egea, Milano, 2002.
- PERRINI F., *Capitale di rischio e mercati per le piccole e medie imprese*, Egea, Milano, 1998.
- PERRINI F., *Finanza e valore d'impresa*, in *Economia & Management* n. 1, 2000.
- PINEGAR J.M.-WILBRICHT L., *What managers think of capital structure theory: a survey*, in *Financial Management*, vol. 18, 1989.
- PIVATO G. (a cura di), *Trattato di Finanza Aziendale*, F. Angeli, Milano, 1985.
- PLESKO G., *An evaluation of alternative measures of corporate tax rates*, Working paper, Massachusetts Institute of Technology, 2001.
- PYLE D.H., *Informational asymmetric financial structure and financial intermediation*, in *Journal of Finance*, n. 2, 1977.
- PORTER M.E., *Il vantaggio competitivo*, Edizioni di Comunità, Milano, 1987.
- PORTER M.E., *Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System*, in *Harvard Business Review*, n. 4, 1992.
- RAJAN R.G., *Insider and Outsiders: the Choice between Relationship and Arm's Length Debt*, in *Journal of Finance*, n. 4, 1992.
- RAJAN L.G.-ZINGALES L., *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data*, in *Journal of Finance*, n. 50, 1421-1460, dicembre 1995.
- RAPPAPORT A., *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York, 1986, (trad. it. *La strategia del valore*, F. Angeli, Milano, 1997).
- RAVAZZI P., *Strategia manageriale e vincoli finanziari: un'indagine sul comportamento delle grandi imprese private italiane nel periodo 1974-89*, in *L'industria*, n. 2, 1991.
- RENOLDI A., *Valore dell'impresa. Creazione di Valore e struttura del capitale*, Egea, Milano, 1997.
- ROSS S.A., *The determination of Financial structure. The incentive signalling approach*, in *Bell Journal of Economics*, n. 1, 1977.
- ROSS S.A.-WESTERFIELD R.W.-JAFFE J.F., *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1996.
- RICCI C.-COLOMBINI F., *La finanza delle piccole e medie imprese*, Giuffrè, Milano, 1987.

- RUSSO P., *Le determinanti del valore dell'impresa*, Egea, Milano, 2000.
- SAPIENZA P., *Le scelte di finanziamento delle imprese italiane*, in I. ANGELONI-V. CONTI-F. PASSACANTANDO (a cura di), *Le banche ed il finanziamento delle imprese*, Il Mulino, Bologna, 1997.
- SCHOLES M.-WOLFSON M., *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, NJ, 1992.
- SCHOLES M.-WOLFSON M.-ERICKSON M.-MAYDEW E.-SHEVLIN T., *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, Prentice-Hall, Inc., Upper Saddle River, NJ, 2^a ed., 2002.
- SCIARELLI S., *La leva finanziaria nelle politiche di marketing*, in AA.VV., *Scritti in onore di L. Guatri*, Giuffrè, Milano, 1988.
- SCIARELLI S., *Economia e gestione delle imprese*, Cedam, Padova, 1997.
- SHAPIRO A., *Corporate Strategy and The Capital Budgeting Decisions*, in *Midland Corporate Financial Journal*, vol. 4, 1986.
- SHLEIFER A.-VISHNY R.W., *Liquidation Value and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, in *Journal of Finance*, n. 4, 1992.
- SINGER P., *Alla ricerca della struttura finanziaria ideale*, in *Esperienze d'impresa*, n. 1, 2000.
- SOGORB-MIRA F.-LOPEZ-GARCIA J., *Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure*, ssm paper series, March 2003.
- STERN J.M.-CHEW D.H., *The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell Publishing Ltd, Cambridge, Mass., 4^a ed., 2003.
- STIGLIZ J., *Taxation, Corporate Financial Policy and The Cost of Capital*, in *Journal of Public Economics*, vol. 2, n. 1, febbraio 1973.
- TAGLIAVINI G., *Costo del capitale, analisi finanziaria e corporate banking*, Egea, Milano, 1999.
- TARDIVO G., *Analisi finanziaria e decisioni d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1989.
- TARDIVO G.-BRUNO A.M., *Growth's Strategies for Italian Smès. A Framework for Italy*, in *Proceedings of International Business Association, USA 2003 Conference*, New York, 128-135, 7-11 maggio 2003.
- TARDIVO G.-DIAS R., *Foreign Investments Models. Empirical Evidence from Italy*, in *Journal of Financial Management and Analysis*, 1, 36-52, 2003.
- TITMAN S., *The effect of capital structure on the firm's liquidation decision*, in *Journal of Financial Economics*, n. 13, 1984.
- TITMAN S.-WESSELS R., *The determinants of capital structure choice*, in *Journal of Finance*, n. 1, 1988.
- VALDANI E., *L'impresa pro-attiva*, McGraw-Hill, Milano, 2000.
- VENANZI D., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: teoria, evidenza empirica e aspetti di metodo*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 4, 1997.
- VENANZI D., *La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica*, Utet, Torino, 1999.

- VISWANATH P.V., *Strategic considerations, the Pecking Ordere Hypothesis, and market reactions to equity financing*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n. 2, 1993.
- WARNER J.B., *Bankruptcy costs: some evidence*, in *Journal of Finance*, maggio 1977.
- WEISS L.A., *Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims*, in *Journal of Financial Economics*, n. 27, 1990.
- WHITE M.J., *Bankruptcy costs and the new bankruptcy code*, in *Journal of Finance*, maggio 1993.
- WILLIAMSON O.E., *Corporate finance and corporate governance*, in *Journal of Finance*, n. 3, 1988.
- ZAPPA G., *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1946 (la prima edizione appare nel 1921).
- ZECHNER J.-SWOBODA, *The critical implicit tax rate and Capital Structure*, in *Journal of Banking & Finance*, n. 10, 1986.
- ZUCHELLA A., *I nuovi percorsi di internazionalizzazione. Le strategie nelle piccole e medie imprese italiane*, Giuffrè, Milano, 1999.

Finito di stampare nel mese di dicembre 2004
nella Stampatre s.r.l. di Torino
Via Bologna 220

