

**ROMA TRE
UNIVERSITA' DEGLI STUDI**

**SCUOLA DOTTORALE "TULLIO ASCARELLI"
DOTTORATO DI RICERCA IN
ECONOMIA AZIENDALE
XXIV Ciclo**

***LE SCELTE DI INDEBITAMENTO
NEL GOVERNO STRATEGICO DELL'AZIENDA***

Pasquale De Luca

Tutor: Prof. Mauro Paoloni

Coordinatore: Prof.ssa Lidia D'Alessio



SCUOLA DOTTORALE “TULLIO ASCARELLI”
DOTTORATO DI RICERCA IN
ECONOMIA AZIENDALE
XXIV Ciclo

LE SCELTE DI INDEBITAMENTO
NEL GOVERNO STRATEGICO DELL’AZIENDA

Pasquale De Luca

Tutor: Prof. Mauro Paoloni

Coordinatore: Prof.ssa Lidia D’Alessio

INDICE

Introduzione.....	5
1. – L’indebitamento aziendale: il quadro dottrinale di riferimento	
1.1. – L’indebitamento e la struttura finanziaria dell’azienda.....	6
1.2. – La teoria di Modigliani-Miller.....	16
1.3. – La teoria del <i>trade-off</i>	35
1.4. – La teoria dell’ordine di scelta.....	41
1.5. – La teoria dei costi di agenzia.....	46
1.6. – Il modello del ciclo di vita dell’azienda.....	52
2. – Le scelte di indebitamento nella realtà oggettiva dell’azienda	
2.1. – L’indebitamento ed il rischio dell’azienda.....	61
2.2. – Il costo del capitale ed il valore dello scudo fiscale.....	77
2.3. – I costi del dissesto e del fallimento.....	88
2.4. – L’indebitamento e la politica dei dividendi.....	93
3. – Le scelte di indebitamento nella percezione soggettiva degli investitori finanziari	
3.1. – Il rischio “oggettivo” dell’azienda nella prospettiva dei mercati finanziari.....	106
3.2. – L’indebitamento dell’azienda e il rischio “soggettivo” per gli investitori.....	140
3.3. – L’indebitamento dell’azienda ed il rendimento degli investitori.....	155
4. – L’indebitamento nella strategia finanziaria dell’azienda	
4.1. – La finanza nel governo strategico dell’azienda.....	164
4.2. – L’indebitamento e la corporate governance.....	172
4.3. – L’indebitamento e le strategie finanziarie competitive dell’azienda.....	192
4.4. – L’indebitamento e il valore dell’azienda.....	200
Considerazioni conclusive.....	213
Bibliografia.....	221

Introduzione

Le scelte di indebitamento costituiscono tema centrale dell'economia aziendale e molti sono gli studiosi che hanno espresso rilevanti contributi.

Varie sono le teorie che si sono sviluppate nel tempo, ma non sembra ancora emersa una soluzione finale condivisa dalla comunità scientifica. Ciò anche perché la realtà dei mercati finanziari si evolve e si modifica con grande rapidità, spesso in direzioni non facilmente prevedibili.

Il presente lavoro – che si colloca nel filone degli studi economico aziendali italiani e degli studi di management e *corporate finance* in ambito internazionale – intende inserirsi in questo dibattito analizzando le scelte di indebitamento sul governo strategico dell'azienda.

Nello sviluppo del lavoro, l'analisi si è maggiormente concentrata sull'azienda di medio-grande dimensione quotata nei mercati internazionali ed a forte vocazione manageriale.

La tesi di fondo e le relative argomentazioni sono state oggetto, oltre che di riflessione teorica, di discussione con imprenditori, manager, investitori in equity e debito e consulenti di primarie realtà industriali e finanziarie.

Il lavoro è strutturato in quattro capitoli.

Il primo capitolo analizza le principali teorie inerenti l'indebitamento e la struttura finanziaria. In particolare sono trattate la teoria di Modigliani-Miller, la teoria del *trade-off*, la teoria dell'ordine di scelta, la teoria dei costi di agenzia, il modello del ciclo di vita dell'azienda.

Il secondo capitolo approfondisce gli effetti dell'indebitamento sulla realtà oggettiva dell'azienda con riferimento al suo equilibrio economico, finanziario e patrimoniale a valere nel tempo. In tal senso l'analisi investe gli effetti dell'indebitamento sul rischio dell'azienda, sul costo del capitale, sui costi del dissesto e fallimento e sulla politica dei dividendi.

Il terzo capitolo approfondisce gli effetti del debito sulla percezione soggettiva degli investitori finanziaria. In particolare evidenzia come l'indebitamento incida sul rischio soggettivo degli investitori modificando, così, il profilo di rischio dell'azienda nei mercati finanziari.

Il quarto capitolo evidenzia come le scelte di indebitamento, generando effetti sulla realtà oggettiva dell'azienda e sulla percezione soggettiva del rischio degli investitori, rientrino a pieno titolo nel governo strategico dell'azienda. In particolare si evidenzia come esse rientrino nelle strategie finanziarie competitive, incidano sulla *governance* e sulla capacità dell'azienda di generare valore.

Roma, Università degli studi di *Roma Tre*, dicembre 2011

Pasquale De Luca

Capitolo 1

L'INDEBITAMENTO AZIENDALE: IL QUADRO DOTTRINALE DI RIFERIMENTO

1.1. – L'indebitamento e la struttura finanziaria dell'azienda

La finanza riveste ruolo centrale nel governo strategico dell'azienda. Essa, infatti, interagisce con le altre funzioni aziendali e, compenetrandosi nei processi decisionali ed operativi, condiziona il sistema delle strategie.

Tra le questioni che la finanza d'azienda è chiamata ad affrontare nel governo strategico dell'azienda, particolare rilevanza deve essere attribuita alla definizione della struttura finanziaria e, dunque, al livello di indebitamento¹.

In termini generali la struttura finanziaria dell'azienda indica la natura e la provenienza del capitale investito nelle attività aziendali².

¹ A.Damodaran evidenzia come “[...] La finanza aziendale si basa su tre principi, che chiameremo il Principio di Investimento (dove investire?), il Principio di Finanziamento (come finanziare gli investimenti?) e il Principio dei Dividendi (quanto dei profitti reinvestire e quanto invece restituire agli investitori?). - Il Principio di Investimento. Investire in attività e progetti con un rendimento atteso superiore a una soglia minima di rendimento. Tale soglia deve essere più elevata per i progetti più rischiosi e riflettere la struttura finanziaria utilizzata, ovvero fondi propri (capitale netto) oppure denaro preso in prestito (capitale di terzi). Il rendimento atteso di un progetto va misurato sulla base dell'ammontare dei flussi di cassa generati e della loro distribuzione nel tempo, tenendo in considerazione anche gli effetti collaterali positivi e negativi del progetto. - Il Principio di Finanziamento. Scegliere una struttura finanziaria che massimizzi il valore degli investimenti effettuati e sia in linea con il tipo di investimento da finanziare. - Il Principio dei Dividendi. Restituire il denaro ai proprietari dell'impresa ogniqualvolta non vi siano opportunità di investimento in grado di generare un rendimento superiore alla soglia minima. Per le società quotate in Borsa, la forma di restituzione – dividendi o riacquisto di azioni proprie – dipenderà dalle caratteristiche e preferenze degli azionisti. Nel prendere tutte queste decisioni, la finanza aziendale usa come punto di riferimento il suo obiettivo ultimo, ovvero massimizzare il valore dell'impresa”, in Finanza aziendale, 2^a ed., Apogeo, Milano, 2006, pagg. 2-3.

² F.Di Lazzaro evidenzia come “[...] le fonti di finanziamento aziendali possono avere origine «reddituale» ovvero «patrimoniale». Nel primo caso esse si determinano a seguito di operazioni aventi per oggetto la vendita del prodotto ottenuto. Nel secondo, invece, esse sono causate da operazioni inerenti: - il finanziamento; - il disinvestimento di fattori produttivi (anticipati pluriennali e finanziario-patrimoniali). Le fonti di finanziamento ad origine «reddituale» [...] sono connesse con lo svolgimento delle operazioni di vendita della produzione. Esse si determinano a seguito delle entrate di moneta dovute allo svolgimento delle seguenti «operazioni elementari»: - conseguimento di ricavi di vendita (anticipati e correnti); - realizzo di correlativi crediti di dilazione. Questi ultimi possono riguardare beni e servizi venduti nell'esercizio ovvero in esercizi precedenti. La copertura finanziaria che si origina a seguito della produzione venduta, in analogia con quanto osservato in precedenza può essere determinata in maniera «diretta» o «indiretta». Nel primo caso essa è pari ai ricavi incassati per contanti e ai crediti di dilazione realizzati nell'esercizio. Nel secondo caso, essa è pari al totale dei ricavi al netto della variazione dei correlativi crediti di dilazione. Se questa è positiva, si sottrae dalle fonti oppure si somma agli impieghi. Se essa, invece, è negativa si somma alle fonti di finanziamento. [...] Le fonti ad origine «patrimoniale» [...] si determinano a seguito dello svolgimento dei seguenti «sistemi» di operazioni: - finanziamento; - disinvestimento di fattori produttivi (anticipati pluriennali e finanziario-patrimoniali). Con riferimento alla prima classe di operazioni, essa si articola nelle seguenti «operazioni elementari»: - accensione di fonti di finanziamento a titolo di capitale proprio; - accensione di fonti di

Le diverse fonti di finanziamento in via generale possono essere ricondotte al capitale di rischio (equity) ed al capitale di debito³. Equity e debito sono strutturalmente differenti. L'equity⁴ è una fonte: sia esterna che interna⁵ all'azienda per cui è una entità eterogenea⁶; di lungo periodo ad elevato grado di rigidità; a rischio pieno per gli azionisti⁷, i quali sono soggetti al rischio di impresa⁸ così come declinato nel rischio di reddito⁹ e nel rischio di capitale¹⁰; a remunerazione incerta, variabile¹¹, residuale¹² ed a rimborso indiretto¹³. Differentemente il debito¹⁴ è una fonte: esterna¹⁵, sia di breve che

finanziamento a titolo di capitale di credito; - realizzo di relativi crediti di dilazione.” in La situazione finanziaria aziendale, Giuffrè, Milano, 1994, pagg. 95. T.Bianchi evidenzia come il “[...] valore degli investimenti corrisponde [...] nell’aspetto finanziario, alla somma dei fondi pervenuti all’impresa come capitale proprio, per il ricorso al credito passivo e in seguito al processo di autofinanziamento. S’intende che gli investimenti sopra detti, espressioni di operazioni di impresa in corso, debbono considerarsi al netto dei valori rettificativi ad essi pertinenti. Con l’espressione fattore produttivo intendiamo ogni bene o strumento, materiale o immateriale, che serve alla produzione aziendale”, in L’autofinanziamento, Giuffrè, Milano, 1963, pagg. 7-8. S.Bianchi Martini evidenzia come “La classificazione principale distingue i finanziamenti vincolati permanentemente all’azienda dai finanziamenti soggetti a rimborso. Nel primo caso si parla di capitale di apporto, nel secondo caso di debiti”, in I processi di finanziamento, in M.Marchi (a cura di), Introduzione all’economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 191.

³ In questa sede, a fini di analisi, si ritiene opportuno tralasciare le forme di finanziamento “ibride”. Per una trattazione approfondita si rimanda alla letteratura di riferimento.

⁴ P.De Luca, S.Ferri, Le scelte di finanziamento in ottica strategica, IPSOA-Management, Milano, 2009, pagg. 24-25.

⁵ F. Di Lazzaro evidenzia come “Non v’è dubbio, quindi, che le entrate monetarie correlative al capitale proprio, in quanto provenienti dai soci, che sono soggetti esterni rispetto al sistema aziendale, siano da annoverare tra le «fonti esterne». Alle «fonti interne», al contrario, corrispondono entrate monetarie derivanti da autofinanziamento e da disinvestimenti”, in La situazione finanziaria aziendale, Giuffrè, Milano, 1994, pagg. 100-101.

⁶ P.Capaldo evidenzia come “Invero, quando si parla, come comunemente accade, di «capitale» senz’altra qualificazione si fa ricorso ad un’astrazione o meglio ad una semplificazione – talora, sotto alcuni aspetti, eccessiva; talaltra addirittura inconsapevole – di una nozione molto complessa. Nella realtà, particolarmente sotto il profilo economico-aziendale, il «capitale» non può essere considerato come una categoria elementare ed omogenea ma piuttosto come una categoria composta e per molti versi eterogenea”, in Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d’impresa, Giuffrè, Milano, 1967, pag. 19.

⁷ F.Di Lazzaro evidenzia come “Esiste, quindi, un coinvolgimento diretto dei portatori di capitale di rischio nell’espletamento delle operazioni di gestione che l’azienda pone in essere ed è proprio questa la caratteristica peculiare di tale forma di investimento, da cui, poi, deriva la relativa componente di rischio”, in La situazione finanziaria aziendale, Giuffrè, Milano, 1994, pag. 105.

⁸ G.Ferrero definisce il capitale di rischio come “capitale a pieno rischio” distinguendolo dal capitale di debito definito “capitale a rischio limitato”, in Impresa e management, Milano, Giuffrè, 1980, pagg. 12 e ss.

⁹ L’azionista registra una perdita di reddito in assenza di congrua remunerazione del rischio sopportato.

¹⁰ In termini generali il rischio di capitale fa riferimento alla possibile perdita del capitale complessivamente investito nella gestione aziendale.

¹¹ Si noti come tanto i dividendi quanto il *capital gain* sono valori attesi per cui hanno natura variabile dipendendone dall’andamento del sistema azienda-ambiente.

¹² Con riferimento ai dividendi, questi sono distribuiti solo in presenza delle necessarie condizioni aziendali.

¹³ In termini generali il sottoscrittore di equity per disinvestire deve cedere la partecipazione detenuta a terzi. Il rimborso diretto, con la restituzione del capitale da parte dell’azienda, avviene solo in casi particolari (ad esempio in caso di riduzione del capitale per esubero o in caso di liquidazione dell’azienda dopo aver adempiuto a tutte le obbligazioni).

di lungo periodo, ed è flessibile¹⁶; a rischio limitato in condizioni di continuità aziendale¹⁷; a remunerazione certa¹⁸ ed a rimborso diretto¹⁹.

Le risorse finanziarie di cui l'azienda necessita per la realizzazione delle sue attività esprimono complessivamente il fabbisogno finanziario.

In termini generali il fabbisogno finanziario nasce dalla discrasia temporale tra dinamica finanziaria dei *cash-in* e dei *cash-out* e dinamica economica dei ricavi e costi²⁰ ed indica

¹⁴ P.De Luca, S.Ferri, Le scelte di finanziamento in ottica strategica, IPSOA-Management, Milano, 2009, pagg. 25-27.

¹⁵ I sottoscrittori di debito per natura sono soggetti esterni rispetto all'azienda.

¹⁶ In termini generali il debito si adatta alle mutevoli esigenze aziendali in ragione delle caratteristiche tecniche definite.

¹⁷ F.Di Lazzaro definisce il capitale di debito come fonte a "rischio limitato" o anche di "secondo rischio" mentre il capitale proprio come fonte a "pieno rischio" o anche di "primo rischio", in La situazione finanziaria aziendale, Giuffrè, Milano, 1994, pag. 108. Tra gli altri: T.Bianchi, La finanza aziendale, in Aa.Vv. Manuale di Amministrazione Aziendale, Isedi, Milano, 1975, pagg. 113-115; A.Bandettini, Finanza aziendale. Le fonti, Cedab, Padova, 1987, pagg. 164-167. A ben vedere il rischio connesso al debito è minore rispetto al rischio connesso all'equity solo in condizioni di "continuità aziendale". Non è, infatti, a rischio nullo: se l'azienda dovesse fallire i sottoscrittori di debito perderebbero tanto il flusso reddituale connesso agli interessi quanto il capitale investito. F.Di Lazzaro evidenzia come "[...] il capitale di credito è sottoposto ad un minore grado di rischio rispetto al capitale proprio, differenziandosi da quest'ultimo per l'obbligo della remunerazione e del rimborso a scadenza. Tale investimento, tuttavia, non può essere definito a rischio nullo. Esso, infatti, comunque sconta, anche se in misura minore, il rischio imprenditoriale che caratterizza l'intera attività aziendale. Se, infatti, quest'ultima dovesse cessare per cause di ordine patologico, si pensi, ad esempio, al fallimento dell'impresa, il capitale di credito, sebbene in misura inferiore, soggiacerebbe comunque ai rischi caratteristici del capitale proprio", in La situazione finanziaria aziendale, Giuffrè, Milano, 1994, pag. 108.

¹⁸ Richiede il pagamento degli oneri finanziari e la restituzione della quota capitale a scadenza indipendentemente dall'andamento economico-finanziario dell'azienda. Detta remunerazione può essere fissa ovvero variabile a seconda della struttura del contratto di finanziamento ed a seconda della variazione del suo ammontare nel tempo.

¹⁹ Il rimborso diretto è la forma naturale. E' possibile, tuttavia, far ricorso al rimborso indiretto. Tale circostanza si verifica quando il sottoscrittore di capitale di debito cede il credito vantato a terzi.

²⁰ A.Amaduzzi evidenzia come "Il processo produttivo ha una vicenda che va dalle uscite verso le entrate; è costituito dalla combinazione di cicli che vengono spesso definiti, in omaggio alla natura dei relativi valori contabili, a costi e ricavi.", in L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni, Utet, Torino 1986, pag. 116. M.Galeotti evidenzia come "Limitando l'analisi all'area della gestione caratteristica, la divaricazione tra la dinamica economico-reddituale e quella finanziaria-monetaria riflette il vario combinarsi delle tre seguenti classi di valori: I) i costi non monetari (tra cui principalmente gli ammortamenti), II) gli investimenti in capitale fisso, III) gli investimenti in capitale d'esercizio. In particolare la dinamica finanziaria-monetaria tende a discostarsi in modo rilevante da quella economico-reddituale nei periodi di espansione dell'azienda, in cui gli elevati investimenti in attività fisse, nonché l'aumento dei crediti commerciali e delle scorte di magazzino (solo in parte compensati dall'incremento dei debiti commerciali) determinano un effetto riduttivo del flusso di cassa rispetto al flusso di reddito ($CF < R$). Analogamente lo scostamento tra il profilo finanziario-monetario e quello economico-reddituale risulta marcato nelle fasi di maturità del settore o di ridimensionamento dell'azienda, quando gli ammortamenti, tendenzialmente maggiori degli investimenti, "alimentano" il flusso di cassa, rendendolo superiore, per ammontare, al flusso di reddito ($CF > R$)", in Governo dell'azienda e indicatori di performance, Giappichelli, Torino, 2006, pag. 225. S.Ferri evidenzia come "Il fabbisogno finanziario relativo alle occorrenze già concretatesi si identifica nella somma dei valori dei fattori della produzione ed è pareggiato mediante il capitale proprio e di terzi già acquisito. Sotto un altro punto di vista il fabbisogno finanziario può essere inteso come l'insieme delle operazioni in corso di svolgimento: i fattori della produzione in quanto utilizzati per l'attività aziendale, sono infatti espressivi

le risorse necessarie all'azienda in ragione delle esigenze correnti e prospettiche²¹. Si distingue in *fabbisogno lordo* (che ha natura globale facendo riferimento al fabbisogno derivante dallo svolgimento delle attività aziendali) e in *fabbisogno netto* (che ha natura parziale facendo riferimento alla quota-parte di fabbisogno coperto da fonti esterne)²², ed ha natura eterogenea dipendendo sia dalla diversa natura e durata degli investimenti in ottica prospettica²³ sia dalle scelte operate dall'azienda con riferimento agli investimenti da realizzare rispetto a quelli possibili²⁴.

delle operazioni in corso. Il ciclo naturale della produzione implica che l'azienda prima acquisisca i fattori produttivi (e sostenga i relativi costi) e poi ottenga i prodotti destinati alla vendita e quindi i ricavi monetari. Tuttavia, mentre si svolge un ciclo produttivo altri iniziano intrecciandosi con il precedente cosicché vi è sempre in svolgimento un certo numero di operazioni. Il fabbisogno finanziario deriva dall'intreccio dei cicli operativi e dall'asincronia di manifestazione nel tempo dei costi e dei ricavi inerenti i cicli medesimi" in Il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento, in M.Galeotti (a cura di) La finanza nel governo dell'azienda, Apogeo, Milano, 2007, pag. 91-92.

²¹ T.Bianchi evidenzia come il fabbisogno finanziario dell'azienda fa riferimento alle "[...] occorrenze già concretatesi, o che si concreteranno, di mezzi monetari da usare per lo svolgimento della gestione, e, quindi, in sostanza per ottenere la disponibilità [...] degli strumenti o fattori della produzione". Pertanto il fabbisogno finanziario "[...] può essere considerato al momento, ossia come necessità già concretatesi, ovvero in prospettiva, come bisogni che sorgeranno in seguito all'esplicarsi della gestione. Nel primo caso può dirsi che la misura del fabbisogno finanziario è connessa con il volume, espresso in termini di valore, delle operazioni di impresa in corso, ossia con l'ammontare degli investimenti in attesa di essere ridotti in moneta", in La finanza aziendale, in Aa.Vv. Manuale di Amministrazione Aziendale, Isedi, Milano, 1975, pagg. 1-2. P.Galbiati, con riferimento alle caratteristiche qualificanti il fabbisogno finanziario, evidenzia come esso possa essere "[...] Duraturo, legato a investimenti in immobilizzazioni a ciclo economico pluriennale, il cui valore si può immaginare ridotto ogni anno dagli ammortamenti economici; sul piano strettamente finanziario l'esborso è generalmente concentrato nel tempo e rimane poi non liquidabile fino al momento della sostituzione", ovvero "[...] Duraturo, ma legato a poste continuamente rinnovabili: si pensi tipicamente al capitale circolante legato alla gestione corrente, in cui l'ammontare globalmente investito può variare ma le poste singole che lo compongono mutano continuamente", ovvero "[...] Temporaneo, legato ad eventi che esulano dalla normale gestione aziendale: si tratta ad esempio di una decisione straordinaria di investimento in scorte speculative, legato a circostanze che si ritiene ne rendano particolarmente favorevole l'acquisto" per cui "[...] Il fatto che il fabbisogno si possa caratterizzare in relazione alla durata ed alla stabilità consente di ricercare la coerenza fra ciclo temporale delle attività e delle passività. Nella sostanza ciò significa per le aziende disporre dei fondi quando necessario ed avere un piano di rimborso in linea con l'esaurirsi del fabbisogno", in La struttura finanziaria delle imprese, Egea, Milano, 1999, pagg. 49-50.

²² G.Ferrero, Finanza Aziendale, Giuffrè, Milano, 1981, pagg. 29-31. Si noti come quando genericamente si fa riferimento al fabbisogno finanziario si è soliti riferirsi al fabbisogno lordo.

²³ U.Bertini evidenzia come "Diversamente dai materiali, gli impianti vengono "assorbiti" dal processo di trasformazione in modo indiretto [...]. Rappresentati da beni non soggetti a rapido consumo, gli impianti partecipano a più atti produttivi, logorandosi lentamente, senza peraltro esaurirsi nel processo", in Il sistema d'azienda. Schemi di analisi, Giappichelli, 1990, pag. 43.

²⁴ L'insieme degli investimenti possibili definisce il fabbisogno finanziario "teorico"; la scelta degli investimenti da realizzare definisce il fabbisogno finanziario "effettivo". A.Bandettini evidenzia come "[...] E' però anche l'azione del soggetto economico a rendere più o meno variabile il fabbisogno di capitali [...]. Occorre comunque tener presente che ogni iniziativa, se da un lato produce una serie di ripercussioni nelle varie aree della gestione, dall'altro è influenzata da fattori di ordine sia interno e come tali rapportati alla struttura organizzativa del sistema, sia esterno, vale a dire collegati alle peculiarità dell'ambiente. Si deve anche rilevare che, essendo l'azienda un organismo dotato di vita propria e riflessa, gli uni si concatenano di continuo agli altri: non investono cioè singolarmente l'azienda o il mercato, ma, piuttosto, il binomio azienda mercato [...]. Per concludere, abbiamo visto che il fabbisogno finanziario di un'azienda presenta, senza alcun dubbio, un carattere di variabilità temporale la cui dimensione, però, non può essere rigorosamente determinata, risentendo in maniera

La quantificazione *ex-ante* del fabbisogno finanziario è resa complessa dalla difficoltà di prevedere l'andamento prospettico dell'azienda²⁵. In tal senso si rende opportuno definire un'area (range) all'interno della quale il fabbisogno finanziario può variare senza per questo generare alterazioni significative dell'equilibrio dinamico finanziario dell'azienda²⁶.

L'area di variabilità sostenibile è delimitata: inferiormente da quello che potremmo definire “*fabbisogno della gestione costante*”, che indica il capitale necessario alla ordinaria gestione dell'azienda²⁷; superiormente da quello che potremmo definire “*fabbisogno della gestione spinta*”, che indica il capitale necessario a supportare una gestione incentrata sulla massimizzazione delle performance. Tanto il livello minimo quanto il livello massimo non hanno natura statica ma dinamica dovendosi adattare ai mutamenti del sistema azienda-ambiente²⁸.

La problematica della determinazione della struttura finanziaria, in vista della copertura del fabbisogno finanziario, oltre a dover essere affrontata in “*senso verticale*”, con riferimento al rapporto equity-debito, deve essere affrontata anche in “*senso*

diretta delle politiche messe in atto dal soggetto economico. Queste sono molteplici e di natura diversa; derivano da una problematica decisamente complessa, quale è il mantenimento di un'unità economica produttiva a fronte dell'ambiente esterno; non sono in alcun modo definibili a priori” in Finanza Aziendale. Le fonti, Cedam, Padova, 1987, pagg. 20-24. P.Capaldo evidenzia come “*Tra l'aspetto economico e l'aspetto finanziario delle scelte d'azienda, ovvero tra fabbisogno di capitale e modalità di sua copertura, esistono, quindi, in pratica strette relazioni, derivanti tra l'altro dalle peculiarità del fattore produttivo «capitale»: peculiarità relative alla formazione del suo prezzo e alle condizioni e difficoltà della sua acquisizione al sistema d'impresa. Queste condizioni e difficoltà talora – nella soluzione dei concreti problemi di amministrazione – sono rese maggiormente complesse dalla necessità di piegare la struttura di finanziamento all'intento del soggetto economico di conservare il controllo dell'impresa*”, in Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa, Giuffrè, 1967, pag. 20.

²⁵ E.Giannessi evidenzia come “*L'equazione del fabbisogno di finanziamento è valida nei limiti delle ipotesi fatte. Variando queste ipotesi, i termini dell'equazione subiscono altrettante variazioni la cui entità non è proporzionale a quella delle variazioni subite dalle ipotesi a cui i termini si riferiscono*” ed aggiunge “*La variazione complessiva dell'equazione, inoltre, non è la somma delle variazioni subite dai singoli termini, ma la componente di queste. La sua misura, espressa praticamente dalla maggiore o minore quantità di capitale occorrente per attuare i programmi di produzione, non può essere ricavata dalla somma dei valori assunti dai singoli termini, né essere ottenuta mediante un calcolo di stretta proporzionalità*”, in L'equazione del fabbisogno di finanziamento, Pisa, Corsi, 1965, pag. 30; E.Rullani evidenzia come la determinazione del fabbisogno finanziario “[...] non fa parte di una mera problematica contabile che cerca di misurare *ex post* quanto capitale è stato necessario per portare a termine un certo ciclo produttivo. La determinazione del fabbisogno di capitale per un ciclo produttivo va considerata invece, [...] come una operazione che cerca di stimare (*ex-ante*) gli effetti finanziari sulle scelte di gestione industriale del ciclo e che, sulla base della stima, sviluppa una politica di regolazione del fabbisogno stesso [...]” in La finanza e gli investimenti, in M. Rispoli (a cura di), L'impresa industriale. Economia, tecnologia. Management, Il Mulino, Bologna, 2^a ed., 1989, pag. 540.

²⁶ M.Massari, Le politiche finanziarie aziendali, in L.Guatri (a cura di) Trattato di economia delle aziende industriali, Egea, Milano, 1988 terzo tomo, pag. 622.

²⁷ G.Ferrero evidenzia come “*I caratteri di “costanza” di dati fabbisogni finanziari [...] sono per loro natura ineliminabili, essendo poi legati al volgere della gestione nel tempo: basti pensare, in proposito, all'inevitabile presenza di un “fabbisogno minimo”, per il quale non è difficile rilevare il carattere della “costanza” durante tutto l'arco del tempo considerato*”, in Finanza Aziendale, Giuffrè, Milano, 1981, pag. 159.

²⁸ T.Bianchi, La finanza aziendale, in Aa.Vv. Manuale di Amministrazione Aziendale, Isedi, Milano, 1975, pagg. 3-4.

orizzontale”, con riferimento al rapporto tra fonti di finanziamento e impieghi di capitale²⁹.

La relazione tra fonti ed impieghi di capitale, infatti, ha rilevante valenza strategica. Essa ha natura sistemica e dinamica nel tempo ed è volta a consentire la crescita sostenibile dell'azienda intesa come capacità di raggiungere risultati positivi tanto nel breve quanto nel lungo periodo. In tal senso i termini “crescita” e “sostenibile” esprimono la necessità fisiologica di ricercare in ogni momento un punto di equilibrio tra il conseguimento di risultati a breve e la necessità di preservare e di accrescere, ove possibile, la capacità dell'azienda di raggiungere altrettanti positivi risultati nel medio-lungo periodo³⁰. Il non rispetto della relazione sistemica e dinamica tra fonti ed impieghi genera nel tempo disequilibrio finanziario³¹.

La relazione tra fonti ed impieghi deve essere analizzata sia in termini qualitativi che quantitativi³², e la scelta delle fonti di finanziamento deve essere operata considerando la struttura attuale e prospettica degli impieghi nel breve, medio e lungo periodo³³. In tal senso è necessario che fonti temporanee, perché vincolate all'azienda nel breve periodo, siano tali da coprire impieghi di breve periodo generatori di un fabbisogno finanziario temporaneo, così come fonti stabili, perché vincolate all'azienda nel lungo periodo, siano tali da coprire impieghi di lungo periodo generatori di un fabbisogno finanziario

²⁹ N.Miglietta, *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli Editore, Torino, 2004, pag. 11

³⁰ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, con riferimento alla crescita sostenibile evidenziano come “[...] con riferimento al mondo aziendale, è possibile affermare che per sviluppo sostenibile si intende un percorso di crescita che mira a conseguire risultati positivi nel breve, senza compromettere la capacità di conseguirne altrettanti in futuro, ma anzi potenziando le prestazioni aziendali nel lungo periodo [...]”. Con riferimento all'espressione “crescita sostenibile” gli studiosi evidenziano come essa sia “[...] un chiaro ossimoro, tuttavia i due termini non devono esprimere tanto un contrasto, quanto la ricerca di un punto di equilibrio fra conseguimento dei risultati nel breve periodo e capacità di conseguirne altrettanti, se non migliori, nel medio termine”, in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pag. XV-XVI.

³¹ E.Pavarini con riferimento alla relazione tra fonti ed impieghi evidenzia come “[...] l'errore da evitare è quello di finanziare fabbisogni durevoli, in capitale fisso e circolante, con capitali raccolti a breve termine. [...] Non rispettare tale indicazione di equilibrio finanziario comporta effettivamente rischi di triplice natura: in primo luogo vi è un rischio di tasso di interesse (gli investimenti sono a tasso prefissato e un eventuale incremento dei tassi di mercato, applicando sui rinnovi dei prestiti, erode la performance reddituale aziendale); in secondo luogo, vi è un rischio di rifinanziamento (legato alla possibilità che la controparte bancaria abituale si rifiuti di continuare a servire il fabbisogno finanziario aziendale); in terzo luogo, vi è una naturale posizione di debolezza nel ricontrattare e rifinanziare i prestiti assolutamente necessari (ne deriva un effetto di perdita di autonomia decisionale nei riguardi delle banche)”, in *L'equilibrio finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2006, pagg. 305-306.

³² P.Capaldo evidenzia come “La richiamata eterogeneità di contenuto concorre a rendere estremamente complessa la ricerca delle convenienti relazioni – che ovviamente non possono essere poste soltanto in termini quantitativi – tra capitale proprio e capitale di credito. Basti pensare che talora una certa combinazione tra capitale proprio e capitale di credito, giudicata non conveniente o addirittura pericolosa per la conservazione dell'equilibrio-finanziario dell'impresa, può divenire conveniente modificando opportunamente la composizione dell'indebitamento, ferma restando la sua entità complessiva e la sua proporzione con il capitale di proprietà”, in *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa*, Giuffrè, 1967, pag. 10.

³³ U.Bertini, *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, 1995; V.Coda, *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1988; G.Invernizzi, *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 1999; S.Bianchi Martini, *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, Il Borghetto, Pisa, 2006; S.Garzella, *Il governo delle strategie*, Giappichelli, Torino, 2006.

durevole³⁴. Si rende, dunque, necessario, da un lato, l'analisi della elasticità degli impieghi³⁵ congiuntamente all'analisi sistemica delle fonti³⁶ e, dall'altro, l'analisi della composizione degli impieghi e delle fonti³⁷.

³⁴ Se fonti correnti sono impiegate per coprire impieghi strutturali, si potrebbero generare disequilibri finanziari in ragione della non stabilità delle fonti rispetto al carattere stabile degli impieghi; se fonti stabili sono impiegate per coprire impieghi correnti, si potrebbero generare disequilibri finanziari in ragione della natura rigida delle fonti rispetto alla natura variabile degli impieghi. P.Capaldo evidenzia come *“Sappiamo che nel complessivo fabbisogno di capitale possiamo individuare un fabbisogno durevole e un fabbisogno temporaneo. [...] il fabbisogno durevole dovrebbe essere «coperto» mediante capitale proprio e finanziamenti a lunga scadenza ed il fabbisogno temporaneo mediante finanziamenti a breve scadenza, a motivo della loro maggiore elasticità e quindi della loro maggiore idoneità ad aderire prontamente alla variabile entità di questa particolare aliquota di fabbisogno”*, in *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1967, pag. 27. Tra gli altri: F.Di Lazzaro, *La situazione finanziaria aziendale*, Giuffrè, Milano, 1994, pagg. 110; E.Cavalieri, F.Ranalli, *Appunti di economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 1995, pag. 81; G.Ferrero, F.Dezzani, *Manuale di analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1979, pagg. 13 e ss; G.Ferrero, *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981.

³⁵ L'elasticità degli impieghi indica l'adattabilità a variazioni delle fonti senza compromettere l'equilibrio economico-finanziario-patrimoniale dell'azienda nel tempo. P.Capaldo evidenzia come *“Il presunto fabbisogno finanziario deve essere considerato anche sotto l'aspetto della sua elasticità: nozione, questa, che, a sua volta, è strettamente collegata a quella di «flessibilità» o «adattabilità» del programma. Per elasticità del fabbisogno di capitale intendiamo la maggiore o minore possibilità di ridurre in futuro gli investimenti previsti, compatibilmente con la conservazione dell'equilibrio economico della gestione. Quindi questa elasticità sarà tanto maggiore quanto più i programmati investimenti potranno essere presumibilmente ridotti senza turbare l'economicità dell'esercizio”*, in *Capitale proprio e capitale di credito*, Giuffrè, Milano, 1967, pagg. 23-24.

³⁶ L'analisi sistemica delle fonti impone che la valutazione dell'opportunità di ricorrere ad una singola fonte sia condotta non in termini atomistici ma in ottica sistemica con riferimento alle fonti in essere. In tal senso la singola fonte deve essere analizzata in ragione della variazione positiva ovvero negativa che apporta al sistema delle fonti in ottica dinamica e prospettica nel tempo. P.Capaldo evidenzia come *“[...] la convenienza ad attingere a certe fonti non può essere giudicata prescindendo dall'esame del sistema dei finanziamenti, in atto o da costituire, ed in particolare del complessivo indebitamento nella sua dimensione e nella sua composizione. Il ricorso, entro certi limiti, ad una data forma di finanziamento, che ad un primo esame mostri rilevanti aspetti negativi, può, infatti, essere conveniente se essa è combinata, in opportune proporzioni, con altre forme, perché questa coordinazione può attenuare molto gli aspetti negativi che la detta forma di finanziamento isolatamente considerata presenta. Per converso, può accadere che il ricorso alla medesima fonte e nella stessa misura, ma in una diversa combinazione quantitativa e qualitativa con altre acquisizioni finanziarie, sia inopportuno o addirittura da escludere, in quanto la conseguente struttura finanziaria presenterebbe o un costo relativamente alto, o una notevole rigidità, o un non trascurabile rischio di far perdere il controllo all'attuale soggetto economico e così via [...]”*. Con riferimento, poi, al costo ed al rischio associato alle fonti, evidenzia come *“[...] vi possono essere talune strutture che hanno un costo relativamente basso ma comportano sensibili rischi o per la loro rigidità; o per l'alta probabilità che alcune delle fonti a cui si attinge possano improvvisamente inaridirsi; oppure per la conservazione del controllo; o perché renderebbero estremamente difficile la eventuale futura dilazione dell'indebitamento, ove si rendesse necessaria, per effetto di un rapido inevitabile aumento del fabbisogno di capitale [...]. D'atra parte possono esservi strutture di indebitamento che pur avendo un costo relativamente alto presentano, però, notevoli aspetti positivi come ad esempio – per ricordarne solo alcuni – l'elasticità, la possibilità di dilatare il complessivo indebitamento senza un sensibile aggravio di costo, la possibilità di trarre vantaggi connessi all'alterazione del potere di acquisto della moneta, la stabilità del controllo dell'impresa. E' evidente, quindi, che la scelta tra le varie strutture di indebitamento non può essere fatta soltanto in funzione del rispettivo costo. E' vero che qualche particolare carattere delle dette strutture può essere espresso – sia pur con l'ausilio di metodi stocastici – in termini quantitativi e tradotto, quindi, in aumento o diminuzione del saggio di interesse; tuttavia sono molti quelli che sfuggono alla possibilità di una*

Su queste tematiche la dottrina si è concentrata da tempo. In questa sede di particolare interesse è la possibile interazione tra politiche dell'attivo (politica degli investimenti) e politiche del passivo con riferimento alla *capital structure policy* in vista della creazione di valore. La questione che in termini generali si pone è se, ed in che termini e misura, le scelte di struttura finanziaria incidano sulla capacità dell'azienda di generare valore: se è, infatti, evidente come le politiche degli investimenti siano la principale leva di creazione del valore, non è altrettanto chiaro se e come le politiche di struttura finanziaria possano essere considerate altrettante leve di creazione del valore in via diretta ed in via indiretta facilitando l'attivazione delle politiche dell'attivo³⁸.

razionale e attendibile quantificazione, per poter impostare il problema in termini soltanto quantitativi", in Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa, Giuffrè, 1967, pagg. 29-33.

³⁷ L'analisi della composizione delle fonti e degli impieghi può essere operata facendo ricorso a diversi criteri. In ottica di coerenza sistemica e dinamica tra fonti ed impieghi, ovvero tra fabbisogno di capitale come generato dalla natura degli investimenti e relative fonti di copertura, si ritiene opportuno ricorrere al criterio della destinazione per gli impieghi e del vincolo per le fonti: gli impieghi sono distinti al loro interno in ragione della destinazione con riferimento al fabbisogno finanziario che generano (in tal senso non va confuso il fabbisogno durevole con il capitale fisso ed il fabbisogno temporaneo con il capitale circolante, ma si rende necessario distinguere tra investimenti durevoli ed investimenti temporanei); le fonti sono distinte al loro interno in ragione del vincolo con riferimento al tipo di copertura che consentono. Rileva, dunque, il tipo di fabbisogno finanziario generato dagli impieghi ed il tipo di vincolo delle fonti in sede di copertura. In particolare gli impieghi sono distinti in: investimenti durevoli in fattori a fecondità semplice e ripetuta che non possono essere distolti dall'azienda e che nel loro continuo rinnovarsi generano un fabbisogno di finanziamento durevole nel tempo; investimenti temporanei che possono essere distolti dall'attività aziendale e che generano un fabbisogno di finanziamento temporaneo ovvero di breve periodo. Le fonti sono distinte in: capitale permanente, in passività consolidate, in passività correnti. Pertanto mentre il capitale permanente e le passività consolidate rappresentano le fonti stabili di lungo periodo, le passività correnti rappresentano le fonti di breve periodo. Tra gli altri: E.Cavaliere, R.Ferraris Franceschi, Economia aziendale, Vol. I, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 416-417, nota n.9; E.Cavaliere, Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa, Giuffrè, 1967, pag. 29; G.Ferrero, F.Dezzani, Manuale delle analisi di bilancio, Giuffrè, Milano, 1979; L.De Minico, Ordinamento del capitale nelle imprese, Guf, Napoli, 1929, pagg. 153-154; M.Cattaneo, Analisi finanziaria e di bilancio. Teoria e tecnica della concessione del credito, Etas Libri, Milano, 1979; P.Onida, Le discipline economico-aziendali. Oggetto e metodo, 2^a ed., Giuffrè, Milano, 1951, pag. 35; G.Zappa, Le produzioni nell'economia delle imprese, Tomo I e II, Giuffrè, Milano, 1957; L.Azzini, Le situazioni d'impresa investigate nella dinamica economica delle produzioni, Vol. I, Le situazioni patrimoniali, Giuffrè, Milano, 1962; P.Capaldo, Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa, Giuffrè, Milano, 1967; F.Di Lazzaro, G.Fiori, Indici di bilancio, Giuffrè, Milano, 2003; P.De Luca, S.Ferri, Le scelte di finanziamento in ottica strategica, Ipsoa, Milano, 2009.

³⁸ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinzia, dopo aver evidenziato come le politiche dell'attivo facciano riferimento alle decisioni inerenti gli investimenti e le politiche del passivo alle scelte inerenti la struttura finanziaria e all'erogazione di dividendi e/o riacquisto di azioni proprie, pongono il problema in questi termini: "[...] occorre approfondire l'interazione delle politiche dell'attivo con quelle del passivo, verificando se esiste e in che misura una subordinazione delle seconde alle prime. Infatti, se la politica dell'attivo è la principale leva di creazione del valore è necessario investigare se le politiche del passivo mirano a facilitare l'azionamento di tale leva, preservando nel tempo la capacità di attivarla con efficacia. Detto in altri termini, è interessante cercare di capire se le politiche del passivo – oltre a creare valore di per sé – contribuiscono soprattutto a garantire una crescita sostenibile attraverso il principale strumento di creazione di valore, ossia la politica degli investimenti", in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pag.14.

In questa sede, dunque, si vuole indagare la relazione intercorrente tra le decisioni di investimento e le scelte inerenti l'indebitamento in vista della creazione di valore per l'azienda³⁹.

A ben vedere la questione deve essere affrontata in termini tanto strategici quanto tecnico-operativi. Con riferimento all'aspetto strategico, la problematica del debito trova declinazione nella sua "opportunità" in ragione dei riflessi che esso ha sul sistema delle strategie aziendali; in termini tecnico-operativi, differentemente, la questione si pone in termini di "convenienza" in ragione dei riflessi che esso ha sull'equilibrio economico-finanziario-patrimoniale dell'azienda a valere nel tempo.

E', dunque, su questi due profili che deve incardinarsi la riflessione e l'analisi in sede di definizione del livello di indebitamento ritenuto ottimale ed, in termini più generali, indagata la relazione tra struttura finanziaria e politiche dell'attivo e, quindi, tra struttura finanziaria e valore dell'azienda.

L'indebitamento, ed in termini più generali, la definizione della struttura finanziaria ed i relativi riflessi sul valore dell'azienda, è sin dagli anni '50 tema centrale negli studi economico aziendali.

La teoria tradizionale⁴⁰, in quegli anni dominante, sostiene che, a parità di altri fattori, il rapporto tra prezzo delle azioni ed utili non è influenzato, se non in misura modesta, da contenuti livelli di indebitamento. Il costo dell'equity è supposto costante fino ad un determinato livello di indebitamento ritenuto ragionevole⁴¹: entro il limite non si genera variazione del rischio d'azienda per effetto dell'indebitamento; oltre il limite, e dunque per livelli di indebitamento superiori, il costo dell'equity cresce in ragione dell'incremento del rischio associato all'azienda con contestuale incremento del *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

La teoria, dunque, assume l'esistenza di un livello di indebitamento "ottimale" con conseguente rilevanza delle scelte inerenti la struttura finanziaria sul valore dell'azienda⁴²: l'aumento dell'indebitamento entro un dato intervallo determina la

³⁹ P.Galbiati evidenzia come "L'idea di stabilire un collegamento esplicito e quantificabile tra le scelte in materia di struttura finanziaria e il valore dell'impresa ha condotto alla definizione di alcuni modelli. Questi, passando attraverso l'analisi del costo totale del capitale al variare dell'indebitamento, ruotano intorno ad un quesito fondamentale: esiste un mix ottimale fra debito e mezzi propri atto a massimizzare il valore dell'impresa? Esiste quindi una struttura finanziaria ottimale cui tendere?", in *La Struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano, 1999, pag. 57. M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, evidenziano come: "[...] è possibile ravvisare un forte legame delle scelte di struttura finanziaria con la politica degli investimenti: maggiori disponibilità liquide e/o capacità d'indebitamento garantiscono la possibilità di intraprendere senza particolari vincoli profittevoli opportunità di investimento", in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pag.16.

⁴⁰ Si veda la letteratura economica sull'argomento fino al 1956. Tra gli altri: D.Durand, *The Cost of Debt and Equity Funds for Business: trends, problems of measurement*, "Conference on Research in Business Finance", National Bureau of Economic Research, New York, 1952; B.Graham, D.L.Dodd, *Security analysis. Principles and techniques*, McGraw-Hill, New York, 1951.

⁴¹ Il livello di indebitamento non è definito in termini analitici.

⁴² V.Comito, ricordando lo studio di Durand del 1952, evidenzia come tre erano le teorie in tema di struttura del capitale: "[...] a) la teoria del "reddito netto" ("Ni" o "Net Income"); b) la teoria del "reddito operativo netto" ("Noi" o "Net Operating Income"); c) un approccio "intermedio" tra le due". Il difetto principale delle tre teorie era costituito dal fatto che esse si basavano sostanzialmente su ipotesi, relative in particolare all'atteggiamento degli investitori; tali ipotesi non erano però suffragate da alcuna dimostrazione. Alla luce di studi più recenti, almeno alcuni aspetti di tali teorie si dimostreranno come abbastanza plausibili, sulla base però di una strumentazione teorica che, al

riduzione del WACC per effetto della minore onerosità del debito rispetto all'equity; oltre questo livello il WACC cresce in ragione dell'incremento più che proporzionale del costo dell'equity per effetto dell'aumento del rischio associato all'azienda⁴³. Si ha, dunque, un andamento ad U del WACC: decresce per poi crescere. E' pertanto possibile assumere l'esistenza di una combinazione equity-debito "ottimale" che, consentendo di minimizzare il costo medio ponderato del capitale, massimizza il valore dell'azienda. E' bene evidenziare come l'assunto fondamentale della teoria, secondo il quale il rapporto prezzo delle azioni/utili attesi non è influenzato dall'indebitamento sino ad un suo determinato livello, non trova scientifica dimostrazione con riferimento al

momento in cui esse venivano enunciate, mancava". In nota poi evidenzia come "Tutte le teorie partivano dalla considerazione che il valore di un'impresa fosse uguale alla somma del valore delle azioni A e del valore dei debiti D: $V=A+D$. Esse consideravano inoltre che il valore delle azioni fosse dato dal valore attuale della somma dei redditi netti pertinenti a tali azioni. Le teorie differivano invece per quanto riguarda le ipotesi relative a come gli investitori valutassero le azioni e i debiti". Con riferimento alla prima teoria "[...] nota come teoria del "Net Income" (Ni), partendo dall'ipotesi semplificatrice dell'assenza di tasse. Essa ipotizza che gli investitori capitalizzino il reddito netto dell'impresa ad un tasso costante (K_S) e che le imprese possano indebitarsi quanto vogliono ad un tasso d'interesse costante (K_D). Con K_S e K_D costanti, al crescere dell'indebitamento il costo medio ponderato del capitale (K_A) si riduce, dal momento che il costo del debito è inferiore al costo del capitale azionario. Se il costo del capitale si riduce al crescere del debito, il valore dell'impresa cresce al crescere del debito; secondo questo approccio quindi, le imprese, usando un valore vicino al 100% di debito, massimizzano il valore dell'impresa [...]". Con riferimento alla seconda teoria "[...] nota come teoria del "Net Operative Income" (Noi), parte invece dall'ipotesi che gli investitori abbiano un atteggiamento diverso da quello precedente nei riguardi del debito; essi valutano il reddito operativo netto, e non il reddito netto, ad un tasso di capitalizzazione costante (K_A). E' mantenuta l'ipotesi precedente di un K_D costante. Ma ad un K_A costante consegue un valore costante dell'impresa quale che sia il livello dell'indebitamento [...]: K_S infatti aumenta proporzionalmente all'aumentare dell'indebitamento (ciò significa che gli investitori credono che l'uso del leverage aumenti il rischio dei loro flussi di cassa). Alla fine ne risulta che le decisioni di struttura del capitale sono irrilevanti; tutte le strutture di capitale si equivalgono [...]. Se introduciamo peraltro, a questo punto, la questione delle tasse, alla fine risulta che tutte e due le teorie giungono alla conclusione che la cosa migliore è arrivare al 100% d'indebitamento. Infatti, secondo l'approccio del reddito operativo netto, il valore di un'impresa aumenta all'aumentare dell'indebitamento, data la deducibilità degli interessi dal reddito, mentre il tasso di capitalizzazione (K_A) rimane costante. Secondo l'approccio del reddito netto, il valore di un'impresa, all'aumentare dell'indebitamento, aumenta ancora più fortemente [...]". Con riferimento alla terza teoria "[...] da molti conosciuta come la teoria "tradizionale" vera e propria, e che abbiamo chiamato anche teoria "intermedia", un indebitamento moderato non aumenta il rischio, per cui K_D e K_S sino ad un certo punto sono relativamente costanti o persino decrescenti; dopo un certo punto, invece, K_D e K_S cominciano a crescere, per cui ne risulta un costo del capitale che comincia a crescere, mentre il valore dell'impresa, che prima cresce, raggiunge una punta massima e poi comincia a declinare [...]. Secondo questa terza teoria, quindi, esiste un certo rapporto tra debiti/mezzi propri che massimizza il valore dell'impresa e minimizza il suo costo del capitale", in Idee e Capitali, Isedi, Torino, 2001, pag. 178 e pagg. 223-224.

⁴³ Il debito è meno oneroso dell'equity in ragione del maggior rischio assunto dagli investitori in equity rispetto agli investitori in debito. Entro un determinato livello di indebitamento il rischio dell'azienda non varia per cui la sostituzione dell'equity con il debito determina riduzione del WACC; oltre il livello di indebitamento ritenuto ragionevole, il rischio associato all'azienda aumenta per cui aumenta il costo dell'equity con riferimento alla quota-parte di esso non sostituito con debito. Il WACC aumenta in misura inferiore rispetto al costo dell'equity per effetto della media ponderata tra costo del debito e costo dell'equity.

funzionamento del mercato⁴⁴. Inoltre il livello di indebitamento “ottimale” individuato concettualmente non trova precisa determinazione analitica.

I primi a fornire una elaborazione teorica sistematica della struttura finanziaria e dei suoi riflessi sul valore dell’azienda, sono stati Modigliani e Miller. I due Studiosi, con l’elaborazione delle Proposizioni, dimostrano l’irrelevanza della struttura finanziaria sul valore dell’azienda e danno avvio a un lungo dibattito. Nel corso del tempo, infatti, sono state elaborate differenti teorie strutturate su assunzioni in parte diverse da quelle a base delle Proposizioni ritenute poco aderenti alla realtà.

In questa sede, in ragione degli obiettivi del presente lavoro, si ritiene opportuno analizzare brevemente, oltre alla teoria di Modigliani-Miller, la teoria del *trade-off*, la teoria dell’ordine di scelta, la teoria dei costi di agenzia ed il modello del ciclo di vita dell’azienda. Lo studio di queste teorie evidenzia come ancora oggi sia aperta la questione della determinazione della struttura finanziaria e dei relativi riflessi sul valore dell’azienda.

1.2. – La teoria di Modigliani-Miller

La teoria di Modigliani-Miller⁴⁵ sulla struttura finanziaria dell’azienda, rappresenta un punto di rottura con la tesi tradizionale⁴⁶.

⁴⁴ P.Galbiati sul punto evidenzia come “[...] *L’assunto fondamentale di questa posizione, ovvero il fatto che il rapporto prezzo delle azioni/utigli attesi non sia influenzato, fino ad un certo limite, dal grado di leverage, è raramente considerato come un fatto che richieda spiegazioni o dimostrazione. E’ semplicemente dato per scontato o ci si limita ad affermare che il mercato funzioni così, riflettendo forse l’impressione che nelle società sane livelli contenuti di indebitamento non incrementino la rischiosità del capitale azionario*”, in *La struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano, 1999, pag. 59.

⁴⁵ In dottrina alcuni ritengono più opportuno parlare di “*teorie*” e non di “*teoria*” poiché il pensiero di Modigliani-Miller si è sviluppato nel tempo variando, di volta in volta, le ipotesi a base del quadro logico-metodologico di riferimento. In tal senso V.Comito evidenzia come “[...] *Facciamo riferimento ai “modelli” Modigliani-Miller e non al “modello”, perché, in realtà, i due studiosi hanno, nel corso del tempo, variando di volta in volta alcune ipotesi di base, raggiunto conclusioni differenti, anche se tra di loro abbastanza coerenti [...]*”, in *Idee e Capitali*, Isedi, 2001, pag. 178. I lavori di riferimento sono i seguenti: F.Modigliani, M.H.Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, giugno, 1958; F.Modigliani, M.H.Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: A Reply*, in *American Economic Review*, settembre, 1959; F.Modigliani, M.H.Miller, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, in *American Economic Review*, giugno, 1963; F.Modigliani, M.H.Miller, *Taxes and the Cost of Capital: A Reply*, in *American Economic Review*, giugno 1965; M.H.Miller, *Debt and Taxes*, in *Journal of Finance*, maggio, 1977; M.H.Miller, *The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years*, in *Journal of Economic Perspectives*, autunno, 1988; M.H.Miller, *Leverage*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1991. Si noti come la loro tesi in parte sia stata anticipata da: J.B.Williams, *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, 1938, e da D.Durand, *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*, “*Conference on Research in Business Finance*”, National Bureau of Economic Research, 1952. Sul punto J.Berk, P.DeMarzo, *Finanza Aziendale 1*, Pearson, 2008, pag. 463, evidenziano come “*Il lavoro di Modigliani e Miller ha formalizzato un nuovo approccio all’analisi dei mercati dei capitali, peraltro già formulato per la prima volta da John Burr Williams nel 1938 con il suo libro The Theory of Investment Value*”. In particolare Williams evidenzia come “*Se il valore dell’investimento di un’impresa nel suo complesso è per definizione il valore attuale di tutti i flussi che andranno ai detentori dei suoi titoli, sia sotto forma di interessi che di dividendi, allora questo valore complessivo non dipende in alcun modo da come si compone il suo capitale. Ovviamente, se un singolo individuo o un singolo investitore istituzionale possedesse la totalità delle obbligazioni,*

Modigliani-Miller, infatti, sostengono che in un mercato perfetto⁴⁷ le scelte di struttura finanziaria non hanno effetti sul valore dell'azienda⁴⁸. In particolare affermano che il

delle azioni e dei warrant emessi da una società, egli sarebbe completamente indifferente al tipo di capitalizzazione (salvo per quanto attiene alle imposte sul reddito); se incassa un certo utile sotto forma d'interesse non potrà incassarlo anche come dividendo e viceversa. Per un individuo come questo è perfettamente ovvio che la somma dei pagamenti per dividendi e per interessi non è influenzata in alcun modo dal tipo di titoli emessi dalla società. Inoltre, una variazione nella composizione del capitale non porterebbe alcuna variazione al valore degli investimenti dell'impresa. Prestiti obbligazionari possono venire estinti tramite emissione d'azioni o due classi di titoli di secondo grado potrebbero essere combinate in un'unica classe senza cambiare il valore totale dell'investimento della società nel suo insieme. Questa invarianza del valore dell'investimento è analoga all'indistruttibilità della materia o dell'energia: ci porta a parlare della legge della conservazione del valore dell'investimento, proprio come un fisico parlerebbe della legge della conservazione della materia o della legge della conservazione dell'energia".

⁴⁶ F.Modigliani afferma "[...] in effetti si tratta di un articolo difficile, che non era pensato per gli studenti, ma era stato originariamente scritto con lo scopo di mettere in crisi i nostri colleghi di finanza aziendale, dimostrando loro che quello che era considerato il problema centrale della disciplina (quale fosse la distribuzione ottimale delle fonti di finanziamento fra capitale di rischio e indebitamento con una remunerazione fissa) era in realtà un problema fasullo, perché, in linea di massima, la struttura finanziaria non faceva alcuna differenza [...]". in *Avventure di un economista*, Bari, Laterza, 1999, pag. 100.

⁴⁷ La teoria poggia su diverse assunzioni alcune particolarmente forti. Tra queste le principali fanno riferimento: al comportamento razionale di tutti gli investitori; all'esistenza di aspettative omogenee per tutti gli investitori circa le performance attese delle aziende e la loro rischiosità come misurata mediante strumenti lineari; alla collocazione in classi di rischio omogenee per le aziende che presentano pari rischio operativo; alla costanza nel tempo del reddito operativo atteso; alla completa trasparenza del mercato con informazioni accessibili a tutti e prive di costo; alla possibilità da parte delle aziende di raccogliere capitale, sia di debito che di rischio, senza costi di emissione; all'assenza di costi di intermediazione per l'acquisto/vendita dei titoli da parte delle aziende e degli investitori; alla possibilità per gli investitori e per le aziende di scambiarsi il medesimo insieme di titoli a prezzi di mercato pari al valore attuale dei flussi di cassa prospettici attesi; all'esistenza di tassi di interesse sul debito pari per le aziende e per gli investitori privati; alla possibilità per gli investitori di prendere e dare a prestito danaro alle medesime condizioni delle aziende con la conseguenza che la leva finanziaria personale (*homemade leverage*) risulti essere perfetta sostituta della leva finanziaria aziendale (*corporate leverage*) per cui gli investitori possono scegliere, di fatto, la propria struttura finanziaria; all'assenza dei costi diretti ed indiretti connessi al dissesto ed al fallimento; all'assenza dei costi di agenzia assumendo che il management operi in vista della massimizzazione del valore per gli azionisti e che gli obbligazionisti non temano comportamenti opportunistici degli azionisti; all'assenza di imposte sul reddito delle aziende e degli investitori.

⁴⁸ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinzia, evidenziano come "*Secondo Modigliani e Miller in presenza di mercati finanziari perfetti [...] gli investitori possono dare o prendere a prestito danaro alle stesse condizioni cui può farlo l'azienda di cui detengono azioni. Pertanto il fatto che un'azienda si indebiti che in sua vece vi provveda l'azionista è del tutto indifferente ai fini del valore dell'investimento per l'azionista stesso. In altre parole un qualsiasi investitore razionale non sarebbe disposto a pagare un premio per un'azienda che fa ricorso all'indebitamento, dato che può replicare senza oneri aggiuntivi lo stesso profilo di rischio e di rendimento semplicemente indebitandosi al posto dell'azienda. Analogamente [...] le scelte di indebitamento a breve, piuttosto che a medio-lungo termine sono ininfluenti sul valore dell'azienda. Infatti, se un'azienda opta per una raccolta a medio-lungo termine sostiene un onere del debito maggiore, ma ne riduce la rischiosità perché i fondi sono attinti con un vincolo di maggior durezza: ne discende che l'azienda ha guadagnato in sicurezza sostenendo il relativo costo, insomma ha diversamente modulato la combinazione rischio-rendimento, ma non per questo gli azionisti sono diventati più ricchi o più poveri. Se gli azionisti avessero sostenuto degli oneri senza alcun beneficio in cambio, allora la decisione finanziaria avrebbe distrutto valore e viceversa, ma così non può essere in un mercato dei capitali perfetto. In conclusione per Modigliani e Miller le scelte di struttura finanziaria non mutano il valore dell'azienda, ma si traducono in diversi punti di equilibrio fra*

valore dell'azienda è pari al valore di mercato dei flussi di cassa generati dalle attività e non dipende dalla struttura finanziaria (*Proposizione I*); la struttura finanziaria non incide sul costo del capitale laddove il rendimento richiesto sul capitale di rischio è funzione lineare del rapporto tra equity e debito (*Proposizione II*).

Con la Proposizione I Modigliani-Miller affermano che il valore dell'azienda è indipendente dalla struttura finanziaria risultando funzione del solo valore delle sue attività: il valore dell'azienda è funzione della capitalizzazione del rendimento prospettico atteso delle attività operative mediante impiego di un tasso rappresentativo del rischio operativo della relativa classe di appartenenza⁴⁹. La struttura finanziaria definisce le modalità di ripartizione del valore generato tra i diversi soggetti finanziatori⁵⁰.

Sinteticamente è possibile esprimere la Proposizione I come segue: *in un mercato dei capitali perfetto il valore dell'azienda è pari al valore di mercato dei flussi di cassa generati dalle sue attività operative e non dipende dalla struttura finanziaria adottata*⁵¹.

costo e rischiosità delle fonti che sono replicabili senza costi aggiuntivi dagli azionisti. Ne discende che gli azionisti non traggono vantaggio dalle scelte di struttura finanziaria dall'azienda e quindi non sono disposti a pagare un premio all'azienda in ragione di dette scelte proprio perché a esse non fa seguito una variazione del valore dell'azienda", in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pagg. 2-4. F.Colombi, con riferimento alla teoria di Modigliani-Miller evidenzia come "L'obiettivo dello studio non era tanto di negare la possibile influenza del debito sul valore di mercato, quanto di contestare chi credeva che il leverage finanziario fosse in grado di ridurre il costo medio ponderato del capitale, anche in assenza di imposte, semplicemente perché il tasso d'interesse era più basso dell'earnings/price ratio", in Rischio e opportunità di investimento, Aracne, Roma, 2003, pag. 45.

⁴⁹ F.Colombi evidenzia come "Per creare gruppi rischiosamente omogenei di società, le imprese vengono distinte in classi di rendimento equivalente. Il rendimento azionario di qualsiasi società in un dato insieme è, quindi, proporzionale a quello di ogni altra impresa di quella medesima classe. Così le azioni della stessa categoria differiscono solo per un fattore di scala", in Rischio e opportunità di investimento, Aracne, Roma, 2003, pagg. 47-48.

⁵⁰ A.Damodaran evidenzia come "[...] il debito, non creando né benefici né costi, ha un effetto neutro sul valore. In un tale contesto, le decisioni inerenti la politica di finanziamento diventano irrilevanti", in Finanza aziendale, Apogeo, Milano, 2006, pag. 329. P.Galbiati evidenzia come "[...] la visione di azienda cui Modigliani e Miller si riferiscono è [...] analoga a quella proposta da Irving Fisher. L'azienda è vista come una scatola nera in cui si combinano tecnologia, produzione, attività commerciali e quant'altro per dare luogo ad un flusso di cassa. Una sorta di motore atto a trasformare i mezzi raccolti oggi, mediante l'emissione di titoli, in mezzi futuri pagabili ai detentori dei titoli. Sotto il profilo finanziario, da allora in avanti questa divenne la visione dominante. Ciò detto, come si possono definire «simili», ai fini del processo di arbitraggio, aziende diverse? Modigliani e Miller ricorrono al concetto di «classi di rischio», per definire le similitudini considerate rilevanti tra aziende: l'incertezza sottostante i flussi di cassa operativi attesi delle singole imprese di una data classe è la stessa e quindi i flussi attesi possono essere considerati perfettamente correlati fra loro e pienamente sostituibili quanto a grado di rischio. Possono esistere invece molte differenze fra aziende appartenenti a diverse classi di rischio. Le numerose verifiche empiriche volte a verificare l'esistenza di una correlazione nei flussi operativi all'interno di un settore, pur con tutte le cautele atte a tenere conto delle ineliminabili particolarità delle aziende, hanno confermato l'aderenza dell'assunto in esame con la realtà" in La struttura finanziaria delle imprese, Egea, Milano, 1999, pag. 65.

⁵¹ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come "[...] Modigliani e Miller (MM), sulla base di convincenti argomentazioni, sostengono che un'impresa non può cambiare il valore complessivo dei titoli in circolazione modificando la ripartizione tra azioni e debito dei medesimi. In altre parole, il valore dell'impresa è sempre lo stesso pur in ipotesi di diverse strutture finanziarie. Ciò equivale a dire che nessuna struttura finanziaria è migliore o peggiore di qualsiasi altra per gli azionisti della società. Questo risultato piuttosto pessimista è noto come proposizione I di MM", ed ancora sintetizzando

In termini analitici indicando con W_L il valore dell'azienda *levered* ovvero indebitata e con W_U il valore dell'azienda *unlevered* ovvero non indebitata, è possibile esprimere la Proposizione I come segue⁵²:

evidenziano come “*Proposizione I di MM (assenza di imposte): Il valore dell'impresa priva di debito è uguale al valore dell'impresa indebitata, cioè $V_L = V_U$* ”, in Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 507 e 509. V.Comito, con riferimento alla Proposizione I evidenzia come “*Il valore di un'impresa è indipendente dal suo livello di indebitamento; le decisioni di finanziamento sono irrilevanti; contano soltanto le decisioni di investimento. Bisogna guardare al lato sinistro della situazione patrimoniale di un'impresa: il valore delle attività è sempre identico, quale che sia la proporzione dei debiti; in ultima analisi, il valore della torta è sempre lo stesso, quali che siano quelli che vengono a reclamarla (creditori o azionisti) e indipendentemente dalla quota di torta che spetta a ognuno dei protagonisti*” ed ancora “*La principale linea di argomentazione dei due autori, in particolare per quanto riguarda la prima proposizione, è che, nell'ipotesi di mercati perfetti, per l'investitore la struttura di capitale non ha importanza; questo perché lo stesso investitore può trasformare il suo investimento in un'impresa portandolo a qualsiasi mix di debito e mezzi propri che egli preferisca. Se l'impresa non usa debiti e si finanzia totalmente con il capitale azionario e l'investitore desidera una posizione “leveraged” (con la presenza d'indebitamento), egli può farlo con l'uso d'indebitamento “home made” (fatto in casa). Similmente se l'impresa usa il debito e il singolo investitore desidera invece una posizione senza debiti, può farlo operando adeguatamente sul mercato*”, in Idee e Capitali, Isedi, Torino, 2001, pagg. 179-180. La Proposizione I trova i suoi fondamenti nella legge di conservazione del valore. In tal senso R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come “[...] *La tesi di M&M che la struttura finanziaria è irrilevante è un'applicazione di un'idea sorprendentemente semplice. Se abbiamo due serie di flussi di cassa, A e B, il valore attuale di A+B è uguale al valore attuale di A più il valore attuale di B [...]*”. Richiamando il principio di additività del valore per cui “[...] *in un mercato finanziario perfetto il valore attuale di due attività congiunte è uguale alla somma dei loro valori attuali presi separatamente [...]*” evidenziano come “[...] *in questo contesto non stiamo unendo due attività, anzi le stiamo separando. Ma l'additività del valore funziona anche al contrario. Un flusso di cassa può essere diviso in tutte le parti che vogliamo; i valori delle singole parti potranno sempre essere di nuovo sommati per ritornare al valore originario [...]. Questa è realmente la legge di conservazione del valore. Il valore di un'attività rimane inalterato indipendentemente dalla natura dei diritti vantati nei suoi confronti. Ecco quindi la proposizione I: il valore dell'impresa è determinato nella parte sinistra del bilancio dalle attività reali e non dalla combinazione delle fonti di finanziamento usate dall'impresa*”, in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 453.

⁵² A.Salvi evidenzia come “[...] *Il valore complessivo dell'azienda [...] di per se stesso non è legato alla modalità di finanziamento adottata e cioè: $V_L = V_U$. La [...] è la prima proposizione di MM in assenza di imposte. Essa afferma che, in un mondo privo di imposte e di altre imperfezioni, il valore dell'impresa indebitata (levered) è esattamente uguale al valore di un'impresa priva di debito o all-equity (unlevered)*”, in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2^a ed., Egea, Milano, 2004, pag. 453. Per meglio comprendere la Proposizione I può essere utile ripercorrere brevemente il ragionamento proposto da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 507-510. Gli Studiosi ipotizzano tre diversi scenari per l'azienda: *Scenario A*) L'azienda decide di finanziarsi facendo ricorso esclusivamente all'equity (E). In questo caso il valore dell'azienda è pari al suo valore *unlevered* (W_U) in quanto non indebitata. Pertanto in assenza di indebitamento il valore dell'azienda è pari al valore *unlevered* e, quindi, è pari al valore dell'equity. Si ipotizzi che gli utili (U) annualmente prodotti siano interamente distribuiti sottoforma di dividendi (Div_U). Si ipotizzi, inoltre, che l'azionista A decida di sottoscrivere il 50% del capitale dell'azienda. L'investimento che questi dovrà sostenere sarà, dunque, pari al 50% del valore dell'azienda *unlevered* ovvero $50\% \cdot W_U$. A fronte dell'investimento sostenuto l'azionista A riceverà ogni anno un flusso di reddito pari al 50% degli utili realizzati e distribuiti sottoforma di dividendi ovvero il $50\% \cdot Div_U$. Pertanto l'azionista A sottoscrivendo il 50% dell'azienda *unlevered*: sosterrà un investimento iniziale pari al $50\% \cdot W_U$; realizzerà un ritorno sull'investimento annuale, sottoforma di dividendi, pari al $50\% \cdot U$. *Scenario B*) L'azienda decide di finanziarsi facendo ricorso ad una struttura mista *equity (E)* - debito (*D*). Si ipotizzi che a fronte della modifica avvenuta nella struttura finanziaria non vi siano cambiamenti nelle attività svolte dall'azienda, nella struttura degli

$$W_L = W_U$$

investimenti, nelle performance realizzate e nella politica dei dividendi. Si ipotizzi, inoltre, che gli utili (U) annualmente prodotti siano interamente distribuiti sottoforma di dividendi (Div_t). In questo caso il valore dell'azienda è pari al suo valore *levered*, in quanto indebitata, per cui è pari alla somma del valore dell'*equity* (E) e del valore del debito (D): $W_L = E + D$. In presenza di indebitamento si rende necessario considerare non solo il risultato netto d'esercizio, distribuito ai soci sottoforma di dividendi, ma anche il risultato d'esercizio ante pagamento degli interessi passivi (EBI), per tener conto degli oneri finanziari (I) sul debito. Si noti che l'EBI qui considerato non è differente rispetto all'EBI dello *Scenario A*) in quanto ciò che varia è il risultato netto, e quindi i dividendi, che in questo caso si riducono per effetto degli oneri finanziari sul debito. La remunerazione dei sottoscrittori di capitale di debito, come rappresentata dagli interessi passivi (I) per l'azienda, infatti, avviene antecedentemente alla remunerazione degli azionisti. Pertanto il dividendo (Div_t) percepito sarà pari alla differenza tra l'EBI e gli interessi passivi sul debito (I): $Div_t = EBI - I$. Si ipotizzi che l'azionista A decida di sottoscrivere il 50% del capitale dell'azienda. A fronte dell'investimento sostenuto l'azionista A riceverà ogni anno un flusso di reddito pari al 50% della differenza tra utili conseguiti a lordo degli interessi (EBI) e gli interessi passivi sul debito (I). Pertanto l'azionista A sottoscrivendo il 50% dell'azienda *levered*: sosterrà un investimento iniziale pari al $50\% \cdot E$; realizzerà un ritorno sull'investimento annuale, sottoforma di dividendi, pari al $50\% \cdot (EBI - I)$. *Scenario C*) L'azienda decide di finanziarsi facendo ricorso esclusivamente al capitale di rischio, *equity* (E). Il valore dell'azienda è pari al suo valore *unlevered* (W_U), in quanto non indebitata, e quindi pari al valore dell'*equity*. Si ipotizzi che gli utili (U) annualmente prodotti siano interamente distribuiti sottoforma di dividendi (Div_t). Si ipotizzi, inoltre, che l'azionista A decida di sottoscrivere il 50% del capitale dell'azienda e che non avendo le risorse finanziarie necessarie decida di indebitarsi personalmente: acquista dunque la partecipazione per metà (50%) con mezzi propri e per metà (50%) con debito sottoscritto a titolo personale. Si ipotizzi, infine, che il capitale di debito abbia il medesimo costo sia per l'azienda che per l'azionista privato: il tasso al quale l'azionista può indebitarsi è pari al tasso al quale l'azienda può indebitarsi. In questo caso l'azionista nell'acquistare la partecipazione il cui valore è pari al 50% del valore *unlevered* dell'azienda, ovvero pari al 50% del valore dell'*equity* (E), sosterrà un investimento per metà finanziato con risorse proprie e per metà finanziato con debito. Pertanto il valore del suo investimento sarà pari al 50% del valore *unlevered* dell'azienda (che ha acquistato) meno il 50% del debito contratto. A fronte dell'investimento sostenuto l'azionista A riceverà ogni anno un flusso di reddito pari al 50% degli utili realizzati dall'azienda a cui dovrà sottrarre, però, il 50% degli interessi (I) che l'azienda avrebbe dovuto sostenere in ipotesi di indebitamento pari al debito personale sottoscritto. Pertanto l'azionista A sottoscrivendo il 50% dell'azienda *unlevered*: sosterrà un investimento iniziale pari al $50\% \cdot W_U - 50\% \cdot D$; realizzerà un ritorno sull'investimento annuale, sottoforma di dividendi, pari a: $50\% \cdot U - 50\% \cdot I$ ovvero pari a $50\% \cdot (U - I)$. In presenza degli *Scenari B*) e *C*), i dividendi annuali percepiti dall'azionista A, che detiene una partecipazione pari al 50% del capitale dell'azienda, risultano uguali laddove: i dividendi nello *Scenario B*) sono annualmente pari a: $50\% \cdot (EBI - I)$; i dividendi nello *Scenario C*) sono annualmente pari a: $50\% \cdot (U - I)$. Nello *Scenario C*) l'azienda non è indebitata per cui l'utile realizzato (U) è pari all'EBI laddove gli oneri finanziari sul debito sono pari a zero. Conseguentemente i dividendi ricevuti sono i medesimi in entrambi gli scenari e sono pari a: $50\% \cdot (EBI - I)$. Se in entrambi gli scenari i dividendi percepiti sono i medesimi allora i due investimenti offrono il medesimo rendimento per cui il valore degli investimenti inizialmente sostenuti deve essere il medesimo; se ciò non fosse, infatti, si avrebbe una situazione di asimmetria per cui un investimento più costoso offrirebbe il medesimo rendimento di un investimento meno costoso. Poiché nessun investitore, a parità di rendimento, sosterrrebbe l'investimento più costoso, il suo prezzo immediatamente si ridurrebbe sino al riallineamento del costo dei due investimenti. Pertanto poiché: l'investimento nello *Scenario B*) è pari a: $50\% \cdot E$, l'investimento nel *Scenario C*) è pari a: $50\% \cdot W_U - 50\% \cdot D$, e poiché i due investimenti devono essere uguali, a fronte di uguali rendimenti, allora si ha che $50\% \cdot E = 50\% \cdot W_U - 50\% \cdot D$ e quindi $E = W_U - D$ da cui $W_U = E + D$. Ricordando che il valore dell'azienda *levered*, (W_L) ovvero indebitata, è pari alla somma del valore dell'*equity* (E) e del valore del debito (D) ovvero $W_L = E + D$ si ha quindi che $W_L = W_U$.

ovvero il valore dell'azienda *levered* è pari al valore dell'azienda *unlevered*⁵³. Pertanto il valore complessivo di mercato dell'azienda è pari al valore di mercato delle sue attività, indipendentemente dalle modalità di finanziamento⁵⁴. Si noti come il costo del

⁵³ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe evidenziano come “*Sebbene questo ragionamento possa sembrare astruso, esso si basa su un'intuizione decisamente semplice, che può essere spiegata come segue. Si supponga che il nostro risultato non sia valido. Per esempio, si ipotizzi che il valore dell'impresa indebitata sia effettivamente maggiore di quello dell'impresa priva di debito, cioè $V_L > V_U$. Il nostro arbitraggista, il signor Heiler, potrebbe indebitarsi personalmente e investire nel capitale dell'impresa priva di debito. Otterrebbe ogni anno lo stesso dividendo che otterrebbe se avesse investito nell'impresa indebitata a un costo minore, poiché $V_L > V_U$. La strategia non sarebbe esclusiva del signor Heiler. Dato $V_L > V_U$, nessun investimento razionale investirebbe mai nell'impresa indebitata. Chiunque desiderasse detenere azioni in essa, otterrebbe lo stesso rendimento, in valori assoluti, in modo più economico indebitandosi per finanziare un acquisto di azioni dell'impresa priva di debito. Il risultato di equilibrio sarebbe, naturalmente, che il valore dell'impresa indebitata scenderebbe e quello dell'impresa priva di debito salirebbe, fino a che $V_L = V_U$* ”, in Finanza aziendale, Il Mulino, Milano, 1997, pag. 509-510.

⁵⁴ La Proposizione I può anche essere dimostrata mediante ricorso alla formula del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* espressa come equivalente certo. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come “[...] via via che l'impresa aumenta la sua leva finanziaria, il rendimento atteso delle sue azioni aumenta in proporzione al beta del capitale netto. Ciò detto, non dovremmo stupirci di trovare che possiamo utilizzare il capital asset pricing model per ricavare la proposizione I di MM”, in Principi di finanza aziendale, 3ª ed., McGraw-Hill, 1999, pagg. 471-472. Per dimostrare la Proposizione I mediante CAPM, è possibile ripercorrere il ragionamento proposto da R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, Principi di finanza aziendale, 3ª ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pagg. 223-224 e pagg. 471-472. Preliminarmente si rende necessario esprimere il CAPM in termini di equivalente certo. Il valore attuale (VA) del flusso di

cassa atteso (FC) è pari a $VA = \frac{FC}{(1+r)}$. Da cui $1+r = \frac{FC}{VA}$ e quindi $r = \frac{FC}{VA} - 1$. In base al CAPM si ha

che $r = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$. Procedendo all'opportuna sostituzione si ha che $1+r = 1+r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$.

Poiché poi $1+r = \frac{FC}{VA}$ sostituendo si ha che $\frac{FC}{VA} = 1+r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$. Il coefficiente beta (β) è pari al rapporto tra la covarianza dei rendimenti attesi di mercato (r_m) ed i rendimenti attesi dell'attività considerata (r), e la varianza dei rendimenti di mercato: $\beta = \frac{\text{cov}(r_m; r)}{\text{var}(r_m)}$. Poiché r indica il rendimento

atteso e poiché questo è funzione del rischio e del costo finanziario del tempo è quindi pari al tasso di

attualizzazione: $r = \frac{FC}{VA} - 1$. Sostituendo si ha che $\beta = \frac{\text{cov}(r_m; \frac{FC}{VA} - 1)}{\text{var}(r_m)}$. Poiché il flusso di cassa atteso (FC)

è per sua stessa natura incerto allora covaria con i rendimenti attesi del mercato (r_m); il valore attuale (VA) non covaria con i rendimenti di mercato. Dunque il coefficiente beta è pari a $\beta = \frac{\text{cov}(r_m; FC)}{VA \cdot \text{var}(r_m)}$.

Sostituendo nella espressione generale il coefficiente beta come determinato si ha che $\frac{FC}{VA} = 1+r_f + \frac{\text{cov}(r_m; FC)}{VA \cdot \text{var}(r_m)} \cdot (r_m - r_f)$ e quindi $\frac{FC}{VA} = 1+r_f + \frac{\text{cov}(r_m; FC)}{VA} \cdot \frac{(r_m - r_f)}{\text{var}(r_m)}$. Il rapporto $\frac{(r_m - r_f)}{\text{var}(r_m)}$ indica

il premio per il rischio di mercato atteso per unità di varianza, meglio noto come *prezzo di mercato per il rischio*, ed è sovente indicato con il simbolo lambda (λ). Pertanto introducendo lambda si ha che $\frac{FC}{VA} = 1+r_f + \frac{\text{cov}(r_m; FC)}{VA} \cdot \lambda$. Risolvendo, poi, per il valore attuale si ha che $VA = \frac{FC - \lambda \cdot \text{cov}(r_m; FC)}{1+r_f}$. Questo

è il CAPM espresso in termini di equivalente certo. Sul punto R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come il CAPM espresso in forma di equivalente certo “[...] ci dice che se l'attività è priva di

capitale d'azienda è indipendente dalla struttura finanziaria, esprime il tasso di capitalizzazione del rendimento atteso delle attività operative ed è stimato in ragione del rischio operativo della classe di appartenenza dell'azienda.

Nella Proposizione I centrale è l'assunto in base al quale gli individui privatamente possano indebitarsi alle medesime condizioni dell'azienda riproducendone, dunque, gli effetti dell'indebitamento aziendale. Ciò implica la possibilità per l'investitore di

rischio, $\text{cov}(\tilde{C}_1, \tilde{r}_m)$ è uguale a zero e semplicemente attualizziamo C_1 con il tasso privo di rischio. Ma se l'attività è rischiosa, occorre attualizzare l'equivalente certo di C_1 . Ciò che dobbiamo togliere da C_1 dipende dal prezzo di mercato del rischio e dalla covarianza tra i flussi di cassa del progetto e il rendimento del mercato [...]. Si noti come C_1 indica i flussi di cassa attesi che nella presente dimostrazione sono stati indicati con il simbolo FC. Si ricorda che il valore attuale, oltre a poter essere determinato attualizzando il flusso di cassa atteso ad un tasso che esprime il rischio ed il costo finanziario del tempo, può anche essere ottenuto attualizzando il flusso di cassa equivalente certo (FCC). In questo caso, però, il tasso di attualizzazione deve esprimere unicamente il costo finanziario del tempo. E' possibile, dunque, far ricorso al tasso *free-risk* (r_f) quale tasso di attualizzazione. Pertanto il valore attuale è pari a $V_A = \frac{FCC}{(1+r_f)}$. A questo punto si riconsideri il CAPM espresso in termini di equivalente certo. Se l'attività

non presenta rischio la covarianza è pari a zero per cui il flusso di cassa è certo e, quindi, il tasso di attualizzazione è pari al tasso *free-risk*. Viceversa se l'attività presenta un profilo di rischio allora il flusso di cassa è atteso. Poiché al denominatore si ha il tasso *free-risk* si rende necessario esprimere il flusso di cassa atteso in termini di flusso di cassa equivalente certo laddove solo questo può essere attualizzato al tasso *free-risk*. In tal senso si rende necessario sottrarre al flusso di cassa atteso una quantità che dipende dal prezzo di mercato del rischio e dalla covarianza tra i flussi di cassa dell'attività e il rendimento del mercato. Pertanto in entrambi i casi si ha che $V_A = \frac{FC - \lambda \cdot \text{cov}(r_m; FC)}{1+r_f} = \frac{FC}{1+r_f} = \frac{FCC}{1+r_f}$. Espresso il CAPM in

termini di equivalente certo, è possibile dimostrare la Proposizione I. Al fine di semplificare il calcolo si assuma che il debito non presenti profilo di rischio. Se consideriamo una struttura finanziaria costituita esclusivamente da equity, il valore dell'azienda (W) è pari al valore *unlevered* (W_U) e, quindi, al valore dell'equity (W_E). Detto valore è funzione del valore dell'azienda al tempo t considerato (W_t). In base al CAPM, come espresso in termini di equivalente certo, il valore dell'azienda *unlevered* (W_U) è pari a $W_U = \frac{W_t - \lambda \cdot \text{cov}(r_m; W_t)}{1+r_f}$. Si assuma, invece, che l'azienda decida di finanziarsi in parte con equity ed in

parte con debito. Si assuma, inoltre, che l'azienda si indebiti ad un tasso *free-risk* per cui il debito (D) non presenta profilo di rischio. Al tempo t per ottenere il valore dell'equity dovrà sottrarsi al valore dell'azienda (W_t) il valore del debito da restituire e degli interessi maturati ovvero $W_t - D \cdot (1+r_f)$.

Pertanto il valore dell'equity (W_E) è pari a $W_E = \frac{W_t - D \cdot (1+r_f) - \lambda \cdot \text{cov}[r_m; W_t - D \cdot (1+r_f)]}{1+r_f}$. Poiché $D \cdot (1+r_f)$ è certo, non influisce sulla covarianza per cui si ha che $\text{cov}[r_m; W_t - D \cdot (1+r_f)] = \text{cov}(r_m; W_t)$.

Sostituendo nella espressione si ha che $W_E = \frac{W_t - D \cdot (1+r_f) - \lambda \cdot \text{cov}(r_m; W_t)}{1+r_f}$ da cui

$W_E = \frac{W_t - \lambda \cdot \text{cov}(r_m; W_t)}{1+r_f} - D$. Trattandosi di azienda indebitata, il suo valore (W_A) è pari al valore

levered (W_L). Per ottenere il valore *levered* si rende necessario sommare al valore dell'equity (W_E) il valore del debito per cui si ha che $W_L = \frac{W_t - \lambda \cdot \text{cov}(r_m; W_t)}{1+r_f} - D + D$ e quindi $W_L = \frac{W_t - \lambda \cdot \text{cov}(r_m; W_t)}{1+r_f}$.

Pertanto il valore *levered* dell'azienda (W_L) è pari al valore *unlevered* dell'azienda (W_U): il valore dell'azienda indebitata è pari al valore dell'azienda non indebitata. E' dunque dimostrata la Proposizione I.

traslare il problema della struttura finanziaria dall'azienda alla sfera privata stabilendo il mix equity-debito del proprio investimento⁵⁵.

Con la Proposizione II Modigliani-Miller affermano che la struttura finanziaria non incide sul costo del capitale d'azienda. All'aumentare del livello di indebitamento, infatti, si generano due effetti contrapposti che, per intensità e direzione, si annullano senza determinare variazioni significative del costo del capitale: da un lato, il costo del capitale tende a ridursi per effetto della sostituzione di quota-parte dell'equity con debito in ragione del minor costo del secondo rispetto al primo; dall'altro lato, il costo del capitale tende ad aumentare per effetto del maggiore costo della quota-parte di equity non sostituito con debito per effetto dell'incremento del livello di rischio dell'azienda⁵⁶.

Sinteticamente è possibile esprimere la Proposizione II come segue: *la struttura finanziaria non incide sul costo del capitale in quanto il rendimento richiesto sull'equity è funzione lineare del rapporto tra equity e debito*⁵⁷.

⁵⁵ In presenza di azienda non indebitata, l'azionista può decidere di finanziare parte del proprio investimento in equity mediante ricorso al capitale di debito a titolo personale. In tal senso trasforma, di fatto, l'investimento in un'azienda *unlevered* in un investimento personale *levered*. La traslazione ha come effetto la neutralità della struttura finanziaria sulla dinamica del valore dell'azienda. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come "*Finché gli investitori possono dare o prendere a prestito personalmente alle stesse condizioni praticate alle imprese, possono neutralizzare gli effetti di qualsiasi modificazione nella loro struttura finanziaria. Ecco il punto fondamentale sul quale si basa la famosa proposizione I di M&M: il valore di mercato di qualsiasi impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria*", in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1990, pag. 453; V.Comito evidenzia come "*La principale linea di argomentazione dei due autori, in particolare per quanto riguarda la prima proposizione, è che, nell'ipotesi di mercati perfetti, per l'investitore la struttura di capitale non ha importanza; questo perché lo stesso investitore può trasformare il suo investimento in un'impresa portandolo a qualsiasi mix di debito e mezzi propri che egli preferisca. Se l'impresa non usa debiti e si finanzia totalmente con il capitale azionario e l'investitore desidera invece una posizione "leveraged" (con la presenza d'indebitamento), egli può farlo con l'uso d'indebitamento "home made" (fatto in casa). Similmente se l'impresa usa il debito e il singolo investitore desidera invece una posizione senza debiti, può farlo operando adeguatamente sul mercato*", in Idee e Capitale, Isedi, Torino, 2001, pag. 180. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe evidenziano come "*Il risultato di MM dipende dall'assunzione che gli individui possano indebitarsi allo stesso tasso delle società. Se, al contrario, gli individui possono prendere a prestito soltanto a un tasso superiore, si potrebbe dimostrare con facilità che le società possono aumentare il valore dell'impresa indebitandosi*", in Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pag. 514.

⁵⁶ In termini generali ciò che si risparmia a seguito della riduzione "quantitativa" dell'equity lo si recupera in termini "qualitativi" in ragione dell'incremento di costo della quota-parte di equity non sostituita da debito per effetto del maggior rischio associato all'azienda. Così operando Modigliani-Miller evidenziano la relazione tra rischio e rendimento sull'equity sviluppata nel Capital Asset Pricing Model (CAPM). S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe evidenziano come "*[...] MM sostengono che il costo totale del capitale per l'impresa non può essere ridotto se si sostituisce il capitale azionario con il debito, anche se quest'ultimo appare più a buon mercato. La ragione di ciò risiede nel fatto che, quando l'impresa aggiunge debito, il capitale azionario restante diventa più rischioso. All'aumentare di questo rischio, cresce il suo costo. L'incremento nel costo del capitale azionario restante controbilancia il risparmio di costo legato al fatto che una maggior proporzione dell'impresa è finanziata tramite debito. In effetti, MM dimostrano che i due effetti si bilanciano perfettamente, cosicché sia il valore dell'impresa che il costo complessivo del capitale (sia azionario che di debito) sono indipendenti dall'indebitamento*", in Finanza aziendale, il Mulino, Milano, 1997, pag. 525.

⁵⁷ V.Comito, con riferimento alla Proposizione II, evidenzia come "*Il costo del capitale non è anch'esso in alcun modo influenzato dal livello rispettivo dei debiti e dei mezzi propri; infatti, all'aumentare del*

In termini analitici è possibile esprimere la Proposizione II come segue⁵⁸:

livello d'indebitamento, mentre da una parte il costo del capitale tende a diminuire perché il debito costa meno dei mezzi propri, dall'altra aumenta però in misura proporzionale il costo degli stessi mezzi propri, dal momento che con l'aumento dell'indebitamento l'investitore, percependo un aumento parallelo del livello di rischio dell'impresa, è portato a chiedere un livello più alto di redditività sui mezzi propri", in Idee e Capitali, Isedi, Torino, 2001, pag. 180. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, con riferimento alla Proposizione II, evidenziano come "[...] MM ipotizzano che il rendimento atteso sul capitale azionario sia positivamente correlato all'indebitamento, poiché il rischio del capitale proprio aumenta con l'indebitamento" e analizzando l'equazione di riferimento affermano "[...] che il rendimento richiesto sul capitale azionario è una funzione lineare del rapporto debito-mezi propri dell'impresa [...] Quando l'impresa aumenta il rapporto debito-mezi propri, ogni dollaro di capitale azionario subisce l'effetto di leva del debito addizionale. Questo accresce il rischio del capitale azionario e di conseguenza il rendimento richiesto [...] su di esso", in Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 516 e 518-519. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come "Ecco la proposizione II di M&M: il tasso di rendimento atteso delle azioni ordinarie di un'impresa indebitata aumenta in proporzione al rapporto debito/capitale netto (D/E) espresso in valori di mercato. Il tasso di aumento dipende dalla differenza fra r_A , il tasso di rendimento atteso di un portafoglio comprendente tutti i titoli dell'impresa, e r_D , il rendimento atteso del debito. Osservate che $r_E=r_A$ se l'impresa non è indebitata", in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 458.

⁵⁸ Dove: K_E indica il costo dell'equity levered, ovvero il costo dell'equity in presenza di indebitamento, per cui misura il rendimento atteso dagli investitori in equity per flussi levered; K_A indica il costo dell'equity unlevered, ovvero il costo dell'equity in assenza di indebitamento, per cui misura il rendimento atteso dagli investitori in equity per flussi unlevered; K_D indica il costo del debito; D ed E indicano, rispettivamente, il valore di mercato del debito e dell'equity. Al fine di dimostrare la Proposizione II può essere utile ripercorrere il ragionamento proposto da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 516-517. In assenza di imposte societarie e valide tutte le assunzioni poste da Modigliani-Miller, una delle conseguenze della Proposizione I è che il costo medio ponderato del capitale è una costante per l'azienda indipendentemente dalla struttura finanziaria. Se il valore degli asset è costante, ovvero il valore dell'azienda non dipende dalla struttura finanziaria, allora il tasso di attualizzazione impiegato è indipendente dal rapporto equity-debito. Poiché ad essere considerati sono i flussi della gestione operativa, allora il tasso da impiegare in sede di attualizzazione è il WACC che in assenza di imposte societarie è pari a: $WACC = \frac{E}{E+D} \cdot K_E + \frac{D}{E+D} \cdot K_D$.

Si noti come tanto il costo del debito quanto il costo dell'equity per l'azienda esprimono il rendimento atteso dagli investitori e sono valori stimati per cui il costo medio ponderato del capitale è un valore atteso. In presenza di un'azienda non indebitata, unlevered, il costo del capitale d'azienda è pari al costo del dell'equity unlevered (K_A). In un mondo senza imposte, per un'azienda non indebitata, K_A è sempre pari a WACC. In presenza di indebitamento, posto K_A pari al WACC, si ha che $WACC = K_A = K_E \cdot \frac{E}{E+D} + K_D \cdot \frac{D}{E+D}$ e quindi $K_A = K_E \cdot \frac{E}{E+D} + K_D \cdot \frac{D}{E+D}$. E' possibile ora risolvere

l'equazione per il costo dell'equity levered (K_E). Moltiplicando primo e secondo membro per $\frac{E+D}{D}$, si

ha che $K_A \cdot \frac{E+D}{D} = K_E \cdot \frac{E}{E+D} \cdot \frac{E+D}{D} + K_D \cdot \frac{D}{E+D} \cdot \frac{E+D}{D}$, da cui $K_A \cdot \frac{E}{D} + K_A \cdot \frac{D}{D} = K_E \cdot \frac{E}{D} + K_D$, da cui

$K_E \cdot \frac{E}{D} = K_A \cdot \frac{E}{D} + K_A - K_D$, da cui $K_E = K_A \cdot \frac{E}{D} \cdot \frac{D}{E} + K_A \cdot \frac{D}{E} - K_D \cdot \frac{D}{E}$, da cui

$K_E = K_A + (K_A - K_D) \cdot \frac{D}{E}$. Pertanto la Proposizione II definisce il rendimento atteso sull'equity levered in

ragione dell'indebitamento. E' possibile seguire anche il ragionamento proposto da M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 72-75, i quali evidenziano come se vale la legge di conservazione del valore (in assenza di imposte, il valore complessivo dell'azienda è funzione dei flussi operativi che essa è in grado di generare nel tempo per cui è del tutto irrilevante come detti flussi siano, di poi, ripartiti tra i diversi finanziatori) le variazioni del rapporto di indebitamento non possono modificare il valore degli asset. Se il valore degli asset resta costante, allora il tasso di attualizzazione dei

$$K_E = K_A + (K_A - K_D) \cdot \frac{D}{E}$$

La Proposizione II evidenzia come il costo dell'equity⁵⁹ in presenza di indebitamento è funzione lineare del rapporto debito-equity⁶⁰: il costo dell'equity *levered* è pari al costo dell'equity *unlevered* a cui deve essere sommato un premio proporzionale all'incremento di rischio dell'azienda per effetto del debito⁶¹.

flussi di cassa operativi, il WACC, non può essere influenzato dal rapporto tra equity e debito. Se il WACC è indipendente dalla struttura finanziaria esso misura esclusivamente il rendimento richiesto dal mercato in funzione del profilo di rischio operativo caratterizzante l'attività dell'azienda. In assenza di imposte societarie, il costo medio ponderato del capitale (WACC) non cambia in funzione del rapporto di indebitamento; inoltre in assenza di indebitamento il WACC deve corrispondere al rendimento richiesto dai sottoscrittori di equity per cui è pari al $K_{E(\text{Unlevered})}$: $WACC = K_{E(\text{Unlevered})} = K_{EU}$. Ricordando

l'equazione del WACC, si ha che $WACC = K_{EU} = K_{EL} \cdot \frac{E}{E+D} + K_D \cdot \frac{D}{E+D}$. Si noti come mentre in assenza di indebitamento K_{EU} indica il costo dell'equity *unlevered* per cui misura il rendimento atteso dagli investitori in equity per flussi *unlevered*, in presenza di indebitamento K_{EL} indica il costo dell'equity *levered* per cui misura il rendimento atteso dagli investitori in equity per flussi *levered*. Ponendo K_{EL} quale incognita dell'equazione e sviluppando secondo il medesimo procedimento illustrato precedentemente, si ha che $K_{EL} = K_{EU} + (K_{EU} - K_D) \cdot \frac{D}{E}$. Pertanto in assenza di imposte societarie, il

valore di K_{EL} è conseguenza diretta della legge di conservazione del valore.

⁵⁹ Il costo dell'equity per l'azienda esprime il rendimento atteso dagli investitori in equity.

⁶⁰ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe evidenziano come “[...] il rendimento richiesto sul capitale azionario è una funzione lineare del rapporto debito-mezzi propri dell'impresa”, in Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pag. 518. A.Salvi evidenzia come “[...] Il valore complessivo dell'azienda [...] di per se stesso non è legato alla modalità di finanziamento adottata e cioè: $V_L = V_U$. La [...] è la prima proposizione di MM in assenza di imposte. Essa afferma che, in un mondo privo di imposte e di altre imperfezioni, il valore dell'impresa indebitata (*levered*) è esattamente uguale al valore di un'impresa priva di debito o *all-equity* (*unlevered*). L'insensibilità dei flussi totali al rapporto di indebitamento equivale ad affermare che il costo medio ponderato del capitale (WACC) aziendale non cambia, qualunque sia il rapporto di indebitamento. Come è possibile ottenere un WACC costante se k_D è anch'esso costante (a causa dell'ipotesi di assenza di fallimento) e dunque aumentando il rapporto di indebitamento ci aspetteremmo una diminuzione costante del costo medio del capitale? La risposta è nella seconda proposizione di MM in assenza di imposte la quale afferma che il costo del capitale azionario di equilibrio è dato dalla seguente relazione: $K_E = K_{EU} + (K_{EU} - K_D) \cdot \frac{D}{E}$. La [...] è l'equazione

di una retta con intercetta K_{EU} – costo del capitale azionario di un'azienda finanziaria esclusivamente con capitale azionario (azienda *unlevered*) – e coefficiente angolare $(K_{EU} - K_D)$. Poiché K_{EU} è influenzato principalmente dal rischio operativo [...] dell'azienda – rischio che è ragionevole ipotizzare non influenzato dalla politica di indebitamento – l'inclinazione positiva della retta riflette la circostanza secondo cui incrementando progressivamente il rapporto di indebitamento, l'azionista si fa carico anche di un rischio finanziario crescente e quindi pretenderà una remunerazione più elevata”, in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2ª ed., Egea, Milano, 2004, pagg. 453-454.

⁶¹ Si noti come questa equazione ricordi l'equazione della leva finanziaria come espressa in ragione degli indicatori economici: $ROE = ROI + (ROI - Of) \cdot \frac{D}{E}$. Entrambe le equazioni evidenziano una relazione lineare

tra rendimento atteso dagli investitori in equity e la struttura finanziaria data dal rapporto D/E dove l'inclinazione della retta dipende dal differenziale in parentesi. La differenza tra le due equazioni risiede nella diversa natura dei parametri: mentre la prima fa riferimento ai rendimenti attesi dagli investitori, la seconda fa riferimento agli indicatori di redditività. Sul punto M.Massari, L.Zanetti evidenziano come

Poiché il costo dell'equity esprime il rendimento atteso dai sottoscrittori di equity, è possibile esprimere la Proposizione II come segue⁶²:

$$R_E = R_A + (R_A - R_D) \cdot \frac{D}{E}$$

L'effetto del rapporto di indebitamento sul rischio dell'azienda può essere espresso anche in termini di beta⁶³ come segue⁶⁴:

“[...] Il confronto tra le due formule pone in evidenza un corollario fondamentale della legge della conservazione del valore: l'aumento della redditività attesa provocato dall'effetto leva è bilanciato esattamente dall'incremento del tasso di rendimento richiesto dagli investitori in funzione del rischio. Si può così concludere che l'effetto leva è irrilevante sulla ricchezza degli azionisti: il leverage non crea né distrugge valore”. Con riferimento alla costanza del costo del debito, poi, evidenziano come “[...] Il fatto che [...] K_D sia costante può essere giustificato qualora anche nello scenario più sfavorevole i flussi generati dall'area operativa (FCFO) consentano il servizio del debito, per ogni livello di indebitamento. Se tale assunto viene rimosso, più realisticamente il costo del debito dovrà aumentare in funzione del grado di leva. La legge della conservazione del valore e le formule da essa derivate rimangono comunque egualmente valide. In tal caso una quota-parte del rischio d'impresa viene, infatti, assunta dai creditori finanziari. Di conseguenza, dato un certo rischio operativo, il fatto che esso venga spartito tra azionisti e creditori finanziari farà sì che l'aumento di K_D sia bilanciato da un incremento di K_{EL} minore rispetto alquanto evidenziato [...] nella quale si assume, invece, che il rischio d'impresa gravi esclusivamente in capo agli azionisti”, in Valutazione, 2ª ed., McGraw-Hill, 2008, pag. 74.

⁶² Dove: R_A indica il rendimento atteso sull'equity *unlevered* in assenza di indebitamento dell'azienda ed è definito in ragione della classe di rischio di appartenenza dell'azienda con riferimento ai flussi di rendimento operativi; R_E indica il rendimento atteso sull'equity *levered* in presenza di indebitamento dell'azienda; R_D indica il rendimento atteso dai sottoscrittori di debito; E e D indicano rispettivamente il livello di debito e di equity espressi a valori di mercato. S.C.Myers, S.Sandri, evidenziamo come “Supponiamo che un investitore possieda tutto il debito e tutto il capitale netto di una società. Questo investitore avrà diritto a tutti i redditi operativi dell'impresa, quindi il rendimento atteso del suo portafoglio sarà uguale a r_A . Il rendimento atteso di un portafoglio è pari alla media ponderata dei rendimenti attesi dei singoli titoli. Quindi, il rendimento atteso del portafoglio composto da tutti i titoli dell'impresa è: $r_A = \left(\frac{D}{D+E} \cdot r_D\right) + \left(\frac{E}{D+E} \cdot r_E\right)$. Questa equazione può essere trasformata in modo da ottenere r_E , ossia il rendimento atteso del capitale netto di un'impresa indebitata: $r_E = r_A + \frac{D}{E} \cdot (r_A - r_D)$ ”, in Principi di finanza aziendale, 3ª ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 458.

Sul punto si veda anche J.Berk, P.DeMarzo, Finanza aziendale 1, Pearson, Milano, 2008, pagg. 450-451.

⁶³ La relazione tra coefficiente beta del debito e coefficiente beta dell'equity è stata sviluppata da: R.Hamada, The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, in Journal of Finance, 27, 1972, pagg. 435-452; e da M.Rubinstein, A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory, in Journal of Finance, 28, 1973, pagg. 167-181. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come “[...] Così come il rendimento atteso delle attività dell'impresa corrisponde alla media ponderata del rendimento atteso dei singoli titoli, analogamente il beta delle attività dell'impresa è una media ponderata dei beta di tutti i singoli titoli”, in Principi di finanza aziendale, 3ª ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 460.

⁶⁴ Il beta di un portafoglio è pari alla media ponderata dei beta dei titoli che ve ne fanno parte. Pertanto il beta dell'equity *unlevered* (β_A) è pari alla media ponderata del beta dell'equity *levered* (β_E) e del beta del debito (β_D) dove i pesi di ponderazione sono funzione dell'incidenza rispettivamente dell'equity e del debito nella struttura finanziaria: $\beta_A = \beta_E \cdot \frac{E}{E+D} + \beta_D \cdot \frac{D}{E+D}$. Risolvendo l'equazione per il

$$\beta_E = \beta_A + (\beta_A - \beta_D) \cdot \frac{D}{E}$$

Le tre equazioni ivi indicate originano dal medesimo principio di proporzionalità diretta tra rischio, rendimento atteso dagli investitori e costo del capitale per l'azienda⁶⁵. Modigliani-Miller, infatti, anticipando la relazione di proporzionalità diretta esistente tra rischio e rendimento, evidenziano come l'aumento del rischio è controbilanciato da un incremento del rendimento atteso dagli investitori che per l'azienda si traduce in incremento del costo del capitale. I due Studiosi, infatti, non differenziando il costo dal rendimento atteso sull'equity, giungono all'indifferenza del rapporto di *leverage* sostenendo che il rischio generato dall'incremento di debito si traduce in un maggior rendimento atteso per gli investitori in equity⁶⁶.

In un secondo momento Modigliani-Miller rimuovono l'ipotesi dell'assenza di imposte societarie lasciando invariate le altre assunzioni a base delle Proposizioni.

In presenza di fiscalità d'impresa la ricchezza generata dall'azienda deve essere ripartita tra azionisti, obbligazionisti e Stato.

La deducibilità fiscale degli oneri finanziari sul debito, meglio noto come scudo fiscale, consente di ridurre la quota-parte di ricchezza generata dall'azienda e destinata allo Stato a vantaggio dei sottoscrittori di equity: fermo restando il valore delle attività aziendali ed il valore da riconoscere ai sottoscrittori di debito in ragione della non

coefficiente beta dell'equity *levered* (β_E) si ha che: $\beta_E = \beta_A + \frac{D}{E} \cdot (\beta_A - \beta_D)$. R.A.Brealey, S.C.Myers,

S.Sandri, evidenziano come “[...] gli investitori richiedono rendimenti maggiori da un'azione di un'impresa indebitata. Il rendimento richiesto aumenta semplicemente per adeguarsi al rischio al maggior rischio”, in *Principi di finanza aziendale*, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 461. J.Berk, P.DeMarzo evidenziano come “[...] Il beta unlevered misura il rischio di mercato dell'impresa non indebitata ed equivale al beta delle attività aziendali. Esso misura il rischio di mercato dei vari business in cui l'impresa opera, ignorando qualsiasi ulteriore rischio correlato all'indebitamento. Allo stesso modo in cui si usa il WACC per stimare il costo del capitale di un progetto, se si vuole stimare il beta unlevered di un progetto d'investimento occorre basare la stima sui beta di imprese con investimenti comparabili. Quando un'impresa cambia la sua struttura finanziaria senza cambiare i suoi investimenti, il suo beta unlevered rimane inalterato. Il beta del capitale proprio invece cambia, per riflettere l'effetto del cambiamento della struttura finanziaria sul rischio”, in *Finanza aziendale 1*, Pearson, Milano, 2008,

pag. 456. Se il debito ha rischio nullo, il suo beta è pari a zero per cui si ha: $\beta_E = \beta_A + \frac{D}{E} \cdot \beta_A$ ovvero

$\beta_E = \left(1 + \frac{D}{E}\right) \cdot \beta_A$. J.Berk, P.DeMarzo evidenziano come “[...] il ricorso all'indebitamento aumenta il

rischio di mercato complessivo delle attività dell'azienda, β_U [per noi β_A], aumentando il rischio di mercato del capitale proprio. Questo effetto dell'indebitamento sul beta spiega perché imprese dello stesso settore, ma con diverse strutture del capitale, possono avere coefficienti beta del capitale proprio molto diversi, anche se il rischio di mercato dei loro business è molto simile”. L'equazione “[...] è valida solo quando il debito dell'impresa è privo di rischio. Se il debito è invece rischioso, il suo beta sarà maggiore di zero, in quanto ci sarà maggiore probabilità che l'impresa risulti inadempiente durante un periodo di recessione. I coefficienti beta del debito possono assumere valori elevati nel caso di imprese molto indebitate”, in *Finanza aziendale 1*, Pearson, Milano, 2008, pag. 456.

⁶⁵ All'aumentare del rischio percepito dall'investitore aumenta il rendimento da questi richiesto e, dunque, aumenta il costo del capitale per l'azienda.

⁶⁶ N.Miglietta, *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino, 2004, pagg. 25-26.

variazione nel livello di rischio, la riduzione della quota-parte di valore da destinare allo Stato si traduce in incremento della quota-parte di valore destinata ai sottoscrittori di *equity*.

I risultati a cui giungono Modigliani-Miller introducendo le imposte societarie nelle Proposizioni, possono essere sintetizzati come segue⁶⁷:

- a) il valore di un'azienda indebitata è superiore al valore di un'azienda non indebitata in ragione della deducibilità degli oneri finanziari sul debito: il valore dell'azienda *levered* è pari al valore dell'azienda *unlevered* a cui deve sommarsi il valore del beneficio fiscale⁶⁸. Poiché il vantaggio aumenta all'aumentare del livello di indebitamento, il valore dell'azienda è massimo in presenza di una struttura finanziaria costituita esclusivamente da debito⁶⁹;
- b) il costo dell'*equity* aumenta al crescere dell'indebitamento ma in misura inferiore rispetto all'ipotesi di assenza di imposte. In altre parole in presenza di indebitamento l'incremento del costo dell'*equity*, a seguito del maggior rischio associato all'azienda, non è sufficiente a controbilanciare l'effetto positivo del minor costo del capitale di debito in ragione dello scudo fiscale. Anche in questo caso il costo del capitale è minimo in presenza di una struttura finanziaria costituita esclusivamente da debito⁷⁰.

Modigliani-Miller, pertanto, affermano che in presenza di imposte societarie il valore dell'azienda *levered* (W_L) è pari alla somma del valore dell'azienda *unlevered* (W_U) e del valore del beneficio fiscale connesso alla deducibilità degli oneri finanziari sul debito. In termini analitici⁷¹:

⁶⁷ Ipotizzare un livello di indebitamento pari al 100% è, chiaramente, un paradosso teorico volto ad esaltare gli effetti dei benefici fiscali connessi al debito. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe evidenziano come “*Modigliani e Miller dimostrano che il valore dell'impresa, in presenza di imposte sul reddito delle persone giuridiche, aumenta all'aumentare dell'indebitamento. Dato che questo implica che tutte le imprese dovrebbero scegliere il livello massimo di indebitamento, la teoria non individua il loro effettivo comportamento nel mondo reale*”, in Finanza aziendale, Il Mulino, Milano, 1997, pag. 562.

⁶⁸ Lo scudo fiscale (SF) è pari al prodotto tra l'aliquota di imposta societaria (t_c) e l'ammontare degli oneri finanziari connessi al debito (O_f): $SC = t_c \cdot O_f$. Al fine di stimare il valore del beneficio fiscale connesso al debito, si rende necessario calcolare il valore attuale dei flussi di risparmio prospettici attesi derivanti dallo scudo fiscale.

⁶⁹ V.Comito evidenzia come “[...] introducendo le imposte sulle società, il valore di un'impresa indebitata è superiore a quello di un'impresa non indebitata, dal momento che gli interessi sono una spesa deducibile e concorrono così a ridurre il carico fiscale; alla fine il livello di reddito operativo netto disponibile per i creditori e gli azionisti è più grande di prima, Poiché il vantaggio aumenta all'aumentare dell'indebitamento, il valore dell'impresa cresce costantemente, sino a raggiungere il massimo intorno al 100% di indebitamento”, in Idee e Capitali, Isedi, Torino, 2001, pag. 182.

⁷⁰ V.Comito evidenzia come “[...] le imposte modificano anche il costo del capitale delle imprese; in presenza delle imposte, il costo dei mezzi propri cresce con l'indebitamento, ma cresce a un tasso inferiore a quello di un mondo senza imposte. Anche su questofronte quindi il costo del capitale sarà minimo intorno al 100% d'indebitamento”, in Idee e Capitali, Isedi, Torino, 2001, pag. 182.

⁷¹ In assenza di indebitamento il reddito imponibile è pari all'*EBIT*: poiché gli oneri finanziari sono pari a zero, l'*EBIT* è pari all'*EBT* ovvero all'utile ante-imposte. Se si assume che l'*EBIT* sia costante nel tempo e che non vi sia autofinanziamento, per cui ogni anno tutti gli utili conseguiti sono distribuiti sottoforma di dividendi, gli azionisti riceveranno un flusso di cassa annuale (*FCFE*) perpetuo nel tempo. Assumendo, inoltre, che non vi sia altra materia imponibile oltre l'*EBIT*, se l'aliquota d'imposta societaria è pari a t_c , le imposte societarie complessive T_c che gravano sull'azienda sono pari a: $T_c = EBIT \cdot t_c$. Pertanto l'utile (*U*) conseguito destinato ad essere distribuito agli azionisti sottoforma di dividendi è pari a: $U = EBIT - T_c$

$$W_L = W_U + W_T$$

L'equazione, che rielabora la Proposizione I in presenza di imposte societarie, evidenzia come il valore *levered* dell'azienda sia superiore al valore *unlevered* dell'azienda per effetto del valore dello scudo fiscale connesso agli oneri finanziari sul debito⁷². Pertanto all'aumentare del livello di indebitamento aumenta il valore *levered* dell'azienda.

Con riferimento al costo del capitale d'azienda, in presenza di imposte societarie, Modigliani-Miller affermano che il costo dell'equity è positivamente correlato al grado di indebitamento. In termini analitici⁷³:

ovvero $U = EBIT - EBIT \cdot t_c$ e quindi $U = EBIT \cdot (1 - t_c)$. In assenza di indebitamento l'*EBIT* è pari all'*EBT*, per cui l'utile può anche essere espresso come segue: $U = EBT \cdot (1 - t_c)$. Pertanto il flusso di cassa disponibile per gli azionisti, ovvero il flusso di cassa *unlevered*, è pari a: $FC_{Unlevered} = EBIT \cdot (1 - t_c)$. Se si assume che l'azienda sia indebitata, il reddito imponibile è pari all'*EBT* ovvero all'*EBIT* al netto degli oneri finanziari (*Of*) per cui si ha che: $EBT = EBIT - Of$. Gli oneri finanziari (*Of*) sono pari al valore di mercato del capitale di debito (*D*) per il relativo costo (K_D) ovvero: $Of = K_D \cdot D$. Pertanto il reddito imponibile (*EBT*) è pari a: $EBT = EBIT - Of$ e quindi $EBT = EBIT - K_D \cdot D$. Le imposte societarie (T_c) che gravano sull'azienda in presenza dell'aliquota fiscale (t_c) sono pari a: $T_c = EBT \cdot t_c$ ovvero $T_c = (EBIT - Of) \cdot t_c$ e quindi $T_c = (EBIT - K_D \cdot D) \cdot t_c$. Pertanto l'utile (*U*) complessivo destinato agli azionisti è pari a: $U = EBT - T_c$ ovvero $U = EBT - EBT \cdot t_c$ ovvero $U = EBIT - K_D \cdot D - (EBIT - K_D \cdot D) \cdot t_c$ e quindi $U = (EBIT - K_D \cdot D) \cdot (1 - t_c)$. Il flusso di cassa generato dalla gestione e destinato alla remunerazione di tutti gli investitori, siano essi sottoscrittori di equity che di debito, ovvero il flusso di cassa *levered*, è pari a: $FC_{Levered} = EBIT \cdot (1 - t_c) + K_D \cdot D \cdot t_c$. Se si confronta il flusso di cassa *unlevered*, pari a $FC_{Unlevered} = EBIT \cdot (1 - t_c)$, ed il flusso di cassa *levered*, pari a $FC_{Levered} = EBIT \cdot (1 - t_c) + K_D \cdot D \cdot t_c$, la differenza pari a $K_D \cdot D \cdot t_c$ è lo *scudo fiscale* ed indica il vantaggio fiscale legato all'indebitamento. E' infatti il flusso di cassa sottratto all'erario per effetto della deducibilità degli oneri finanziari. Se si assume che il rischio connesso al flusso di cassa derivante dallo scudo fiscale ($K_D \cdot D \cdot t_c$) presenti il medesimo livello di rischio del debito, è possibile impiegare quale tasso nel processo di attualizzazione il costo del debito K_D . Pertanto il valore attuale dello scudo fiscale (VA_{sf}) è pari a: $VA_{sf} = \frac{K_D \cdot D \cdot t_c}{K_D} = D \cdot t_c$. A

questo punto è possibile stimare il valore dell'azienda sia in presenza di indebitamento che in assenza di indebitamento. Il valore di un'azienda non indebitata, valore *unlevered* (W_U), è pari al flusso di cassa destinato alla remunerazione degli azionisti sottoforma di dividendi, espresso in termini di *EBIT*, ed attualizzato al tasso K che esprime il costo del capitale aziendale. Si noti che in assenza di indebitamento il costo del capitale aziendale (K) è pari al costo dell'equity (K_E). Pertanto si ha che: $W_U = \frac{EBIT \cdot (1 - t_c)}{K}$.

Il valore di una azienda indebitata, valore *levered* (W_L), è pari al flusso di cassa attualizzato disponibile per gli azionisti e per gli obbligazionisti espresso in termini di *EBIT*, a cui deve sommarsi il valore attuale dello scudo fiscale: $W_L = \frac{EBIT \cdot (1 - t_c)}{K} + \frac{D \cdot K_D \cdot t_c}{K_D} = \frac{EBIT \cdot (1 - t_c)}{K} + D \cdot t_c$. Pertanto si ha che:

$W_L = W_U + D \cdot t_c$. Indicando il valore del beneficio fiscale con W_T si ha che: $W_L = W_U + W_T$. Cfr. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza aziendale, Il Mulino, Milano, 1997, pagg. 530-532; M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2ª ed., McGraw-Hill, 2008, pagg. 76 e ss..

⁷² L'equazione esprime la Proposizione I in presenza di imposte societarie. In assenza di imposte societarie, infatti, il valore *levered* (W_L) dell'azienda è esattamente pari al suo valore *unlevered* (W_U) confermando la Proposizione I.

⁷³ In presenza di indebitamento, il flusso di cassa generato dall'azienda (*FC*) può essere espresso come segue: $FC = W_U \cdot K_A + K_D \cdot D \cdot t_c$. Si noti come anche in assenza di indebitamento l'attività aziendale per

$$K_E = K_A + \frac{D}{E} \cdot (K_A - K_D) \cdot (1 - t_c)$$

In un momento successivo, riesaminando la teoria, Miller introduce le imposte sulla persona fisica accanto alle imposte societarie⁷⁴. Così operando giunge alla conclusione che il livello di indebitamento è irrilevante ai fini del valore della singola azienda. La questione, infatti, rileva con riferimento all'insieme delle aziende sul mercato: il livello di indebitamento ottimale è normalmente raggiunto dal mercato⁷⁵. Sul mercato, infatti,

sua stessa natura è rischiosa per cui il rendimento atteso dai sottoscrittori di equity esprime il costo del capitale d'azienda (K_A) ovvero: $K_E = K_A$. Inoltre i flussi derivanti dallo scudo fiscale devono essere attualizzati al costo stimato del debito (K_D) assumendo che questi presentino il medesimo rischio. Infine il flusso di cassa disponibile per gli investitori (FC_I) è pari alla somma del rendimento atteso dai sottoscrittori di equity (K_E) e del rendimento atteso dai sottoscrittori di debito (K_D) in proporzione al valore dell'equity e del debito nella struttura finanziaria: $FC_I = E \cdot K_E + D \cdot K_D$. Se si assume che i flussi di cassa attesi siano costanti e perpetui, e che l'azienda distribuisca tutti i flussi di cassa prodotti tra i finanziatori, sottoscrittori di equity e di debito, si ha che il flusso di cassa atteso per gli investitori (FC_I) è pari al flusso di cassa complessivamente generato dall'azienda (FC) ovvero $FC_I = FC$ per cui $E \cdot K_E + D \cdot K_D = V_U \cdot K_A + t_c \cdot K_D \cdot D$. Dividendo primo e secondo membro per E , sottraendo $D \cdot K_D$, ed

esprimendo tutto per K_E si ottiene che: $K_E = \frac{V_U}{E} \cdot K_A - \frac{D}{E} \cdot K_D \cdot (1 - t_c)$. Ricordando che il valore dell'azienda indebitata, *levered* (V_L) è pari a: $V_L = V_U + t_c \cdot D$ per cui $E \cdot K_E + D \cdot K_D = V_U \cdot K_A + t_c \cdot K_D \cdot D$ da cui $E + D = V_U + t_c \cdot D$. Risolvendo per il valore *unlevered* $V_U = E + D \cdot (1 - t_c)$ si ha che: $K_E = \frac{V_U}{E} \cdot K_A - \frac{D}{E} \cdot K_D \cdot (1 - t_c) = \frac{E + D \cdot (1 - t_c)}{E} \cdot K_A - \frac{D}{E} \cdot K_D \cdot (1 - t_c)$.

Semplificando e raccogliendo i termini con $(1 - t_c) \cdot \frac{D}{E}$, si ottiene che:

$K_E = K_A + \frac{D}{E} \cdot (K_A - K_D) \cdot (1 - t_c)$. Cfr. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza aziendale, Il Mulino, Milano, 1997, pagg. 533-537; M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2ª ed., McGraw-Hill, 2008, pagg. 76 e ss..

⁷⁴ Diversi studi hanno affrontato il tema delle imposte alla ricerca di un comportamento ottimale in sede di determinazione della struttura finanziaria. Tra gli altri: S.C.Myers, Taxes, Corporate Financial Policy and The Return to Investors: Comment in National Tax Journal, Vol. 20, n. 4, dicembre 1967, pagg. 455-463; S.C.Myers, The Capital Structure Puzzle, in The Revolution in Corporate Finance, ed. by J.M.Stern, D.H.Chew Jr., Cambridge, Massachusetts, Blackwell, 1992, pagg. 144-145; S.C.Myers, The Search for Optimal Capital Structure, in The Revolution in Corporate Finance, ed. by J.M.Stern, D.H.Chew Jr., Cambridge, Massachusetts, Blackwell, 1992, pag. 139; R.C. Stapleton, Taxes, The Cost of Capital and The Theory of Investment, in The Economic Journal, Vol. 82, dicembre 1972, pagg. 1273-1292; J.Stiglitz, Taxation, Corporate Financial Policy, and The Cost of Capital, in Journal of Public Economics, Vol. 2, n. 1, febbraio 1973, pagg. 1-34; H.De Angelo, D.Masulis, Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation, in Journal of Financial Economics, n. 8, 1980, pagg. 3-29.

⁷⁵ V.Comito evidenzia come “[...] Modigliani e Miller hanno introdotto la questione delle imposte costruendo il loro secondo modello; ma esso includeva solo le imposte sugli utili pagate dalle imprese emittitrici dei titoli; non includeva le imposte personali degli investitori. Ci pensa Miller da solo a colmare la lacuna nel 1977. Egli arriva alla conclusione che, considerando anche le imposte pagate dai singoli investitori, alla fine il livello d'indebitamento è irrilevante ai fini del valore della singola impresa e per la determinazione del suo costo del capitale. [...] Naturalmente Miller, nella sua analisi, fa riferimento a una situazione fiscale come quella statunitense, nella quale cioè gli utili sono tassati due volte, la prima a livello d'impresa, la seconda come dividendi percepiti dai singoli investitori. In sistemi

si determina un equilibrio in ragione della sua segmentazione in classi di investitori che hanno preferenze differenti in funzione del relativo carico fiscale⁷⁶.

Le imposte sulla persona fisica incidono sulla determinazione dello scudo fiscale che diviene funzione delle minori imposte complessivamente corrisposte⁷⁷. Per stimare il beneficio fiscale effettivo inerente il debito si rende, dunque, necessaria la valutazione combinata delle imposte sul reddito della società e sul reddito delle persone fisiche con riferimento agli investitori sia in debito che in equity⁷⁸.

fiscali diversi, le conclusioni potrebbero essere, anche per Miller, differenti. Si torna quindi, per l'autore, alle stesse conclusioni dell'articolo del 1958, con una variante. Mentre la questione non è rilevante per l'autore a livello di singola impresa, complessivamente per l'insieme delle imprese vi è un livello ottimale d'indebitamento e normalmente il mercato raggiunge questo livello ottimo. In effetti, dice Miller, sul mercato si instaura un equilibrio, perché il mercato dei capitali è segmentato, con singole classi di investitori che hanno preferenze diverse, a ragione della loro differente situazione fiscale", in Idee e Capitali, Isedi, Torino, 2001, pagg. 182-183. S.Giannini, Imposte e finanziamento delle imprese, Il Mulino, Bologna, 1989, come citato da V.Comito, evidenzia come "Così gli investitori persone fisiche che hanno un'aliquota marginale dell'imposta personale inferiore a quella della società, deterranno nel proprio portafoglio solo titoli rappresentativi del capitale di debito dell'impresa (in quanto questi sono deducibili da un'imponibile, quello della società, tassato con un'aliquota superiore a quella a cui sono tassati gli interessi attivi percepiti in sede personale). Gli investitori la cui aliquota personale d'imposta sul reddito supera quella della società, preferiranno invece sottoscrivere azioni, il cui rendimento è tassato in sede di società, ma è esente, sottoforma di plusvalenza, in tutto o in parte, dal pagamento dell'imposta personale sul reddito".

⁷⁶ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, ipotizzando un'aliquota d'imposta societaria T_C pari al 46% e T_{PE} (l'aliquota d'imposta effettiva sul reddito da azioni) pari a zero per tutti gli investitori evidenziano come "[...] In questo caso, le imprese cercheranno di incentivare gli investitori con aliquote d'imposta inferiori al 46% ad acquistare obbligazioni. Ma, non si guadagna né si perde nulla tentando di persuadere gli investitori con aliquote d'imposta uguali al 46% ad acquistare obbligazioni. Per questi investitori un dollaro di reddito operativo produrrà un reddito al netto di tutte le imposte di \$ 0.54, indipendentemente dal fatto che il dollaro sia reddito da interesse o da azioni. In un equilibrio di questo tipo, le imposte determinano l'ammontare globale del debito delle imprese, non l'ammontare di una particolare impresa. Il reddito debito/capitale netto per le imprese nel loro complesso dipende dall'aliquota d'imposta delle società e dai fondi disponibili degli investitori individuali nei diversi scaglioni di reddito. Se l'aliquota d'imposta delle società viene aumentata, il passaggio da azioni a obbligazioni ricomincia, causando un aumento del rapporto debito/capitale netto delle imprese nel loro complesso. Se vengono aumentate le aliquote d'imposta personali, la migrazione cambia direzione e il rapporto debito/capitale netto diminuisce. Se sia le aliquote d'imposta personali, sia quelle delle società vengono aumentate in ugual misura, ad esempio 10 punti percentuali, non si verificano né passaggi, né cambiamenti. Questo spiega perché quando all'inizio della seconda guerra mondiale le aliquote d'imposta sulle società aumentarono improvvisamente, non vi fu però alcun aumento rilevante del rapporto debito/capitale netto. Le aliquote d'imposta personali erano state aumentate simultaneamente in misura quasi uguale. Nel nostro esempio, le imprese che per prime hanno venduto obbligazioni a investitori esenti da imposte hanno potuto trarre beneficio dal cambiamento. Ma, una volta che i soggetti con una bassa aliquota marginale hanno investito in obbligazioni e i passaggi da azioni a obbligazioni sono terminati, nessuna impresa può trarre alcun beneficio da un maggiore indebitamento, né tantomeno può sopportare una perdita nel caso di minore indebitamento. Di conseguenza, non c'è un rapporto debito/capitale netto ottimale per una singola impresa. Il mercato è interessato solo all'ammontare totale del debito e nessuna impresa può influenzare questo fenomeno", in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pagg. 486-487.

⁷⁷ Il passaggio è sottolineato con forza da M.Miller, Debt and Taxes, in Journal of Finance, 32, 1977.; M.Miller, M.S.Scholes, Dividends and Taxes, in Journal of Financial Economics, dicembre, 1978.

⁷⁸ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come "Quando vengono introdotte le imposte personali, l'obiettivo dell'impresa non è più quello di minimizzare il suo debito d'imposta, bensì quello di minimizzare il valore attuale di tutte le imposte sul reddito della società. Dicendo "tutte le imposte",

Pertanto considerando la distribuzione del reddito operativo dell'azienda tra gli obbligazionisti (sottoforma di interessi attivi) e tra gli azionisti (sottoforma di dividendi) il reddito netto è determinato: per i primi, considerando esclusivamente le imposte personali (t_d)⁷⁹; per i secondi, considerando le imposte societarie (t_c) e le imposte personali (t_e)⁸⁰. La valutazione circa il vantaggio del debito dipende dalle aliquote fiscali⁸¹.

Il valore *levered* dell'azienda (W_L), dunque, è pari alla somma del suo valore *unlevered* (W_U) e del valore del beneficio fiscale complessivo (W_T) che in presenza di imposte personali, oltre che di imposte sul reddito della società è stimato pari a⁸²:

intendiamo includere anche le imposte personali pagate dagli obbligazionisti e dagli azionisti", in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 481.

⁷⁹ Per gli obbligazionisti le imposte societarie (t_c) sono pari a zero. Pertanto il reddito netto è pari a $RN = RO \cdot (1 - t_d)$.

⁸⁰ Per gli azionisti il reddito netto è pari a $RN = RO \cdot (1 - t_c) \cdot (1 - t_e)$.

⁸¹ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come "[...] nel momento in cui le imprese si indebitano maggiormente, devono persuadere gli investitori che pagano imposte a passare dalle azioni alle obbligazioni. Devono quindi tentare di allettarli offrendo le loro obbligazioni a un tasso d'interesse superiore. Le imprese possono permettersi il lusso di convincere gli investitori a passare dalle azioni alle obbligazioni fintantochè il loro risparmio fiscale è superiore alla perdita fiscale a livello personale. Le imprese non hanno però alcuna possibilità di riuscire a convincere gli investitori più ricchi a possedere le loro obbligazioni. Il risparmio fiscale delle imprese non riesce a controbilanciare l'imposta personale progressiva che quei milionari sarebbero costretti a pagare. I passaggi da azioni a obbligazioni cessano quindi nel momento in cui il risparmio fiscale delle imprese è uguale alla perdita fiscale a livello personale. Questo avviene quando T_p , l'aliquota d'imposta personale degli investitori che passano dalle azioni alle obbligazioni, è uguale all'aliquota d'imposta delle società T_c ", in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 486.

⁸² In presenza di imposte sulla persona fisica oltre che sulla società, assumendo che l'azienda faccia ricorso al debito e all'equity, il flusso di cassa netto per gli azionisti ($FCFE$) è pari a: $FCFE = (EBIT - D \cdot K_D) \cdot (1 - t_c) \cdot (1 - t_e)$. Il rendimento atteso dall'investitore in equity (r_E) è pari al costo dell'equity (K_E) per l'azienda. Pertanto il rendimento dell'investitore in equity al netto delle imposte, sia a livello societario che a livello personale, è pari a: $r_E = K_E \cdot (1 - t_c) \cdot (1 - t_e)$. Il flusso di cassa disponibile per gli obbligazionisti (FC_D), invece, sconta unicamente l'effetto imposta sulla persona fisica per cui è pari a: $FC_D = D \cdot K_D \cdot (1 - t_d)$. Il rendimento atteso dall'investitore in debito (r_D) è pari al costo del debito (K_D) per l'azienda. Il rendimento dell'investitore in debito al netto delle imposte sulla persona fisica è pari a: $r_D = K_D \cdot (1 - t_d)$. Il flusso di cassa complessivo per tutti gli investitori (FC_I), siano essi azionisti che obbligazionisti, è pari a: $FC_I = (EBIT - D \cdot K_D) \cdot (1 - t_c) \cdot (1 - t_e) + D \cdot K_D \cdot (1 - t_d)$. Operando le opportune semplificazioni si ha che: $FC_I = EBIT \cdot (1 - t_c) \cdot (1 - t_e) - D \cdot K_D \cdot (1 - t_c) \cdot (1 - t_e) + D \cdot K_D \cdot (1 - t_d)$, ovvero

$$FC_I = EBIT \cdot (1 - t_c) \cdot (1 - t_e) + D \cdot K_D \cdot (1 - t_d) - \frac{D \cdot K_D \cdot (1 - t_c) \cdot (1 - t_e) \cdot (1 - t_d)}{(1 - t_d)}$$

e quindi $FC_I = EBIT \cdot (1 - t_c) \cdot (1 - t_e) + D \cdot K_D \cdot (1 - t_d) \cdot \left[1 - \frac{(1 - t_c) \cdot (1 - t_e)}{(1 - t_d)} \right]$. In particolare $EBIT \cdot (1 - t_c) \cdot (1 - t_e)$

indica il flusso di cassa di un'azienda non indebitata al netto delle imposte per cui esprime il valore *unlevered* dell'azienda (W_U); $D \cdot K_D \cdot (1 - t_d)$ indica il flusso di cassa di un obbligazionista sul capitale investito al netto delle imposte per cui il relativo valore è pari a $D \cdot \left[1 - \frac{(1 - t_c) \cdot (1 - t_e)}{(1 - t_d)} \right]$ che esprime il valore

dello scudo fiscale per cui $\left[1 - \frac{(1 - t_c) \cdot (1 - t_e)}{(1 - t_d)} \right]$ indica l'effettivo beneficio fiscale del debito. Cfr. S.A.Ross,

R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza aziendale, Il Mulino, Milano, 1997, pagg. 572-580; M.Massari,

$$W_T = D \cdot \left[1 - \frac{(1-t_c) \cdot (1-t_e)}{(1-t_d)} \right]$$

e dunque:

$$W_L = W_U + D \cdot \left[1 - \frac{(1-t_c) \cdot (1-t_e)}{(1-t_d)} \right]$$

Il vantaggio fiscale relativo al debito è dunque funzione delle aliquote fiscali t_c , t_e , t_d ⁸³. Se le imposte personali e le imposte societarie si compensano, il livello di indebitamento risulta irrilevante⁸⁴.

Il rigore metodologico su cui poggia la teoria di Modigliani-Miller è da sempre riconosciuto ed apprezzato⁸⁵. Le obiezioni si sono da sempre pressoché concentrate sulle ipotesi sottostanti ritenute poco aderenti alla realtà⁸⁶.

L.Zanetti, Valutazione, 2ª ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 100-102; J.Berk, P.DeMarzo, Finanza aziendale 1, Pearson, Milano, 2008, pagg. 485-488.

⁸³ Se $t_d = t_e$, ovvero entrambe sono pari a zero, il vantaggio fiscale inerente il debito è funzione della sola aliquota di imposta societaria (t_c). In particolare se $t_d = t_e$, l'equazione

$$W_L = W_U + D \cdot \left[1 - \frac{(1-t_c) \cdot (1-t_e)}{(1-t_d)} \right] \text{ diventa } W_L = W_U + D \cdot \left[1 - \frac{(1-t_c) \cdot (1-t_e)}{(1-t_e)} \right] \text{ ed ancora } W_L = W_U + D \cdot [1 - (1-t_c)] \text{ e}$$

quindi $W_L = W_U + D \cdot t_c$. A.Salvi evidenzia come “[...] questa ipotesi potrebbe valere anche in presenza di aliquote d'imposta marginali $T_E = T_D$ differenti tra loro, e in particolare se T_E è più elevata di T_D . L'aliquota T_E (essendo sull'intero reddito da capitale azionario) dovrebbe tenere conto dell'imposta sui dividendi percepiti e dell'imposta sul capital gain. Il guadagno in conto capitale, però, può essere conseguito anche molto in là nel tempo. L'aliquota effettiva sul capitale azionario potrebbe dunque diminuire sensibilmente e, in equilibrio, tendere a una sostanziale parità con la fiscalità personale sui proventi finanziari”, in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'Azienda, 2ª ed., Egea, Milano, 2004, pag. 439. Se $t_e < t_d$, il carico fiscale a livello personale è maggiore per un'azienda indebitata rispetto ad un'azienda non indebitata. Lo scudo fiscale effettivo è inferiore rispetto al scudo fiscale che si avrebbe in presenza di sole imposte sulla società. Pertanto le minori imposte a livello societario per l'azienda indebitata sono controbilanciate dalle maggiori imposte a livello personale. In particolare se $t_e < t_d$ ma $(1-t_d) > (1-t_c) \cdot (1-t_e)$, si ha che $W_L < W_U + D \cdot t_c$. Se $t_e > t_d$, lo scudo fiscale effettivo è maggiore rispetto allo scudo fiscale che si avrebbe in presenza di sole imposte personali ed aumenta la convenienza alla sottoscrizione di debito in luogo della sottoscrizione di equity. Cfr. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza aziendale, Il Mulino, Milano, 1997, pag. 577.

⁸⁴ In questo caso $(1-t_d) = (1-t_c) \cdot (1-t_e)$ per cui non vi è alcun vantaggio nell'indebitamento. Il valore dell'azienda indebitata (W_L) coincide con il valore dell'azienda non indebitata (W_U): $W_L = W_U$. Ciò dipende dalla circostanza che le minori imposte a livello societario per l'azienda indebitata sono esattamente controbilanciate dalle maggiori imposte a livello personale. Se, invece, $(1-t_d) < (1-t_c) \cdot (1-t_e)$, allora si ha che $W_L < W_U$; se $(1-t_d) > (1-t_c) \cdot (1-t_e)$, allora si ha che

$$W_L = W_U + D \cdot \left[1 - \frac{(1-t_c) \cdot (1-t_e)}{(1-t_d)} \right]. \text{ Cfr. M.H. Miller, Debt and Taxes, Journal of Finance, 1977;}$$

S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza aziendale, Il Mulino, Milano, 1997, pag. 577; L.Brusa, L.Zamprognà, Finanza d'impresa, Etaslibri, 1998, pag. 245.

E' proprio sulla base di questa critica che nel corso del tempo sono state sviluppate diverse teorie⁸⁷. Tra queste, in questa sede si ritiene opportuno esaminare: la teoria del

⁸⁵ A.Damodaran afferma che “[...] Miller e Modigliani hanno avuto il merito di aver fornito una visione organica dell’analisi della struttura finanziaria, basata sulla valutazione dei costi e benefici, in un periodo in cui la struttura finanziaria delle imprese sembrava dettata principalmente dal comportamento delle altre imprese e dalle preferenze individuali del management. Inoltre, la loro analisi ha evidenziato come alla base della creazione del valore vi sono buone decisioni di investimento: un’impresa che intraprende progetti scadenti non può sperare di recuperare il valore distrutto attraverso le politiche di finanziamento; invece, un’impresa che intraprende progetti validi riuscirà a creare valore, anche se la sua struttura ottimale non è quella ottimale. Infine anche se l’idea di un mondo senza imposte, rischio di insolvenza o problemi di agenzia può sembrare piuttosto inverosimile, esistono delle situazioni in cui tali circostanze possono verificarsi” in Finanza aziendale, Apogeo, Milano, 2006, pag. 333.

⁸⁶ V.Comito evidenzia come “[...] Due sono stati, soprattutto, i punti focali della polemica: la questione delle imposte da una parte, la questione delle possibili imperfezioni di mercato dall’altra e in particolare il tema dei possibili costi del fallimento e di una situazione di difficoltà finanziaria. Pertanto, si può partire dalla considerazione che il mondo reale appare molto diverso da quello ipotizzato dai due autori. Nel mondo reale non si riscontra né una distribuzione “casuale” del livello di indebitamento tra le imprese, come si dovrebbe ricavare dalla prima teorizzazione dei due autori, né d’altro canto le imprese tendono a un livello d’indebitamento vicino al 100%, come implicherebbe la seconda ipotesi [...]” e poi ancora “Alla fine si può dire che le teorie di Modigliani e Miller dipendono da assunzioni troppo “eroiche”: equilibrio generale, informazione perfetta, assenza di costi di fallimento, pretesa che l’investitore individuale abbia la stessa facilità di accesso alle fonti di capitale di una grande impresa, e allo stesso costo ecc. Inoltre, in sostanza, i due studiosi, e questo è in particolare evidente per quanto riguarda l’ipotesi relativa all’assenza di costi di fallimento, trattano l’impresa, nella più ferma tradizione neoclassica, come un semplice velo, la cui vita istituzionale e organizzativa è di scarso significato, tanto che essa può essere chiusa da un giorno all’altro senza alcuna conseguenza sui valori dell’impresa stessa. E ciò appare, francamente, molto irrealistico. A Modigliani e Miller vanno comunque riconosciuti alcuni meriti assai importanti. Il primo [...] è quello di aver contribuito a porre l’edificio della finanza di impresa su fondamenta più rigorosamente scientifiche. Il secondo, riguarda il fatto che essi hanno mostrato come un notevole livello d’indebitamento non debba essere necessariamente considerato un fenomeno negativo, come si pensava sostanzialmente negli Stati Uniti sino a quel momento [...]”, in Idee e capitale, Isedi, Milano, 2001, pag. 185 e pag. 190. A.Damodaran afferma che “[...] Miller e Modigliani hanno avuto il merito di aver fornito una visione organica dell’analisi della struttura finanziaria, basata sulla valutazione dei costi e benefici, in un periodo in cui la struttura finanziaria delle imprese sembrava dettata principalmente dal comportamento delle altre imprese e dalle preferenze individuali del management. Inoltre, la loro analisi ha evidenziato come alla base della creazione del valore vi sono buone decisioni di investimento: un’impresa che intraprende progetti scadenti non può sperare di recuperare il valore distrutto attraverso le politiche di finanziamento; invece, un’impresa che intraprende progetti validi riuscirà a creare valore, anche se la sua struttura ottimale non è quella ottimale. Infine anche se l’idea di un mondo senza imposte, rischio di insolvenza o problemi di agenzia può sembrare piuttosto inverosimile, esistono delle situazioni in cui tali circostanze possono verificarsi [...]” in Finanza aziendale, Apogeo, Milano, 2006, pag. 333.

⁸⁷ In termini generali il problema che si pone è se, indipendentemente dall’assunto del mercato perfetto, abbia senso che una determinata composizione delle fonti aggiunga valore all’azienda. Myers (The Search for Optimal Capital Structure, in The Revolution in Corporate Finance, ed. by J.M.Stern, D.H.Chew Jr., Blackwell, Cambridge, Mass., 1992, pag. 136) ritiene che le motivazioni sono due: per le caratteristiche della domanda, se gli investitori sono interessati esclusivamente ad alcune tipologie di titoli che non riescono a ricreare da soli; per le caratteristiche dell’offerta, se creare un pacchetto di titoli diversi è più costoso che emettere solo azioni. Le due condizioni devono verificarsi contestualmente. In particolare Myers, ricorrendo ad una metafora, pone questa domanda: perché il prezzo di un pollo diviso in pezzi può essere superiore al prezzo di un pollo intero? Le motivazioni sono due: 1) se i consumatori sono disposti a spendere di più per poter scegliere i pezzi di pollo che preferiscono; 2) se tagliare e vendere un pollo a pezzi determina incremento dei costi. Se le due condizioni non si verificano

trade-off, la teoria dell'ordine di scelta, la teoria dei costi di agenzia, il modello del ciclo di vita dell'azienda.

E' bene evidenziare come tutte queste teorie, ed in termini più generali i principali filoni di studio sulla struttura finanziaria, hanno come oggetto l'azienda di grandi dimensioni che opera nei mercati finanziari. Pertanto non sono certamente applicabili in via diretta anche all'azienda di medio-piccole dimensioni⁸⁸.

1.3. – La teoria del trade-off

Le conclusioni a cui giungono Modigliani-Miller a seguito dell'introduzione nelle Proposizioni delle imposte societarie, sembrerebbe far ritenere illimitato il vantaggio connesso al debito in ragione del beneficio fiscale.

Nella realtà, in presenza di mercati non perfetti, se è vero che il vantaggio connesso al beneficio fiscale determina incremento del valore *levered* dell'azienda è altrettanto vero, però, che l'incremento del livello di indebitamento si può accompagnare all'incremento del rischio di dissesto⁸⁹.

contestualmente il mercato riporta il prezzo del pollo tagliato in pezzi al medesimo prezzo del pollo intero.

⁸⁸ D.Venanzi, evidenzia come “[...] le teorie sulla struttura finanziaria (che partono dall'approccio di Modigliani e Miller) fanno riferimento a una serie di ipotesi che nel caso delle imprese di minore dimensione sono per lo più violate. Per esempio, le imprese minori non hanno libero accesso a tutte le fonti di finanziamento a titolo di credito o di capitale di rischio e più frequentemente sono soggette a vincoli di capital rationing. Inoltre, la mancanza di una separazione netta tra impresa e imprenditore comporta che: - le scelte di struttura finanziaria delle imprese minori sono altamente influenzate dall'attitudine soggettiva nei confronti del rischio dell'imprenditore e dal suo desiderio di mantenere il controllo sull'impresa; - le condizioni di finanziamento sono influenzate dalle qualificazioni/caratteristiche della persona dell'imprenditore; - all'imprenditore si chiede di fornire garanzie o collaterale al debito dell'impresa; - il vantaggio fiscale del debito ha minore rilevanza perché è possibile ricorrere a modalità di elusione fiscale (utili trasferiti ai proprietari via salari/stipendi). Non è un caso che di norma il debito delle imprese minori è più frequentemente a breve termine, ha maggiori vincoli e clausole restrittive, è garantito da asset specifici dell'impresa o da garanzie esterne (personali o reali del proprietario e/o dei suoi familiari), è per lo più debito privato”, in Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pag. 41-42. A sostegno di quanto affermato, richiama, poi, lo studio di A.N.Berger, G.F.Udell, The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, in Journal of banking & finance, n. 22, 1998, che con riferimento alle aziende di piccole dimensioni – definite *entrepreneurial firms* ovvero imprese con vocazione di sviluppo distinguendole dalle *lifestyle small firm* – hanno formulato la teoria del ciclo finanziario evidenziando come queste presentino un ciclo di vita strutturato su quattro fasi (*idea stage, prototype stage, rapid growth stage, maturità stage*) ciascuna delle quali caratterizzata da una diversa modalità di finanziamento. La teoria assume che la scelta delle fonti di finanziamento è funzione dell'età e della dimensione dell'azienda.

⁸⁹ La non considerazione dei costi del dissesto da parte di Modigliani-Miller non rappresenta una “dimenticanza” ma una scelta. I due Studiosi, infatti, si muovono all'interno di un mercato perfetto, come fa notare lo stesso Miller nel 1977. In tal senso la teoria del *trade-off* evidenzia gli effetti sul valore dell'azienda che si generano rimuovendo ulteriori ipotesi a base delle Proposizioni.

La teoria del *trade-off*⁹⁰, elaborata negli anni '70, evidenzia come il ricorso al debito, se da un lato si accompagna al beneficio connesso alla deducibilità degli oneri finanziari, dall'altro si accompagna al rischio di dissesto, per cui al crescere dell'indebitamento aumenta la probabilità che l'azienda non sia in grado di far fronte alle obbligazioni contrattuali⁹¹. Il debito, infatti, esercita pressione sulla dinamica economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda: tanto gli oneri finanziari quanto la restituzione della quota capitale a scadenza sono impegni inderogabili per l'azienda indipendentemente dalle performance realizzate e se disattesi la espongono al dissesto finanziario ed eventualmente al fallimento⁹². Pertanto, se da un lato lo scudo fiscale aumenta il valore dell'azienda, dall'altro il rischio di dissesto lo riduce in ragione dei costi che a questo si accompagnano per la maggiore probabilità di *default*.

⁹⁰ A.Kraus, R.H.Litzenberger, "QA State-Performance Model of Optimal Financial Leverage", in Journal of Finance, 1973. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come "I responsabili finanziari spesso ritengono che le decisioni sul rapporto debito/capitale netto dell'impresa siano un trade-off fra i benefici fiscali degli interessi e i costi del dissesto. Naturalmente, vi sono opinioni discordanti relativamente al valore dei risparmi fiscali e al tipo di difficoltà finanziarie più pericolose, ma si tratta solo di variazioni sul tema. [...] La teoria del trade-off della struttura finanziaria riconosce che i rapporti d'indebitamento ottimi possono variare da impresa ad impresa", in Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 505.

⁹¹ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come "I responsabili finanziari spesso ritengono che le decisioni sul rapporto debito/capitale netto dell'impresa siano un trade-off fra i benefici fiscali degli interessi e i costi del dissesto. Naturalmente, vi sono opinioni discordanti relativamente al valore dei risparmi fiscali e al tipo di difficoltà finanziarie più pericolose, ma si tratta solo di variazioni sul tema. [...] La teoria del trade-off della struttura finanziaria riconosce che i rapporti d'indebitamento ottimi possono variare da impresa ad impresa", in Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 505. V.Comito evidenzia come "[...] se introduciamo in particolare i costi del fallimento e delle difficoltà finanziarie, facendo cadere anche qualche altra limitazione, allora il quadro cambia bruscamente: l'ipotesi ad esempio che il 100% d'indebitamento sia l'optimum non è più sostenibile. E' difficile sostenere che i costi di fallimento siano pari a zero, né che essi sono necessariamente moderati; in molti casi tali costi diventano elevatissimi [...]". in Idee e Capitali, Isedi, Torino, 2001, pag. 188. Alcuni studi hanno evidenziato come l'indice di indebitamento sia negativamente correlato alla volatilità dei redditi operativi annui evidenziando con ciò una coerenza con l'esistenza dei costi del dissesto. Cfr. M.Bradley, G.Jarrell, E.H.Kim, "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", in Journal of Finance, n. 39, 1984.

⁹² S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe evidenziano come "[...] il debito esercita una certa pressione, in quanto i pagamenti degli interessi e il rimborso del capitale sono degli impegni inderogabili. Se questi impegni non sono mantenuti, l'impresa rischia di andare incontro al dissesto finanziario, la cui conseguenza estrema è il fallimento, nel quale, in un certo senso, la proprietà delle sue attività viene legalmente trasferita dagli azionisti ai creditori. Gli impegni nascenti dal debito sono fundamentalmente diversi dagli impegni nascenti dal capitale azionario. Anche se gli azionisti desiderano e si aspettano i dividendi, essi non hanno legalmente diritto a riceverli nella stessa misura in cui i creditori hanno legalmente diritto a ricevere i pagamenti degli interessi e del capitale", in Finanza aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 550. J.Berk, P.DeMarzo evidenziano come "In presenza di mercati dei capitali perfetti il rischio di fallimento non è uno svantaggio dato dall'indebitamento, ma semplicemente sposta la proprietà dell'impresa dagli azionisti ai detentori del debito, mantenendo inalterato il valore per tutti gli investitori. E' questa una descrizione realistica del fallimento? No. Il fallimento raramente è semplice e diretto, gli azionisti non si limitano a "passare le chiavi" dell'impresa ai detentori del debito nel momento in cui essa non adempie a una sua obbligazione. Il fallimento è un processo lungo e complicato che comporta costi diretti e indiretti per l'impresa e per i suoi investitori, che nell'ipotesi di mercati dei capitali perfetti sono del tutto ignorati", in Finanza aziendale 1, Pearson, Milano, 2008, pag. 511.

I costi connessi al dissesto⁹³ ed il relativo ammontare sono funzione della probabilità di verificarsi dell'evento⁹⁴. La modifica della struttura finanziaria, inoltre, genera costi che devono essere considerati in sede di determinazione del rapporto di indebitamento⁹⁵.

E' bene evidenziare che non è indifferente se ad indebitarsi è l'azienda piuttosto che l'azionista: da un lato, infatti, la deducibilità degli oneri finanziari sul debito in capo agli azionisti può essere, ed in genere è, differente rispetto a quella in capo all'azienda, per cui più aumenta il livello di indebitamento più l'azienda gode di un beneficio fiscale di cui l'azionista potrebbero non beneficiare o beneficiarne solo parzialmente; dall'altro, in caso di fallimento dell'azienda gli azionisti ne rispondono generalmente in modo limitato, differentemente dal caso di un fallimento personale che presuppone una responsabilità illimitata⁹⁶.

In presenza di mercati finanziari imperfetti, all'indebitamento si accompagnano benefici e costi per l'azienda che generano un *trade-off* con conseguente maggiore ovvero minore convenienza ad indebitarsi.

In ragione delle considerazioni svolte, la teoria del *trade-off* postula la non insensibilità del valore dell'azienda alle scelte di indebitamento: il valore dell'azienda indebitata, valore *Levered* (W_L), è pari al valore dell'azienda non indebitata, valore *Unlevered*

⁹³ I costi del dissesto sono generalmente riclassificati in due famiglie: costi diretti, con riferimento ai costi relativi al processo di ristrutturazione aziendale ovvero di liquidazione in caso di fallimento; costi indiretti, con riferimento ai problemi relazionali, organizzativi e gestionali derivanti dalla condizione di crisi dell'azienda. In termini generali i costi indiretti sono di maggiore entità rispetto ai costi diretti anche se di più difficile quantificazione.

⁹⁴ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 491. J.Berk, P.De Marzo evidenziano come “[...] calcolare l'esatto valore attuale dei costi di dissestofallimento è piuttosto complicato. Due fattori chiave determinano tale valore attuale: (1) la probabilità che il dissesto o fallimento si verifichi e (2) l'entità dei costi dopo che l'impresa è caduta in dissesto”, in *Finanza Aziendale 1*, Pearson, Milano, 2008, pag. 518.

⁹⁵ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come “[...] Se la modificazione della struttura finanziaria non comportasse alcun costo, il rapporto d'indebitamento reale di ciascuna impresa coinciderebbe con quello ottimale. I costi invece esistono e vi sono quindi dei ritardi nell'avvicinarsi al rapporto ottimale. Le imprese non possono compensare immediatamente gli eventi casuali che contribuiscono ad allontanarle dalla loro struttura finanziaria obiettivo; dovranno quindi vedere differenze casuali nei reali rapporti d'indebitamento delle imprese che hanno lo stesso rapporto obiettivo”, in *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 505.

⁹⁶ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, evidenziano come: “[...] il debito offre uno scudo fiscale per via della deducibilità dall'imponibile fiscale degli interessi che remunerano il debito stesso e inoltre la deducibilità in capo all'azienda può essere diversa rispetto a quella di cui godono i soci intesi come persone fisiche. Pertanto più l'azienda si indebita, più gode di questo scudo fiscale di cui i soci potrebbero non beneficiare o potrebbero avvantaggiarsene solo parzialmente; [...] il debito espone l'azienda ai rischi di dissesto, ossia al rischio di non essere in grado di far fronte alle proprie obbligazioni contrattuali. I costi del dissesto possono erodere il valore dell'investimento dell'azionista e lo fanno ancor prima che la situazione di fallimento sia conclamata [...] Pertanto più l'azienda si indebita, maggiori sono i costi di dissesto cui si espone. E' utile notare che in caso di fallimento l'azienda offre all'azionista un'argine alle pretese dei creditori sociali, dato che i soci rispondono limitatamente all'entità del loro investimento nell'azienda. Ne discende che indebitarsi direttamente o indirettamente tramite un'azienda per un azionista persona fisica non è indifferente dato che nel primo caso risponde illimitatamente, mentre nel secondo limitatamente a quanto investito nell'azienda”, in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pag.5.

(W_U), a cui deve sommarsi il valore dello scudo fiscale (W_T) e sottrarsi il valore attuale dei costi del dissesto (VA_D). In termini analitici⁹⁷:

$$W_L = W_U + W_T - VA_D$$

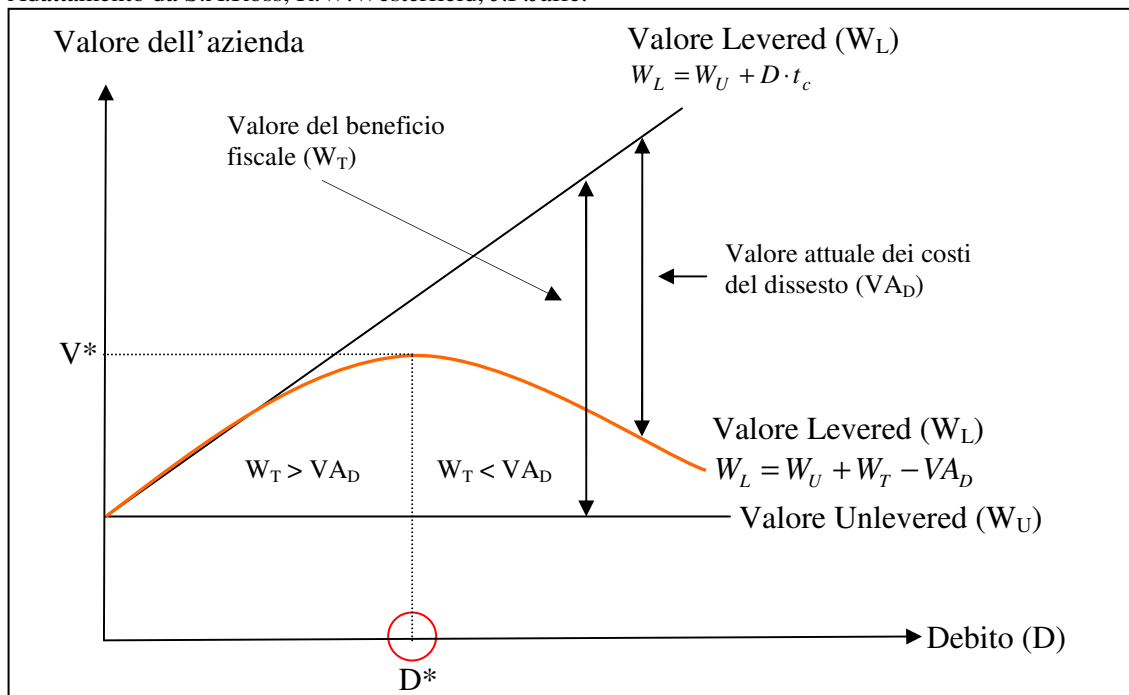
Combinando, dunque, i benefici marginali ed i costi marginali connessi all'indebitamento, è possibile giungere ad una struttura finanziaria "ottimale": essa è tale in corrispondenza del livello di indebitamento che consente di sfruttare al massimo grado il vantaggio connesso al beneficio fiscale tenendo nel contempo sotto controllo i costi inerenti il dissesto finanziario⁹⁸. Questo livello di indebitamento ottimale (D^*) può essere individuato come segue⁹⁹:

⁹⁷ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinzia, evidenziano come: "[...] le aziende devono aumentare l'indebitamento fin tanto che il beneficio dello scudo fiscale incrementale non è sopravanzato dalla crescita dei costi del dissesto finanziario. In altre parole il valore dell'azienda non è insensibile alle scelte di struttura finanziaria dell'azienda dato che esistono punti sub-ottimali in corrispondenza dei quali se si aumenta l'indebitamento si trae un beneficio (scudo fiscale) superiore agli oneri (costi del dissesto) e viceversa. Pertanto individuare il punto ottimale [...] significa massimizzare il valore dell'azienda e quindi le politiche del passivo creano valore a differenza di quanto sostengono Modigliani e Miller", in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag.5. Si veda anche R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 491.

⁹⁸ A.Damodaran evidenzia come "Se la politica finanziaria comporta un trade-off fra i benefici del debito (benefici fiscali e maggiore disciplina imposta al management) e i suoi costi (costi del fallimento, costi di agenzia e perdita di flessibilità), si può sostenere che i benefici marginali saranno completamente annullati dai costi marginali soltanto in casi eccezionali, e non sempre (come invece sostenevano Miller e Modigliani). Di fatto, nella maggior parte dei casi, i benefici marginali saranno o superiori ai costi marginali (nel qual caso indebitarsi costituisce una scelta opportuna perché aumenterà il valore dell'impresa) oppure inferiori (in tal caso vale la pena ricorrere al capitale di debito). Di conseguenza, esiste per la maggior parte delle imprese una combinazione ottimale delle fonti di finanziamento tramite la quale è possibile massimizzare il valore dell'impresa", in Finanza aziendale, Apogeo, Milano, 2001, pag. 314. J.Berk, P.De Marzo evidenziano come "[...] La teoria del trade-off ci aiuta a risolvere due aspetti del puzzle sull'indebitamento [...]: in primo luogo, l'esistenza dei costi di dissesto/fallimento può spiegare perché le imprese scelgono livelli di debito troppo bassi per sfruttare a pieno lo scudo fiscale degli interessi. In secondo luogo, differenze nell'entità dei costi di dissesto/fallimento e nella volatilità dei flussi di cassa possono spiegare i diversi livelli di ricorso al debito nei diversi settori. Inoltre, la teoria del trade-off può essere facilmente ampliata per includere altri effetti dell'indebitamento che potrebbero essere ancora più importanti dei costi di dissesto/fallimento [...]", in Finanza Aziendale 1, Pearson, Milano, 2008, pag. 519.

⁹⁹ Adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 563. Si veda anche R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 491.

Figura 1.1. Indebitamento ottimale e valore dell'azienda.
Adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe.



La curva evidenzia come nello spostamento da sinistra verso il livello di indebitamento D^* , i vantaggi connessi al debito sono maggiori rispetto ai relativi svantaggi per cui aumenta il valore *levered* dell'azienda; oltre il livello di indebitamento D^* , gli svantaggi connessi al debito sono maggiori rispetto ai relativi vantaggi per cui si riduce il valore *levered* dell'azienda¹⁰⁰.

¹⁰⁰ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano con riferimento al grafico come “[...] il trade-off tra risparmi fiscali e costi del dissesto conduca alla struttura finanziaria ottimale. Inizialmente il VA del risparmio fiscale aumenta con l'aumentare dell'indebitamento della società. A livelli di debito moderati, le probabilità di dissesto sono insignificanti, di conseguenza il VA dei relativi costi sarà minimo e dominano invece i vantaggi fiscali. Ma a un certo punto, contraendo ancora più debito, la probabilità del dissesto aumenta rapidamente e i relativi costi cominciano a incidere sul valore dell'impresa. Inoltre, se l'impresa non può essere sicura di trarre beneficio dal risparmio fiscale degli interessi, è probabile che il vantaggio fiscale del debito cominci a diminuire fino a scomparire del tutto. L'ottimo teorico è raggiunto quando il valore attuale dei risparmi fiscali dovuti a un maggiore indebitamento viene compensato dall'incremento del valore attuale dei costi legati al dissesto”, in *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 1999, pagg. 491-492. G.Forestieri, commentando un grafico simile, evidenzia come “Questo schema mostra intuitivamente l'opzione di creazione di valore dell'impresa attraverso lo spostamento dei tassi di indebitamento fino al mix ottimale”, in *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2009, pag. 120. J.C. Van Horne, evidenzia come all'aumentare del leverage da zero fino ad un determinato punto il costo del capitale diminuisce ed il valore dell'azienda aumenta. Se anche, infatti, gli azionisti richiedono un maggiore rendimento all'aumentare dell'indebitamento “[...] l'aumento di K_E [costo dell'equity] non compensa completamente il vantaggio connesso all'uso dei fondi ottenuti a basso prezzo. All'aumentare del grado di leverage, gli azionisti pretendono un K_E sempre più elevato, fino a quando ciò compensa e poi supera il vantaggio connesso all'uso dei fondi ottenuti a basso prezzo”. Pertanto “[...] in un primo momento il costo medio ponderato del capitale diminuisce al crescere del leverage perché l'aumento di K_E è tale da non compensare interamente l'uso di fondi ottenuti a basso prezzo. Di conseguenza il costo medio ponderato del capitale K_O diminuisce fino a quando l'uso del leverage è

Il punto D^* , pertanto, è un punto di equilibrio. Esso esprime la condizione di uguaglianza tra il beneficio marginale connesso all'indebitamento ed il relativo costo marginale: prima di detto punto il *leverage* genera incremento del valore dell'azienda; oltre detto punto il *leverage* distrugge valore. Il punto di equilibrio varia nello spazio e nel tempo: è differente da azienda ad azienda e per la medesima azienda in tempi differenti avendo natura dinamica e non statica in ragione delle complesse e continue interrelazioni azienda-ambiente¹⁰¹.

La teoria del *trade-off*, pur individuando concettualmente il livello di indebitamento ottimale, non lo definisce in termini analitici. Inoltre la teoria permette una spiegazione solo parziale del comportamento dell'azienda in sede di determinazione della struttura finanziaria. Se, infatti, da un lato consente di chiarire molte delle differenze esistenti in tema di struttura finanziaria nei diversi settori – contribuendo anche a dimostrare come aziende fortemente indebitate devono emettere azioni, limitare i dividendi a vantaggio dell'autofinanziamento e liquidare attività non operative al fine di ottenere risorse per riequilibrare la struttura finanziaria¹⁰² – dall'altro non consente di spiegare perché aziende redditizie si caratterizzano sovente per bassi livelli di indebitamento¹⁰³.

moderato. Dopo di che l'incremento di K_E non è più compensato dal vantaggio connesso all'uso di capitale a basso prezzo e K_O comincia a salire. L'incremento di K_O è dovuto anche al fatto che, oltre un certo punto, anche K_I [costo del capitale di debito] comincia a salire. La struttura finanziaria ottimale è quella corrispondente a K_O minimo”, in Teoria e tecnica della finanza di impresa, Il Mulino, Bologna, 1984, pag. 356.

¹⁰¹ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinzia, evidenziano come: “Tale punto di equilibrio non è uguale per tutte le aziende [...] Inoltre rileva il fatto che tale punto di equilibrio non è statico, dato che nel tempo può mutare per la stessa azienda sia per fenomeni interni all'azienda, sia per fattori esogeni di mercato”, in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag.6.

¹⁰² R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come “La teoria del *trade-off* della struttura finanziaria riconosce che i rapporti d'indebitamento ottimi possono variare da impresa ad impresa. Le società con attività tangibili e sicure e abbondante reddito imponibile dovrebbero tendere verso alti rapporti d'indebitamento. Le società in perdita, con attività intangibili e rischiose dovrebbero fare affidamento principalmente sul capitale netto”, in Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 505.

¹⁰³ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come “[...] Tutto sommato, questa teoria del *trade-off* ci dà una buona notizia. A differenza della teoria “modificata” di M&M, che sembra dire che tutte le imprese dovrebbero indebitarsi il più possibile, evita le posizioni estreme e razionalizza i rapporti moderati d'indebitamento. Ma quali sono i fatti? La teoria del *trade-off* della struttura finanziaria può spiegare come le società si comportano realmente? La risposta è “sì” e “no”. Sì, perché la teoria riesce a chiarire molte delle differenze di struttura finanziaria nei vari settori [...]. La teoria del *trade-off* contribuisce anche a chiarire quali siano le imprese che “escono dal mercato” attraverso leveraged buyout (LBO) [...]. La teoria del *trade-off* dice inoltre che le società pesantemente indebitate [...] dovrebbero emettere azioni, limitare i dividendi e liquidare attività al fine di ricavare contante con il quale riequilibrare la struttura finanziaria [...]. No, in quanto vi sono altre situazioni che la teoria del *trade-off* non riesce a spiegare. Non spiega, ad esempio, perché alcune delle società più di successo prosperano con poco debito [...]. La Merck [è la società presa ad esempio] illustra un fatto strano relativo alle strutture finanziarie della vita reale: le società più redditizie generalmente sono quelle meno indebitate. Ecco un caso in cui la teoria del *trade-off* fallisce, in quanto essa sostiene esattamente il contrario: i profitti elevati dovrebbero comportare una maggiore capacità di debito, un maggiore reddito imponibile da proteggere e rendere quindi possibile un rapporto d'indebitamento superiore. Un'ultima considerazione dalla parte del “no” sulla teoria del *trade-off*: i rapporti d'indebitamento all'inizio del '900, quando le aliquote fiscali sul reddito erano basse (o zero), erano alti come quelli degli anni Novanta. I rapporti d'indebitamento in altri paesi industrializzati sono uguali o superiori a quelli degli Stati Uniti. Molti di questi paesi hanno un sistema fiscale basato sull'imputazione, che dovrebbe

1.4. – La teoria dell'ordine di scelta

Nel corso del tempo, in ragione dei limiti evidenziati dalla teoria del *trade-off* e sulla base di indagini empiriche, si sono sviluppate teorie alterantive¹⁰⁴.

La teoria dell'ordine di scelta, *Pecking Order Theory*¹⁰⁵, trova origine dall'osservazione che aziende finanziariamente solide presentano un basso livello di indebitamento. Sulla base di questa evidenza la teoria tenta di interpretare la scelta dell'azienda in sede di definizione della struttura finanziaria.

Assunto della teoria è che il livello di indebitamento non è funzione del rapporto equity-debito obiettivo, ma delle preferenze dell'azienda circa le diverse fonti di finanziamento¹⁰⁶ e delle asimmetrie informative¹⁰⁷.

In particolare la teoria evidenzia come l'azienda, per quanto possibile, preferisca far ricorso a fonti interne piuttosto che a fonti esterne. In tal senso la prima fonte di riferimento è costituita dall'autofinanziamento derivante da un'accurata politica dei dividendi¹⁰⁸. Se poi l'autofinanziamento risulta insufficiente a coprire il fabbisogno di capitale, l'azienda fa ricorso a fonti esterne privilegiando il debito all'equity¹⁰⁹.

eliminare il valore dei benefici fiscali dell'interesse". Con riferimento ai "no", gli Autori evidenziano come "Nessuno di questi confuta la teoria del *trade-off*. Come ha sottolineato Gorge Stigler, le teorie non sono rifiutate in base a prove circostanziali; ci vuole una teoria per sconfiggere una teoria", in Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1999, pagg. 505-507.

¹⁰⁴ V.Comito, con riferimento alle conclusioni raggiunte dalla teoria del *Trade-off*, evidenzia come "[...] mentre riescono a spiegare efficacemente molte situazioni, presentano però qualche problema; gli stessi Brealey e Myers, che sono i migliori sistematizzatori di queste conclusioni, lo spiegano chiaramente (1984). Un punto debole fondamentale di tale ipotesi è rappresentato dal fatto che le imprese finanziariamente più solide e redditizie, imprese per le quali i costi di fallimento sono estremamente bassi, sono anche quelle meno indebitate di tutte, al contrario di quanto farebbe pensare la teoria. Basandosi su questo punto debole, Myers e Majluf hanno messo a punto un'ipotesi diversa, nota come teoria dell'"ordine di scelta"", in Idee e Capitali, Isedi, Torino, 2001, pag. 192.

¹⁰⁵ La *Pecking Order Theory* è stata elaborata da S.C.Myers, The Capital Structure Puzzle, in Journal of Finance, 3, 1984, pagg. 581-582; S.C.Myers, N.Majluf, Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have, in Journal of Financial Economics, vol. 13, n.2, 1984; G.Donaldson, Corporate Debt Capacity – A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity, Harvard University Press, Boston, 1961; A.Damodaran, Finanza d'azienda, Apogeo, Milano, 2006, pagg. 337-340; C.Kester, Capital and Ownership Structure: a Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporation", in Financial Management, 15, 1986.

¹⁰⁶ D.Venanzi evidenzia come "[...] Questa strategia finanziaria non comporta l'esistenza di un mix ottimale debito-capitale netto: la struttura del capitale dell'impresa è il risultato del fabbisogno cumulato per investimenti e della generazione (cumulata) di risorse interne investibili", in Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pag. 28.

¹⁰⁷ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinzia, evidenziano come in base alla *pecking order theory* "[...] le aziende impostano le scelte di struttura finanziaria dando priorità alle fonti che subiscono una minore penalizzazione per effetto delle asimmetrie informative" in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 10.

¹⁰⁸ La problematica è oggetto di analisi nel Capitolo 3.

¹⁰⁹ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, con riferimento alla teoria dell'ordine di scelta, evidenziano come "[...] Questa teoria dimostra che le imprese preferiscono l'autofinanziamento (sotto forma di utili non distribuiti) rispetto alle fonti esterne e se questo risulta inferiore al fabbisogno finanziario, il debito è comunque preferito rispetto al capitale azionario. Questo ordine di preferenza può essere spiegato da due fattori. – Il finanziamento esterno è costoso a causa delle notevoli commissioni pagate agli intermediari che curano l'operazione. – Risulta difficile per gli azionisti valutare accuratamente il prezzo delle azioni emesse quando sono meno informati del management sulle condizioni dell'impresa (asimmetria informativa). Questa situazione può portare a una certa riluttanza da parte degli azionisti a

In termini generali è possibile sintetizzare la teoria come segue¹¹⁰:

1) l'azienda preferisce l'autofinanziamento per cui adatta la politica dei dividendi alle opportunità di investimento. La rigidità della politica dei dividendi e le fluttuazioni della redditività e delle opportunità di investimento, possono determinare situazioni in cui i flussi di cassa derivanti dalla gestione siano superiori ovvero inferiori rispetto al fabbisogno finanziario;

2) se si rende necessario accedere al finanziamento esterno, l'azienda preferisce far ricorso prima all'emissione di titoli rappresentativi del capitale di debito, poi eventualmente all'emissione di titoli ibridi (come le azioni convertibili) ed infine, in ultima ipotesi, all'emissione di titoli rappresentativi dell'equity.

Con riferimento all'equity, dunque, la teoria distingue tra autofinanziamento, che come fonte interna è in testa all'ordine di scelta, ed emissione di nuove azioni, che come fonte esterna è in coda all'ordine di scelta. Inoltre il beneficio fiscale connesso all'indebitamento è aspetto secondario nella determinazione del livello di indebitamento: ciò che rileva è il fabbisogno finanziario, come derivante dalle opportunità di investimento, non coperto dall'autofinanziamento¹¹¹.

sottoscrivere nuove emissioni azionarie”, in Finanza aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 585. Si veda anche lo studio condotto da J.M.Pinegar, L.Wilbricht, What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey, in Financial Management, n. 18, 1989.

¹¹⁰ D.Venanzi evidenzia come “*In presenza di asimmetrie informative tra il management (che può essere anche azionista) e il mercato finanziario (mercato supposto efficiente, cioè capace di tradurre nei prezzi e nei rendimenti le informazioni pubblicamente disponibili) l'impresa ha interesse ad adottare una gerarchia delle fonti di finanziamento [...] quale quella di seguito descritta (pecking order hypothesis o POH): - preferenza per il finanziamento con risorse generate all'interno; - in presenza di una tendenziale stabilità della politica dei dividendi (le imprese adattano il loro payout obiettivo – tasso di distribuzione dei dividendi – alle opportunità di investimento da finanziare, evitando variazioni marcate dei dividendi e del payout), di variabilità della redditività, variabilità delle opportunità di investimento profittevoli e quindi del relativo fabbisogno da finanziare, i flussi generati internamente possono risultare insufficienti o sovrabbondanti rispetto alle esigenze di finanziamento degli investimenti profittevoli. Se sono superiori, l'impresa rimborsa il debito o investe in titoli negoziabili, creando risorse di mobilità finanziaria. Se sono inferiori, l'impresa utilizza la liquidità disponibile o realizza i titoli negoziabili; - se tuttavia fosse necessario il ricorso al finanziamento esterno, l'impresa emetterebbe prima i titoli più sicuri. Cioè, dapprima ricorre al debito: se il livello di indebitamento non è elevato e quindi il debito è sicuro, il suo valore di mercato non dipende dal valore di mercato dell'impresa e comunque la sua emissione soffre di minori costi di informazione: solo come ultima risorsa, quando la capacità di debito è esaurita, l'impresa ricorre all'emissione di azioni. La strategia sopra delineata prevede quindi che imprese con scarse opportunità di investimento e rilevanti free cash flow, siano poco o per nulla indebitate. Di contro, imprese con alti tassi di sviluppo e ridotti flussi di cassa generati dalla gestione, saranno molto indebitate*”, in Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pag. 28. Tra gli altri: S.C.Myers, The Capital Structure Puzzle, in Journal of Finance, 32, 1984, pagg. 581-582; A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 510.

¹¹¹ A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come “[...] Nella teoria dell'ordine di scelta si ipotizza che l'attrattiva dei benefici fiscali degli interessi sia un effetto di second'ordine. I rapporti d'indebitamento variano quando c'è uno squilibrio tra il flusso di cassa interno, al netto dei dividendi, e le reali opportunità di investimento. Le imprese ad alta redditività ma con opportunità di investimento limitate tendono a un rapporto d'indebitamento basso. Le imprese le cui opportunità di investimento oltrepassano i mezzi generati all'interno sono portate a indebitarsi sempre di più. Questa teoria spiega la relazione intra-industriale inversa tra la redditività e la leva finanziaria”, in Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 510. M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinzia, evidenziano come “Nella pratica quindi le aziende che hanno elevata redditività non dovrebbero indebitarsi per sfruttare lo scudo fiscale del debito: se l'autofinanziamento è sufficiente a coprire gli investimenti

In termini generali, dunque, non esiste un rapporto obiettivo tra debito ed equity. Il livello di indebitamento per ciascuna azienda è funzione delle sue necessità cumulate di finanziamento esterno¹¹² ovvero del fabbisogno finanziario non coperto da autofinanziamento¹¹³.

La scelta di far riferimento a fonti di finanziamento interne piuttosto che esterne, consente al management di mantenere flessibilità ed autonomia gestionale rispetto al sistema bancario ed al mercato finanziario¹¹⁴. In particolare il management dell'azienda privilegia l'autofinanziamento per due principali ordini di considerazione: tenere basso il rischio di *default* nel lungo periodo mantenendo quando più possibile le risorse all'interno dell'azienda; tenere alto il controllo e la flessibilità dell'azienda non riducendo l'autonomia strategica e gestionale¹¹⁵. In tal senso la teoria conferma la logica

pianificati l'azienda non dovrebbe affatto indebitarsi. Analogamente in materia di riserve di liquidità non ne esisterebbe un livello ottimale, dato che esso sarebbe frutto dei maggiori o minori fabbisogni indotti dalla politica degli investimenti. In altri termini, se l'autofinanziamento eccede il fabbisogno necessario a finanziare gli investimenti allora si creano automaticamente – e quindi non in base a politiche volte a cercare livelli ottimali – delle riserve di liquidità” in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 10.

¹¹² A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 510.

¹¹³ P.Galbiati, con riferimento alla teoria dell'ordine di scelta, evidenzia come “[...] non si parla di un rapporto ben definito fra debiti e capitale proprio perché ci sono due tipi di mezzi propri, di cui uno è in cima alla classifica e l'altro all'estremo opposto. L'indice di indebitamento di ogni azienda rifletterebbe, in base a questa teoria, l'esigenza complessiva di fondi non soddisfatti dall'autofinanziamento”, in La struttura finanziaria delle imprese, Egea, Milano, 1999, pag. 55. M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, evidenziano come “[...] secondo la pecking order theory la creazione di valore passa sostanzialmente per le scelte d'investimento, mentre le scelte di struttura finanziaria non creano valore e seguono una gerarchia di accesso che dà priorità alle fonti che non sono penalizzate dalle asimmetrie informative” in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 10.

¹¹⁴ La teoria si struttura sull'assunto che i principali fattori per il management sono controllo e flessibilità. Le fonti di finanziamento esterne riducono la flessibilità (con riferimento al capitale di debito) ed il controllo (con riferimento al capitale di rischio). Pertanto il fabbisogno finanziario deve essere coperto facendo preferibilmente ricorso all'autofinanziamento. In tal senso la teoria delinea una strategia finanziaria volta all'autosufficienza coerentemente con gli obiettivi manageriali di sopravvivenza ed indipendenza. V.Comito evidenzia come “Nel privilegiare frequentemente le fonti interne di finanziamento, le imprese a conduzione manageriale hanno come obiettivo fondamentale, tra l'altro, quello di mantenere rilevanti livelli di autonomia rispetto al sistema bancario e al mercato finanziario. In sistemi a forte presenza di azionisti di controllo, la motivazione potrebbe essere ricercata nella scarsa voglia di far entrare estranei nella compagine sociale. Diventano quindi molto importanti in questo caso le tematiche relative al rapporto tra struttura finanziaria e struttura di proprietà/controllo dell'impresa [...] Un'altra motivazione alla non elevata tendenza al ricorso alle fonti esterne fa riferimento, nelle imprese a proprietà diffusa, alla scarsa propensione a sottoporsi alla disciplina di mercato, qual è richiesta da un'emissione azionaria, o anche semplicemente a volte dall'apertura di un rapporto d'indebitamento”, in Idee e Capitali, Isedi, Torino, 2001, pag. 193.

¹¹⁵ Donaldson G. “Managing corporate wealth: the operations of a comprehensive financial goals system, New York, Praeger Publishers, 1984. A.Damodarn, con riferimento alla teoria dell'ordine di scelta, evidenzia come “La teoria si basa sul seguente ragionamento. Per il management, i fattori più importanti sono la flessibilità e il controllo. Poiché ricorrere a mezzi di finanziamento esterni riduce la flessibilità (soprattutto se si ricorre al debito) e il controllo (le obbligazioni hanno clausole talora molto restrittive; le emissioni azionarie aumentano il numero delle azioni e riducono la percentuale detenuta dagli insider), il management preferirà avvalersi, nei limiti del possibile dell'autofinanziamento (utili non distribuiti); inoltre, l'utilizzo di utili non distribuiti non comporta i costi di transazione associati invece all'emissione di debito, e ancor di più, all'emissione di azioni”, in Finanza aziendale, Apogeo, Milano, 2001, pag. 319.

dei costi di transazione¹¹⁶: la struttura finanziaria rappresenta uno strumento di direzione d'azienda.

Nella teoria dell'ordine di scelta particolare rilevanza è attribuita alle asimmetrie informative per effetto delle quali il management ha maggiori informazioni rispetto agli investitori¹¹⁷. L'informazione asimmetrica, infatti, influenza la scelta tra finanziamento interno ed esterno¹¹⁸: risulta difficile per gli azionisti valutare accuratamente il prezzo delle azioni emesse quando sono meno informati del management sulle effettive dinamiche aziendali¹¹⁹. In termini generali quanto maggiori sono le asimmetrie informative tanto maggiore è la probabilità di emettere nuove azioni ad un prezzo inferiore al prezzo di mercato antecedente l'annuncio del collocamento azionario per effetto dello sconto applicato dagli investitori. Questi, infatti, ritengono che l'azienda preferirà finanziarsi mediante ricorso a nuovo equity solo se riterrà il prezzo corrente delle azioni conveniente. In tal senso il mercato tende a considerare l'emissione di nuove azioni come un "segnale" della sopravvalutazione del titolo con conseguente applicazione di uno sconto sul prezzo di collocamento. Esso è tanto maggiore quanto maggiore è la carenza di informazioni ovvero quanto maggiori sono le asimmetrie informative¹²⁰.

¹¹⁶ O.Williamson, *Corporate Finance and Corporate Governance*, in "Journal of Finance", luglio 1988.

¹¹⁷ In determinati casi è possibile che siano gli investitori a detenere maggiori informazioni rispetto al management.

¹¹⁸ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come "*La teoria dell'ordine di scelta inizia con un'informazione asimmetrica, un termine fantasioso per indicare che i manager conoscono, più degli investitori esterni, le prospettive, i rischi e i valori delle loro imprese. [...] L'informazione asimmetrica influenza la scelta tra finanziamento interno ed esterno e tra indebitamento ed emissione di azioni. Questo porta a un ordine di scelta, in cui l'investimento è finanziato prima con fondi interni, soprattutto utili reinvestiti; poi con nuove emissioni di debito; e infine con nuove emissioni di azioni. Le azioni rappresentano l'ultima risorsa, quando l'impresa esaurisce la sua capacità di indebitamento, cioè quando la minaccia dei dissesti porta i creditori esistenti e il direttore finanziario a soffrire regolarmente di insonnia*", in *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 507.

¹¹⁹ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, con riferimento alla preferenza del debito rispetto a nuovo equity, evidenziano come "*[...] Risulta difficile per gli azionisti valutare accuratamente il prezzo delle azioni emesse quando sono meno informati del management sulle condizioni dell'impresa (asimmetria informativa). Questa situazione può portare a una certa riluttanza da parte degli azionisti a sottoscrivere nuove emissioni azionarie*", in *Finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 550.

¹²⁰ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, evidenziano come "*Premesso che è ragionevole pensare che il management abbia informazioni migliori degli azionisti e che questi a loro volta ne dispongono di migliori rispetto ai terzi finanziatori, si può sostenere che queste asimmetrie informative non sono affatto ininfluenti sulle politiche del passivo. Infatti, se per esempio il management di un'azienda vuole emettere azioni e raccogliere così capitale di rischio, mediamente cercherà di farlo se ritiene che il prezzo corrente di mercato delle azioni è conveniente, ossia sopravvalutato. Se viceversa il prezzo corrente delle azioni fosse ritenuto dal management inferiore al valore reputato equo, allora l'azienda opterebbe per strumenti di debito. Tale ragionamento non sfugge certo al mercato che – in assenza di informazioni che possano indurre a pensare il contrario – considererà l'emissione azionaria come un'ammissione del fatto che il titolo è sopravvalutato e quindi chiederà uno sconto sul prezzo di collocamento. Tale sconto sarà tanto maggiore quanto maggiore è la carenza informativa del mercato e potrà essere tale da persino indurre l'azienda a rinunciare al collocamento azionario propendendo per l'indebitamento. Ne discende che l'azienda che considera il suo titolo sottovalutato opererà per l'indebitamento, mentre quella che lo considera sopravvalutato potrà essere indotta a fare la stessa cosa nella misura in cui il mercato richiederà ampi sconti sul prezzo di emissione. [...] Secondo la pecking order theory è corretto supporre che maggiori sono le asimmetrie informative, maggiore è la possibilità di emettere nuove azioni a un prezzo di emissione inferiore al prezzo di mercato antecedente il momento dell'annuncio del*

Il ricorso a fonti interne in luogo di fonti esterne elimina le asimmetrie informative intercorrenti tra azienda e mercato: il management non deve preoccuparsi eccessivamente delle valutazioni espresse dal mercato sulla politica degli investimenti adottata non rivestendo questa “funzione segnaletica” circa le performance attuali e prospettive dell’azienda¹²¹.

La teoria dell’ordine di scelta sembra spiegare perché aziende redditizie generalmente sono anche quelle che fanno minor ricorso all’indebitamento: non perché abbiano un rapporto equity-debito obiettivo minore, ma perché non necessitano di fonti esterne. Le aziende meno redditizie, differentemente, fanno ricorso al debito in ragione di un basso autofinanziamento rispetto al fabbisogno finanziario. Queste aziende, pertanto, dovendo far ricorso a fonti esterne, preferiscono debito all’emissione di nuove azioni¹²².

La principale critica mossa alla teoria è la mancanza di una struttura analitico-quantitativa di base. Sembra inoltre spiegare meno le differenze settoriali nei rapporti di indebitamento¹²³. L’evidenza empirica¹²⁴, infine, non sempre mostra questo stretto

collocamento azionario. L’entità dello sconto non è certo ininfluenza per gli azionisti preesistenti che non sottoscrivono l’aumento del capitale, né lo è per il management che deve garantire performance azionarie ai propri azionisti, oltre ad avere magari parte della propria remunerazione agganciata a queste ultime” in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pagg. 9 e 11.

¹²¹ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinzia, evidenziano come “[...] le asimmetrie informative indirizzano le scelte in materia di struttura finanziaria e in particolare lo fanno dando priorità alle forme di raccolta che meno scontano dette asimmetrie. Pertanto le aziende prima ricorrono alle fonti interne, poi al debito e infine alle emissioni di nuove azioni” in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pagg. 9-10.

¹²² A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come “[...] L’ordine di scelta spiega perché le imprese più redditizie generalmente sono anche quelle che meno fanno ricorso al debito: non perché abbiano un rapporto d’indebitamento obiettivo minore, ma perché non necessitano di denaro esterno. Le imprese meno redditizie invece usano debito in quanto non hanno all’interno fondi sufficienti a coprire i loro programmi d’investimento e perché il finanziamento tramite debito è al primo posto nell’ordine di scelta del finanziamento esterno”, in Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 510.

¹²³ A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri evidenziano come “L’ordine di scelta ha meno successo quando spiega le differenze settoriali nei rapporti di indebitamento. Ad esempio, i rapporti d’indebitamento tendono ad essere bassi nei settori a elevata tecnologia e con veloce crescita, anche quando la necessità di capitale esterno è grande. Esistono anche imprese mature e stabili, come le compagnie elettriche, ad esempio, in cui un ampio flusso di cassa non è utilizzato per ripagare il debito. Altri rapporti di distribuzione dei dividendi restituiscono invece il flusso di cassa all’investitore”, in Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 511.

¹²⁴ E.F.Brigham, Financial Management, Theory and Practice, The Dryden Press, Chicago, 1985; W.S.Sekely, J.Markan Collins, Cultural Influences on International Capital Structure, in Journal of International Business Studies, 1988; D.K.Eiteman, A.L.Stonehill, Multinational Business Finance, Addison Wesley, 1973; G.Capoglu, “Prices, Profits and Financial Structures”, Elgar, Brookfield, 1991; M.T.Jacobs, “Short-Term America, The Causes and Cures of Our Business Myopia”, in Harvard Business School Press, Boston, 199; J.C.Abegglen, G.Jr.Stalk, “Kaisha, The Japanese Corporation”, Basic Books, New York, 1986; M.Aoki, “Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy”, Cambridge University Press, Cambridge, Mass, 1988 (trad.it. “La microstruttura dell’economia giapponese”, Franco Angeli, Milano, 1991); B.Friedmann, in M.Feldstein, “The Rise of Economic Crisis”, University of Chicago Press, Chicago, 1992. R.A.jr.Taggart, “Corporate Financing: Too Much Debt?”, in Harvard Business Review, maggio-giugno, 1986; : J.Graham, C.Harvey, “The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field”, in Journal of Financial Economics, Maggio 2001; Bancel, U.Mittoo, “The determinations of capital structure choice: a survey of European firms”, 2002.

ordine di scelta. Non è infatti raro il caso in cui l'azienda fa ricorso a nuove azioni anche quando potrebbe finanziarsi con debito¹²⁵.

1.5. – La teoria dei costi di agenzia

La teoria dell'agenzia, *Agency Cost Theory*¹²⁶, in termini generali ipotizza una relazione ovvero un contratto mediante il quale un soggetto (c.d. principal o delegante) delega un altro soggetto (c.d. agent o delegato) allo svolgimento di determinate attività in virtù di una delega decisionale. Così intesa la relazione principale-agente è suscettibile di applicazioni molto generali: essa infatti copre tutte le relazioni tra individui ed organizzazioni dove una parte opera per conto di un'altra¹²⁷.

In ambito aziendale la teoria dell'agenzia assume rilevanza in ragione della separazione tra proprietà e controllo¹²⁸, tipica del modello anglosassone ad azionariato diffuso.

¹²⁵ J.Berk, P.DeMarzo, con riferimento alla teoria dell'ordine di scelta evidenziano come “[...] Benchè sia difficile verificarla direttamente, questa ipotesi è coerente con i dati aggregati sul finanziamento delle imprese [...] che mostra che le imprese tendono a riacquisti netti (piuttosto che a emissioni nette) di capitale proprio, mentre sono emittenti di debito. In più la maggior parte degli investimenti è finanziata da utili non distribuiti, con un finanziamento netto esterno che nella maggior parte degli anni non supera il 30% delle spese in conto capitale. Queste osservazioni, tuttavia, sono anche coerenti con la teoria del trade-off sulla struttura finanziaria e c'è un'evidenza sostanziale del fatto che le imprese non seguono uno stretto ordine di scelta, emettendo azioni anche quando hanno possibilità di finanziarsi con il debito”, in Finanza aziendale 1, Pearson, Milano, 2008, pag. 537.

¹²⁶ Tra gli altri: 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; S.Grossman, O.Hart, The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, in Journal of Political Economy, agosto 1976; S.C.Myers, Determinants of Corporate Borrowing, in Journal of Financial Economics, novembre 1977; S.Titman, The effect of capital structure on the firm's liquidation decision, in Journal of financial economics, n. 13, 1984; M.C.Jensen, C.W.Smith Jr., Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory, in Recent Advances in Corporate Finance, edited by E.I.Altman, M.G.Subrahmanyam, Homewood Ill., Irwin, 1985, pagg. 93-131; R.S.Kay, Sockholder, Manager, and Creditor Interests: Application of Agency Theory and Informational Content of Optimal Dividend Constraints, in Recent Advances in Corporate Finance, edited by E.I.Altman, M.G.Subrahmanyam, Homewood Ill., Irwin, 1985, pagg. 173-186; W.S.Kim, E.H.Sorensen, Evidence of the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Policy, in Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 21, n.2, June 1986, pagg. 131-144; A.Shapiro, Corporate strategy and the capital budgeting decisions, in Midland Corporate Finance Journal, vol.4, 1986; 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 Quartely Journal of Economics, n.2, 1992; J.A.Brande, M.Poitevin, Managerial compensation and the agency costs of debt finance, in Managerial and Decision Economics, vol.13, 1992; R.G.Rajan, Insider and Outsider: the choice between relationship and arm's length debt, in Journal of Finance, n.4, 1992; S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 555-559.

¹²⁷ S.Micelli, con riferimento ai rapporti tra aziende, evidenzia come “La teoria dell'agenzia, pur senza venir meno ad alcuni assunti chiave della teoria economica come, ad esempio, le ipotesi standard sulla razionalità del decisore economico, interpreta il sistema economico come un universo di contratti fra operatori che, avendo obiettivi e preferenze differenti, devono organizzare i loro rapporti commerciali in modo tale da limitare i comportamenti di natura opportunistica”, in La teoria economica dei rapporti di fornitura, in La gestione dell'impresa (a cura di G.Volpato), Cedam, Padova, 1996, pag. 630.

¹²⁸ La separazione tra proprietà e controllo può realizzarsi secondo diverse modalità. La *public company* con azionariato diffuso rappresenta la forma di separazione per eccellenza. D.Venanzi, Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pag. 15 e ss.

In questo contesto gli attori aziendali, pur parimenti interessati alla realizzazione di un'attività economica, si caratterizzano per differenti funzioni di utilità e per la possibilità di disporre di informazioni differenti in ragione dell'esistenza di asimmetrie informative¹²⁹.

Nell'ambito del presente lavoro preme evidenziare gli effetti dell'indebitamento sulla relazione intercorrente tra azionisti e manager da un lato, e tra azionisti e creditori dall'altro.

Con riferimento alla relazione tra azionisti e manager, in presenza della separazione tra proprietà e controllo, gli azionisti non esercitano direttamente la gestione dell'azienda delegandola al management in ragione di un potere discrezionale a questi riconosciuto.

In questo contesto il problema risiede nelle differenti funzioni di utilità personali che caratterizzano manager ed azionisti, con conseguente individuazione di obiettivi e comportamenti divergenti, e nelle asimmetrie informative¹³⁰ derivanti dal diverso accesso alle informazioni aziendali con i primi che dispongono di maggiori e migliori informazioni sulle dinamiche aziendali rispetto ai secondi¹³¹. E' dunque possibile che i manager possano operare seguendo logiche e motivazioni divergenti rispetto agli azionisti¹³² in ragione della non convergenza degli interessi¹³³. E' possibile, infatti, che i

¹²⁹ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, evidenziano come *“Gli agency costs sono strettamente collegati alla presenza di asimmetrie informative, ossia non solo dal fatto che i diversi attori aziendali hanno differenti funzioni di utilità personale, ma anche dal fatto che hanno un diverso accesso alle informazioni aziendali”*, in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 9.

¹³⁰ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, dopo aver sottolineato come i costi di agenzia siano strettamente connessi alle differenti funzioni di utilità personale degli attori aziendali ed alle asimmetrie informative, con riferimento a queste ultime evidenziano *“Premesso che è ragionevole pensare che il management abbia informazioni migliori degli azionisti e che questi a loro volta ne dispongono di migliori rispetto ai terzi finanziatori, si può sostenere che queste asimmetrie informative non sono affatto influenti sulle politiche del passivo”* in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 9.

¹³¹ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, con riferimento alla divergenza di interessi tra azionisti e management, evidenziano come *“[...] occorre far presente che i disallineamenti fra funzioni di utilità personali e accesso alle informazioni aziendali nascono da fatto che – nel mondo anglosassone ad azionariato diffuso – gli azionisti (c.d. principal o deleganti) di un'azienda non esercitano direttamente la gestione aziendale, ma vi provvedono per il tramite del management (c.d. agent o delegato)”*, in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pagg. 7-8.

¹³² P.Capaldo evidenzia come *“[...] in quelle imprese, ordinariamente di vastissima dimensione, rette da persone diverse dai portatori del capitale o comunque da persone che, pur essendo eventualmente azionisti della società, hanno – proprio per la loro posizione di amministratori e per la limitatezza del numero di azioni che posseggono – «motivazioni» diverse da quelle proprie dei puri e semplici azionisti. In altri termini, queste persone, anche quando sono azionisti, fondano i loro giudizi di convenienza su circostanze diverse dai lucri connessi al possesso azionario (tipicamente dividendi e «guadagni di capitale»), in quanto tali lucri hanno scarso rilievo rispetto alle altre «motivazioni», o meglio rispetto agli altri interessi connessi, appunto, alla loro posizione di amministratori. Gli amministratori delle imprese in parola – le quali per solito appartengono a società con azioni quotate in borsa – trovano un potente stimolo all'espansione dell'impresa nella considerazione del fatto che il loro prestigio e la loro remunerazione crescano al crescere della dimensione dell'impresa stessa. Sicchè essi, comunemente, più che a massimizzare il saggio di reddito riferito al capitale proprio, tendono a massimizzare il saggio di sviluppo, compatibilmente con il conseguimento di un flusso di reddito atto a consentire un'adeguata remunerazione del capitale azionario. De resto una remunerazione adeguata è tutto ciò che comunemente richiedono gli azionisti per conservare la loro fiducia agli amministratori”, in 'autofinanziamento nell'economia dell'impresa, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 61.*

¹³³ P.Galbiati evidenzia come *“Alcuni filoni dottrinali, definiti in senso lato «manageriali», portano poi l'ipotesi che il cordone ombelicale che collega i manager agli azionisti sia nella realtà reciso. In altri*

manager assumano comportamenti volti al raggiungimento di obiettivi non in linea con quelli degli azionisti¹³⁴. In tal senso si noti come mentre gli azionisti sono interessati principalmente al ritorno sull'investimento – in termini di dividendi e capital gain – i manager sembrano maggiormente interessati alla crescita dimensionale dell'azienda in quanto ciò accresce il loro prestigio e potere¹³⁵.

Gli azionisti sono, dunque, chiamati a sostenere dei costi di agenzia – che è possibile definire come “costi di agenzia sull'equity”¹³⁶ – in ragione dell'adozione dei sistemi di controllo per monitorare l'operato dei manager ovvero dei sistemi di incentivazione da adottare per indurre la convergenza delle diverse classi di interesse¹³⁷. In termini generali sembra possibile affermare che i costi di agenzia sull'equity derivano dall'adozione di politiche volte a contenere i danni derivanti dai conflitti di interesse che possono sorgere tra azionisti e manager.

termini, i manager agirebbero secondo logiche e con motivazioni divergenti rispetto agli interessi degli azionisti. Alcuni danno particolare rilievo al fenomeno nei casi in cui l'azienda versa in difficoltà, altri invece hanno formulato una teoria più generale che individua i cosiddetti costi di agenzia, indipendenti dalla congiuntura aziendale, legati alla presenza nell'azienda di manager diversi dall'imprenditore-azionista. Il presupposto della teoria in esame è che nelle aziende dirette da manager si instaurano dei rapporti «di agenzia» nel cui ambito gli azionisti delegano alcuni compiti conferendo ai manager dei poteri da esercitare con discrezionalità”, in La struttura finanziaria delle imprese, Egea, Milano, 1999, pagg. 75-76.

¹³⁴ Se l'azienda è interamente posseduta dall'imprenditore-manager, allora le decisioni assunte necessariamente massimizzano l'utilità del manager in termini sia di benefici monetari che non monetari. Se, invece, l'azienda è posseduta al 90% dall'imprenditore, allora per il manager il peso relativo dei benefici monetari è inferiore rispetto ai benefici non monetari: è, infatti, nelle condizioni per ottenere a pieno i secondi e solo parzialmente i primi. Aumentano, dunque, le probabilità che il manager ponga in essere azioni che non massimizzano l'*equity value*. P.Galbiati, *La struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano, 1999, pagg. 76-77.

¹³⁵ P.Capaldo, evidenzia come “[...] in quelle imprese, ordinariamente di vastissima dimensione, rette da persone diverse dai portatori del capitale fondano i loro giudizi di convenienza su circostanze diverse dai lucri connessi al possesso azionario (tipicamente dividendi e «guadagni di capitale»), in quanto tali lucri hanno scarso rilievo rispetto alle altre «motivazioni», o meglio rispetto agli altri interessi connessi, appunto, alla loro posizione di amministratori”. Ponendo l'accento sulla divergenza di obiettivi tra azionisti e manager, soprattutto con riferimento alle società quotate, evidenzia come i manager “[...] trovano un potente stimolo all'espansione dell'impresa nella considerazione del fatto che il loro prestigio e la loro remunerazione crescano al crescere della dimensione dell'impresa stessa. Sicchè essi, comunemente, più che a massimizzare il saggio di reddito riferito al capitale proprio, tendono a massimizzare il saggio di sviluppo, compatibilmente con il conseguimento di un flusso di reddito atto a consentire un'adeguata remunerazione del capitale azionario. Del resto una remunerazione adeguata è tutto ciò che comunemente richiedono gli azionisti per conservare la loro fiducia agli amministratori”, in *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 61.

¹³⁶ D.Venanzi evidenzia come “Se si ipotizza la possibilità da parte degli investitori esterni di vincolare e controllare il comportamento del manager-azionista attraverso meccanismi operativi o sistemi premianti, dietro il sostenimento di costi, il valore dell'impresa risulta ridotto per effetto di questi costi, definiti appunto costi di agenzia dell'equity”, in *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson, Milano, 2010, pag. 14.

¹³⁷ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, con riferimento alla divergenza di interessi tra azionisti e management, evidenziano come gli azionisti siano esposti al rischio che “[...] il management possa utilizzare le risorse di proprietà degli azionisti prestando maggiore attenzione ai propri benefici e non a quelli dei soci. [...] per limitare tali rischi gli azionisti debbano far ricorso a misure di controllo e/o di incentivazione costose. Si configurano pertanto in capo agli azionisti dei costi, i cosiddetti *agency costs* o *costi di agenzia*”, in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pag. 8.

Il ricorso all'indebitamento sembra ridurre i costi di agenzia in quanto introduce meccanismi di "disciplina" per il management. L'indebitamento, infatti, soprattutto se elevato, si accompagna ad un rischio di dissesto imponendo, dunque, ai manager rigore gestionale. Questi sono pertanto spinti verso l'adozione di comportamenti in linea con la massimizzazione del valore per gli azionisti¹³⁸. La probabilità di dissesto, che si accompagna all'indebitamento spinge i manager verso l'adozione di logiche gestionali accorte e rigorose che, di fatto, si traducono nella massimizzazione dell'*equity value*¹³⁹. Pertanto al crescere dell'indebitamento l'incremento della probabilità di dissesto spinge verso una sempre maggiore disciplina gestionale con effetti positivi sull'*equity*.

Alcuni studi¹⁴⁰ hanno evidenziato come anche in assenza di rischio di dissesto finanziario, l'alto indebitamento svolge una funzione di indirizzo per il management costringendolo ad indirizzare le minori risorse disponibili verso investimenti più profittevoli con conseguente incremento di valore per gli azionisti. Questo effetto è tanto più evidente nel *leveraged buyout* dove l'evidenza empirica sembra confermare la riduzione dei costi di agenzia per effetto dell'elevato indebitamento¹⁴¹.

In tutti i casi, dunque, si genera una convergenza tra gli interessi degli azionisti e dei manager con conseguente riduzione della conflittualità¹⁴². E' in tal senso, dunque, che è possibile parlare di "benefici di agenzia" connessi al debito¹⁴³.

¹³⁸ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, evidenziano come "[...] sembrerebbe potersi riconoscere al debito una funzione "moralizzatrice" dato che l'obbligo di rispettare gli impegni contrattuali costringerebbe il management a evitare di disperdere risorse finanziarie in iniziative senza un ritorno adeguato a consentire almeno il rimborso del debito e quindi anche una remunerazione per gli azionisti stessi. Ne discende che le scelte di struttura finanziaria possono ridurre gli agency costs e quindi creare, seppur indirettamente, valore per gli azionisti" in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag.8.

¹³⁹ In assenza di indebitamento il surplus di ricchezza prodotto potrebbe indurre il management a "tollerare" una gestione poco rigorosa. A.Salvi evidenzia come "*La disponibilità di abbondanti free cash flow, può dar luogo a due conseguenze importanti: il management tende a sovrainvestire in iniziative a valore attuale netto negativo; induce a una maggiore "tolleranza" verso gli errori decisionali, dai quali il management si sente protetto grazie alla disponibilità di risorse di cui poter attingere per rimediare agli errori commessi*", in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, Egea, 2004, pag. 440. N.Miglietta evidenzia come "[...] Nel caso di risorse finanziarie limitate [...] 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 in quanto non farebbe se fosse l'unico proprietario, generando quindi sub-ottimi decisionali [...]. 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", in La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa, Giappichelli, Torino, 2004, pagg. 65-66.

¹⁴⁰ L.Lang, E.Ofek, R.M.Stulz, "*Leverage, Investment, and Firm Growth*", in Journal of Financial Economics, 40,1996, pagg. 3-29.

¹⁴¹ Tra gli altri: K.G.Palepu, Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis, in Journal of Accounting and Economics, n. 8, 1986; K.G.Palepu, Consequences of LBO, Journal of Financial Economics, vol. 26, 1990; C.Smith, Corporate ownership structure and performance: the case of management buyouts, in Journal of Financial Economics, vol. 26, 1990; S.Kaplan, Campeau's acquisition of Federated: value destroyed or value added, in Journal of Financial Economics, vol. 25, 1989.

¹⁴² Tra gli altri: M.C.Jensen, Takeovers: Their Causes and Consequences, in Journal of Economic Perspectives, n. 2, 1988, pagg. 21-48; M.C.Jensen, Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in American Economic Review, Vol. 76, n. 2, maggio 1986, pagg. 323-329; M.C.Jensen, The Link Between Capital Structure and Shareholder Value, Bank of America Roundtable, in Discussing the revolution in Corporate Finance, edited by D.H.Chew Jr., Malden, Massachusset, Blackwell, 1998, pagg. 126-127; M.C.Jensen, Active Investors, LBOs, and the Privatization of

Con riferimento, poi, alla relazione tra azionisti e creditori, la teoria dell'agenzia evidenzia come gli azionisti possano spingere il management verso l'adozione di comportamenti opportunistici in vista della massimizzazione dell'*equity value* a danno dei creditori. I costi di agenzia – che è possibile definire come “costi di agenzia sul debito” – fanno riferimento a quei costi che l'azienda deve sostenere a seguito dell'assunzione di comportamenti cautelativi da parte dei creditori¹⁴⁴.

L'indebitamento, infatti, incrementando il rischio di dissesto, rende più marcate le divergenze di interessi tra azionisti e creditori massimizzando i costi necessari a mantenere stabili relazioni a vantaggio dell'azienda¹⁴⁵.

In particolare la conflittualità tra azionisti e creditori in presenza di indebitamento, tende a focalizzarsi principalmente sulla politica degli investimenti-disinvestimenti e sulla politica dei dividendi adottate dall'azienda.

Con riferimento alla politica degli investimenti-disinvestimenti, gli azionisti potrebbero spingere, in presenza di rischio di dissesto, verso investimenti in progetti ad alto rendimento ma molto rischiosi¹⁴⁶. Detti investimenti in caso di successo, salverebbero

Bankruptcy, in *Journal of Applied Corporate Finance*, febbraio 1989, pag. 44; B.Stewart, *The Link Between Capital Structure and Shareholder Value*, Bank of America Roundtable, in *Discussing the revolution in Corporate Finance*, Malden, MA, edited by D.H.Chew Jr., Blackwell, 1998, pag. 44.

¹⁴³ Il debito, emesso in sostituzione dell'*equity*, esercita una funzione di controllo sul comportamento dei manager spingendoli all'adozione di comportamenti in linea con l'obiettivo della massimizzazione dell'*equity value*. In tal senso si parla di beneficio di agenzia. In ipotesi di elevati flussi di cassa disponibili e ridotte opportunità di investimento profittevoli – come può essere il caso di aziende con elevati *cash-flow* che operano in settori maturi – l'obbligo di fronteggiare il debito, riduce, di fatto, l'ambito di discrezionalità dei manager e quindi il rischio connesso all'assunzione di comportamenti non ottimali nell'ottica degli azionisti. Assumere, infatti, che i manager possano porre in essere comportamenti volti alla massimizzazione dei propri interessi, fa riferimento, in termini più generali, alla possibilità che questi pongano in essere decisioni di overinvestment. La crescita dell'azienda, infatti, genera vantaggi importanti per i manager. In tal senso basti considerare come essa determini aumento delle risorse sotto il loro controllo. Cfr. M.Jensen, *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, in *American Economic Review*, n.2, 1986.

¹⁴⁴ A.Damodarna evidenzia come “*Gli investitori azionari, che hanno un diritto residuale sui flussi di cassa, tendono a favorire iniziative che aumentano il valore delle loro partecipazioni, anche se questo significa aumentare il rischio che gli obbligazionisti (che detengono diritti fissi sui flussi di cassa) non riceveranno i pagamenti promessi. Gli obbligazionisti, dal canto loro, hanno interesse a conservare e aumentare la certezza di ricevere tali pagamenti. Poiché in genere gli azionisti controllano la gestione dell'impresa, i loro interessi prevarranno su quelli degli obbligazionisti, almeno che questi ultimi non intraprendano una qualche azione protettiva. Prendendo in prestito denaro, un'impresa si espone a questo conflitto di interessi e alle sue conseguenze negative e ne paga il prezzo in termini di tassi di interesse più elevati e minore libertà nel prendere le decisioni. Tali costi vengono indicati con il termine di costi di agenzia*”, in *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, 2006, pag. 323.

¹⁴⁵ N.Miglietta evidenzia come il debito presenti “[...] 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 perdite di valore”, e poi evidenzia come i costi di agenzia del debito possano essere riclassificati 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”, in *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino, 2004, pag. 68.

¹⁴⁶ Gli azionisti potrebbero, in particolari circostanze, essere tentati di investire in progetti molto rischiosi abbracciando la logica del “tutto per tutto” dove il non verificarsi degli eventi sperati spinge l'azienda

l'azienda aumentandone il valore senza, però, modificare il valore del debito; in caso di insuccesso, determinerebbero il fallimento dell'azienda risultando compromessa, probabilmente in via definitiva, la sua capacità di far fronte ai propri obblighi verso i creditori.

Allo stesso modo, gli azionisti potrebbero spingere a non investire in progetti a lungo termine¹⁴⁷ ovvero a disinvestire in quei progetti a lungo termine già in essere in vista della massimizzazione dei flussi di cassa netti di breve periodo¹⁴⁸ con conseguenti effetti negativi sulla capacità competitiva dell'azienda in ottica prospettica.

Con riferimento alla politica dei dividendi, in presenza di condizioni di crisi, gli azionisti potrebbero spingere verso l'adozione di una politica di alti dividendi con conseguente riduzione dell'autofinanziamento e, quindi, delle risorse disponibili ad essere investite nelle attività aziendali.

Un'alta politica dei dividendi sottrae, inoltre, risorse da poter destinare al ripiano del debito con conseguente riequilibrio della struttura finanziaria e riduzione del rischio.

Per sopperire, poi, alla riduzione delle risorse disponibili ad essere investite nelle attività aziendali, per effetto di una politica di alti dividendi, gli azionisti potrebbero spingere verso il ricorso a nuovo debito. Per ridurre il costo del debito potrebbero, inoltre, porre a garanzia le attività aziendali ovvero assegnare al nuovo debito priorità rispetto al debito persistente con conseguente danno per gli attuali obbligazionisti¹⁴⁹.

A ben vedere le politiche che possono generare danno ai creditori hanno effetti negativi immediati sul valore dell'azienda e quindi sull'*equity value*. I costi sostenuti dai creditori al fine di esercitare stretti controlli sull'azienda si traducono, di fatto, in maggior costo del debito¹⁵⁰. In termini generali, la mancanza di fiducia da parte dei creditori genera un incremento del costo del capitale per l'azienda in via anticipata e non necessariamente correlato alla effettiva messa in opera dei comportamenti opportunistici da parte degli azionisti¹⁵¹.

irrimediabilmente verso il fallimento. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come “[...] *Gli azionisti di imprese che usano il debito guadagnano quando aumenta il rischio operativo. I responsabili finanziari che agiscono rigorosamente nell'interesse dei loro azionisti (e contro gli interessi dei creditori) preferiranno progetti rischiosi rispetto a quelli sicuri. Possono addirittura intraprendere progetti rischiosi con VAN negativi*”, Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 500.

¹⁴⁷ Gli azionisti potrebbero essere incentivati a non investire in progetti a lunga scadenza ritenendo che il rischio di dissesto è tale che l'azienda, di fatto, è di proprietà dei creditori.

¹⁴⁸ In questo caso l'azienda potrebbe subire un doppio danno con riferimento alla perdita di parte dell'investimento già realizzato ed alla riduzione della capacità di competere sul mercato in ottica prospettica.

¹⁴⁹ Particolare attenzione meritano le politiche di *bait and switch* dove l'indebitamento è incrementato in modo controllato sino ad un certo livello oltre il quale subisce un forte incremento con conseguente rilevante variazione del profilo di rischio dell'azienda. L'incremento del rischio non grava solo sui nuovi sottoscrittori di debito ma anche su quelli attuali che vedono, dunque, allineato al rialzo il loro profilo di rischio. In tal senso tipico è il caso del *Leverage buyout* in cui il debito impiegato per l'acquisizione dell'azienda determina un considerevole incremento del rischio complessivo che va a gravare anche sui precedenti investitori in debito.

¹⁵⁰ S.C.Myers, Determinants of Corporate Borrowing, in Journal of Financial Economics, novembre 1977.

¹⁵¹ A. Salvi evidenzia come “*Il rischio principale dei conflitti di agenzia è che, paradossalmente, può accadere che i costi relative vengano sostenuti dagli azionisti. [...] I creditori sanno che gli azionisti possono intraprendere uno o più comportamenti opportunistici. La loro tattica difensiva di fronte a tale*

Proprio per evitare l'incremento del costo del debito che l'azienda opera *ex-ante* soprattutto facendo ricorso a clausole di protezione per i creditori, i *covenant*, che impongono limiti al comportamento di manager ed azionisti in presenza di determinate condizioni aziendali al fine di garantire gli interessi dei creditori¹⁵².

Da quanto detto sembra emergere non tanto l'esistenza di un livello di indebitamento ottimale ma di tanti livelli di indebitamento ottimali quanti sono gli attori aziendali¹⁵³. Il livello di indebitamento ottimale, infatti, varia al variare dell'ottica di osservazione degli attori coinvolti per effetto dei diversi interessi perseguiti.

1.6. – Il modello del ciclo di vita dell'azienda

Il modello del ciclo di vita dell'azienda si struttura sull'assunto dell'esistenza di una relazione tra livello di indebitamento e dimensione dell'azienda¹⁵⁴. E' bene evidenziare che pur assumendo l'esistenza di questa relazione, dove comunque non sembra chiara la relativa direzione¹⁵⁵, la dimensione non deve essere considerata una determinante del *leverage*, ma un elemento che discrimina i fattori di base in sede di definizione della struttura finanziaria. Due sono le interpretazioni¹⁵⁶. La prima ipotizza l'esistenza di un legame negativo tra dimensione dell'azienda e *leverage*. In tal senso la maggior dimensione dell'azienda comporterebbe: minor costi, in termini relativi, di emissione dell'equity e minore incidenza sull'allocazione del controllo; più alti costi di dissesto; minori asimmetrie informative in ragione di una maggiore trasparenza e notorietà sul

pericolo è quella di aumentare in via preventiva la remunerazione richiesta sui finanziamenti concessi, scaricando dunque sugli azionisti stessi il peso delle politiche opportunistiche potenzialmente attuabili" in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2^a ed., Egea, Milano, 2004, pag. 449.

¹⁵² Queste clausole di protezione in determinate situazioni possono essere negative, imponendo all'azienda il "non fare", ovvero positive, imponendo all'azienda il "fare". Per quanto specifiche e ben architettate possano essere queste clausole, non è possibile prevedere tutto quanto può accadere. Pertanto il rendimento richiesto dall'investitore può variare in ragione del margine di rischio che non può essere controllato mediante ricorso alle clausole di protezione.

¹⁵³ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, evidenziano come: "Se quindi esiste un modo di massimizzare il valore dell'azienda attraverso le politiche del passivo, allora ricercare la struttura finanziaria ottimale è un tema di assoluto interesse. Il problema è che gli attori aziendali che possono ricercarlo sono diversi e soprattutto con diverse funzioni di utilità personali e differente accesso alle informazioni aziendali. [...] Tale divergenze di interessi e, conseguentemente, di comportamenti non riguarda solo gli azionisti e i terzi finanziatori, ma anche azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, azionisti e management", in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag.7.

¹⁵⁴ Il problema della dimensione aziendale è noto in dottrina. Per la sua analisi, dunque, si rinvia alla vasta letteratura di riferimento. In questa sede si ritiene opportuno accogliere l'impostazione secondo la quale la dimensione dell'azienda è definita in ragione di pochi elementi quali: il capitale investito, il livello dei ricavi, il numero di addetti. In tal senso D.Venanzi, Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pag. 39.

¹⁵⁵ D.Venanzi, con riferimento alla dimensione dell'azienda evidenzia come "E' certa l'influenza della variabile sul rapporto di indebitamento. Sono meno certi, di contro, sia il segno del legame con il leverage che la spiegazione teorica sottostante [...] Anche la linearità della relazione non è certa [...]. In molti casi la dimensione non è considerata semplicemente una determinante del leverage, ma una caratteristica che discrimina a monte i fattori che intervengono nella scelta della struttura finanziaria e quindi influenza il "tipo" di legame determinati-leverage osservabili", in Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pagg. 39-41.

¹⁵⁶ D.Venanzi, Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pagg. 40-43.

mercato¹⁵⁷. La seconda ipotizza l'esistenza di un legame positivo tra dimensione dell'azienda e *leverage*. In tal senso la maggiore dimensione dell'azienda comporterebbe: maggiore diversificazione¹⁵⁸, minori costi di agenzia connessi al debito, maggiore difficoltà ad incrementare l'equity facendo ricorso agli attuali azionisti¹⁵⁹. Inoltre la minore dimensione dell'azienda comporterebbe la riduzione dei costi di agenzia sull'equity, per effetto della non separazione tra proprietà e controllo, e l'aumento dei costi di agenzia sul debito in ragione di informazioni carenti e tendenzialmente poco trasparenti circa le attività aziendali¹⁶⁰.

Il modello ipotizza che le scelte di finanziamento varino anche in relazione alla fase del ciclo di sviluppo in cui si trova l'azienda¹⁶¹. La determinazione del livello di

¹⁵⁷ Studi condotti sulle aziende italiani evidenziano una relazione inversa tra dimensione aziendale e grado di *leverage*: le aziende di minori dimensioni si caratterizzano per alti livelli di indebitamento; le aziende di maggiori dimensioni si caratterizzano per contenuti livelli di indebitamento. P.Galbiati, La struttura finanziaria delle imprese, Egea, Milano, 1999, pagg. 99 e ss.

¹⁵⁸ In questo caso si assume che la dimensione sia indicativa del livello di diversificazione. In altre parole la dimensione è impiegata quale proxy del grado di diversificazione.

¹⁵⁹ Ciò vale per le aziende di grandi dimensioni non quotate.

¹⁶⁰ Nelle aziende di piccole dimensioni vi è solitamente coincidenza tra proprietà e controllo, per cui i costi di agenzia sull'equity tendono ad essere bassi. I costi di agenzia sul debito tendono ad essere elevati in ragione principalmente: della minore trasparenza informativa (funzione della natura per lo più privata delle transazioni sui diversi mercati, della mancanza di vincoli e controlli di tipo istituzionale, del poco ricorso a strumenti manageriali di gestione) e della maggiore flessibilità gestionale che si traduce nella possibilità di modificare facilmente il rischio degli asset con decisioni errate con conseguente incremento della potenzialità di comportamenti opportunistici a danno dei creditori (A.N.Berger, G.F.Udell, The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, in Journal of banking & finance, n. 22, 1998). Fermo restando le considerazioni precedentemente svolte, i costi di agenzia sul debito per le aziende di minori dimensioni possono essere bassi, e non alti, se si considera la "natura" del soggetto proprietario e le caratteristiche stesse di dette aziende. D.Venanzi evidenzia come "[...] Il proprietario non diversificato di un'impresa di minore dimensione (nella quale spesso investe il capitale umano proprio e della famiglia, il suo nome e la sua reputazione, essendo più debole la separazione tra impresa e imprenditore) valuta il rischio totale e non solo il rischio sistematico e può quindi dare priorità a obiettivi di riduzione di rischio (piuttosto che a obiettivi di massimo valore) che riducono o eliminano comportamenti di risk-shifting. L'utilità dell'imprenditore dipende anche da fattori non monetari quali la conservazione del lavoro proprio e dei familiari coinvolti, il mantenimento del controllo, l'eliminazione di responsabilità personali, l'autostima. Quindi, per questo aspetto la minore dimensione ridurrebbe i costi di agenzia del debito. Inoltre, l'identificazione dell'impresa con l'imprenditore persona fisica ovvia in parte ai problemi di trasparenza informativa dello small business, oltre a offrire forme aggiuntive di agenzia del debito. In aggiunta, va detto che il tasso di indebitamento delle imprese minori potrebbe risultare sopravvalutato: se a valori di mercato, in genere sconta una sottostima del valore del capitale proprio, per difficoltà a definire un valore di mercato (si tratta di imprese generalmente non quotate) e a includere elementi di capitale aggiuntivi, quali lavoro proprio, garanzie collaterali sul patrimonio personale, ecc., forniti a basso costo. Inoltre, nelle imprese di minore dimensione la separazione tra proprietà e impresa non è mai netta e di conseguenza non è netta la distinzione, almeno sul piano sostanziale, tra capitale di rischio e capitale di debito: spesso, per varie ragioni, la proprietà finanzia, a titolo di credito, l'impresa", in Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pag. 41.

¹⁶¹ Con riferimento alle aziende di piccole dimensioni diversi studi hanno evidenziato l'esistenza di un legame tra le scelte di struttura finanziaria e le fasi del ciclo di sviluppo dell'azienda. In particolare si evidenzia come: nelle prime fasi l'azienda ricorra maggiormente all'autofinanziamento in quanto la non stabilizzazione delle performance accompagnata alla carenza di informazioni (sia in termini quantitativi che qualitativi) rende pressochè necessario far ricorso al solo autofinanziamento; successivamente quando la crescita si accompagna ad una maggiore stabilizzazione delle performance ed ad una maggiore

indebitamento, pertanto, è anche funzione delle politiche finanziarie dell'azienda in ragione della fase del ciclo di sviluppo in cui si trova¹⁶².

strutturazione delle informazioni, l'azienda può far ricorso al *venture capital* e all'indebitamento prevalentemente bancario di breve e medio termine; infine raggiunte determinate dimensioni, una certa stabilizzazione delle performance ed una soddisfacente strutturazione delle informazioni, l'azienda può accedere a ai mercati finanziari alla ricerca di nuovo equity e debito prevalentemente obbligazionario. Tra gli altri: A.N.Berger, G.F. Udell, "The Economics of Small Business Finance: the Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", in Finance and Economics Discussion, Series 1998-15, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1998; G.C.Hall, P.J.Hutchinson, N.Michaelas, "Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMES's Capital Structure", in International Journal of the Economics of Business, 7, 2000; G.C.Hall, P.J.Hutchinson, N.Michaelas, "Determinants of the Capital Structures of European SMEs", in Journal of Business Finance & Accounting, vol.31, n.5-6, 2004; F.Chittenden, G.C.Hall, P.Hutchinson, "Small Firms Growth, Access to Capital Market and Financial Structure: review of Issues and an Empirical Investigation", in Small Business Economics, 8, 1996.

¹⁶² A.Salvi evidenzia come "[...] un quadro adeguato per poter comprendere la dinamica dei rapporti di indebitamento ottimali è offerto dall'analisi delle politiche finanziarie aziendali all'interno della fase del ciclo di vita che l'azienda attraversa", in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2ª ed., Egea, 2004, pag. 461. A. Damodarna sostiene che "[...] Nelle fasi di start-up e di high-growth, i benefici fiscali derivanti alle imprese dall'utilizzo del debito tendono a essere esigui o nulli in quanto gli utili degli investimenti in essere sono anche essi esigui o negativi. Di solito i proprietari di queste imprese sono coinvolti attivamente nella gestione, il che riduce la necessità del debito come meccanismo di disciplina del management. Inoltre, gli utili esigui e volatili fanno aumentare i costi attesi di fallimento. L'assenza di investimenti in essere significativi e la prospettiva di notevoli investimenti futuri rendono anche ed altri investitori poco propensi a concedere prestito a queste imprese, il che fa aumentare i costi di agenzia, che a loro volta assumono la forma di clausole più restrittive o tassi di interesse sul prestito più elevati. Via via che la crescita rallenta, il trade-off propende a favore del debito. Man mano che gli utili derivanti dagli investimenti in essere diventano maggiori e più facilmente prevedibili, aumentano i benefici fiscali e diminuiscono i costi attesi di fallimento. Inoltre, la presenza di significativi investimenti in essere e la serie di utili accumulati nel tempo consente agli investitori di sentirsi maggiormente protetti nel prestare fondi alle imprese. Infine, man mano che aumentano le dimensioni dell'impresa, il conflitto di interessi fra proprietari (azionisti) e management tende ad acuirsi, e di conseguenza aumentano i benefici derivanti dall'utilizzo del debito come meccanismo di disciplina", in Finanza d'azienda, Apogeo, Milano, 2006, pag. 338. P.Kotler, H.Kartajaja, S.D.Young, evidenziano come "Il fattore d'influenza più importante sui mezzi di finanziamento ricercati da un'azienda è la fase di sviluppo attraversata da quest'ultima [...] i metodi di finanziamento dipendono dalla dimensione, dalle prospettive di crescita, dai flussi di cassa e dal livello di rischio dell'azienda. Detto in altro modo, il processo di raccolta dei mezzi finanziari dipende dalla posizione dell'azienda nel suo ciclo di vita", in Come attrarre gli investitori. Raccogliere capitali per il proprio business con le regole del marketing, Il Sole 24 Ore, Milano, 2007, pagg. 18 e ss. M.Galeotti evidenzia come "Strategie finanziarie e sviluppo aziendale sono strettamente legati. Il percorso di crescita seguito dall'azienda e lo stadio di sviluppo raggiunto, concorrono, infatti, in modo decisivo, ad indirizzare le fondamentali scelte competitive sui mercati finanziari. I passaggi che contraddistinguono le varie fasi dello sviluppo aziendale trasformano, nel tempo, i caratteri qualitativi del fabbisogno finanziario, il profilo di rischio, la struttura di Governance; essi, inoltre, modificano le capacità e le modalità dell'azienda di porsi quale attraente occasione di impiego dei capitali. In particolare, per quanto riguarda il fabbisogno finanziario, questo si evolve nel tempo in funzione delle diverse fasi dello sviluppo aziendale, in quanto varia l'entità dei capitali necessari, cambiando le esigenze di durata del vincolo di finanziamento, si modificano la rapidità con cui è necessario reperire ed attivare nuove risorse finanziarie, muta, infine, il tasso di espansione del volume dei capitali impiegati. Allo stesso tempo, le diverse fasi di sviluppo aprono o precludono l'accesso a segmenti del mercato finanziario ed indirizzano l'azienda a ricercare i capitali in determinati ambiti competitivi (piuttosto che in altri), nei quali essa, proprio in virtù del suo percorso e momento strategico, può esprimere un'offerta finanziaria particolarmente attraente per gli investitori, realizzando condizioni

In particolare la relazione tra livello di indebitamento e ciclo di sviluppo dell'azienda¹⁶³ – strutturato sulle fasi di introduzione, espansione, crescita, maturità e declino¹⁶⁴ – è definita in ragione delle seguenti principali determinanti: beneficio fiscale, disciplina del debito, costi di agenzia, costi del dissesto, flessibilità finanziaria, asimmetrie informative¹⁶⁵.

In fase di introduzione, l'azienda è impegnata nell'ingresso nel mercato per cui è a rischio la sua stessa sopravvivenza.

Gli investimenti, soprattutto in capitale fisso, sono elevati per cui elevato è il fabbisogno di capitale. Allo stesso tempo si richiede una elevata flessibilità finanziaria in ragione della non stabilizzazione dei flussi in entrata e uscita.

Il livello di indebitamento è molto contenuto se non nullo. Gli oneri finanziari sul debito, infatti, possono non trovare copertura nei flussi di cassa che sono incerti e variabili. L'indebitamento, dunque, si accompagna ad un elevato rischio di dissesto per cui elevati sono i relativi costi. Inoltre la bassa capacità di generare reddito rende non significativo, se non del tutto assente, il beneficio fiscale connesso all'indebitamento.

I costi di agenzia sono tendenzialmente bassi non essendoci, sovente, separazione tra proprietà e controllo. In questa fase, infatti, l'azienda si caratterizza per una dimensione

di vantaggio competitivo", in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pagg. 176-177.

¹⁶³ L'analisi fa riferimento all'azienda mono-ASA, ovvero alla singola ASA. A livello Corporate, le fasi rilevanti del ciclo di sviluppo dell'azienda attengono alle decisioni inerenti la modifica del portafoglio strategico per diversificazione dell'attività e/o integrazione verticale. M.Galeotti, evidenzia con riferimento alla competitività dell'azienda sui mercati finanziari, come "A livello Corporate, le fasi finanziariamente rilevanti del ciclo di vitale dell'azienda attengono alle scelte di modifica del portafoglio strategico, per diversificazione dell'attività e/o per integrazione verticale. Esse riguardano, poi, i processi di crescita con ingresso in nuovi business o in ulteriori stadi produttivi o commerciali. Tali processi di crescita possono avvenire per linee interne oppure esterne mediante acquisizioni e fusioni. In ciascuna delle fasi esaminate l'azienda assume una peculiare identità finanziaria che influenza ed orienta le sue scelte strategiche nel mercato dei capitali. Tra le diverse situazioni sono, in particolare, l'introduzione, la crescita e la ristrutturazione (a livello business), nonché le acquisizioni (a livello Corporate) ad assumere maggiore interesse nell'ottica dei mercati finanziari. Infatti è in relazione ai momenti che precludono allo sviluppo della propria dimensione economica ed operativa che l'azienda manifesta il più ampio fabbisogno finanziario ed è quindi nella condizione, e nella necessità, di collocare sul mercato rilevanti quote del proprio capitale (di rischio o di credito). D'altro canto, è proprio in queste fasi di cambiamento che si realizzano le condizioni più idonee a produrre, in prospettiva, elevati capital gain e vantaggiose correlazioni tra il flusso attuale dell'investimento finanziario nel capitale dell'impresa ed i futuri flussi di ritorno prodotti dall'impresa stessa a beneficio dei propri finanziatori. Si vengono, quindi, a delineare le tre seguenti principali tipologie di investimento che l'azienda può offrire al mercato finanziario: - investimento per finanziare lo start-up; - investimento per finanziare l'espansione; - investimento per finanziare la ristrutturazione", in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pagg. 180-181.

¹⁶⁴ E' molto difficile separare in modo netto le fasi indicate. P.Kotler e W.G.Scott, con riferimento al ciclo di vita del prodotto, evidenzia come "Definire in quale momento una fase inizi e termini è un procedimento alquanto arbitrario. In genere, le fasi sono definite dai momenti in cui la crescita o il declino delle vendite divengono marcati", in Marketing Management, 7ª ed., Iseidi, Torino, 1993, pag. 511. Si noti come il ragionamento seguito in questa sede sia rappresentativo di una logica generale che poi trova concretizzazione in funzione delle caratteristiche dell'azienda e del mercato di riferimento. In sede attuativa, dunque, sono possibili differenze di comportamento della singola azienda.

¹⁶⁵ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinzia, Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pagg. 12-13; M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2ª ed., Egea, Milano, 2004, pagg. 461-463.

tale da non consentire la separazione tra proprietà e controllo. Ne consegue, anche, che l'effetto disciplina del debito verso il management risulta nullo.

Infine l'accesso ai mercati finanziari è reso ancor più complicato per le elevate asimmetrie informative derivanti dalla non strutturazione dell'azienda.

In questa fase, pertanto, la capacità di indebitamento è generalmente molto contenuta se non nulla.

In fase di espansione, l'azienda è impegnata a crescere nel mercato.

Gli investimenti in capitale fisso sono elevati in ragione dell'incremento della capacità produttiva. Gli investimenti in capitale circolante, soprattutto per la componente commerciale, tendono ad essere elevati per effetto della crescita dei ricavi. Il fabbisogno di capitale è, pertanto, consistente ed instabile per effetto delle variazioni della politica di investimento. La conseguente instabilità dei flussi di cassa rende necessaria una elevata, e instabile, flessibilità finanziaria.

Il livello di indebitamento continua ad essere contenuto anche se crescente. Gli oneri finanziari sul debito, infatti, possono non trovare copertura nei flussi di cassa che sono incerti e variabili. L'indebitamento, dunque, si accompagna ad alta probabilità di dissesto per cui sono elevati i relativi costi. Inoltre la capacità di generare reddito continua ad essere contenuta, per cui i benefici fiscali connessi al debito sono contenuti. I costi di agenzia sono tendenzialmente bassi. La eventuale separazione tra proprietà e controllo sovente è più questione di forma che di sostanza. Dunque anche i benefici derivanti dalla disciplina del debito imposta al management sono contenuti.

Infine l'accesso ai mercati finanziari è ancora molto complesso per le elevate asimmetrie informative in ragione di una tendenziale mancanza di trasparenza dovuta principalmente ad una struttura aziendale ancora in fase di sviluppo.

In questa fase, pertanto, la capacità di indebitamento continua ad essere contenuta anche se crescente.

In fase di crescita l'azienda è impegnata nel massimo sviluppo in termini di volume di produzione e vendita.

Le opportunità di investimento sono numerose e crescenti per cui il fabbisogno di capitale risulta elevato e stabile. Gli investimenti in capitale fisso e circolante sono elevati in vista del sostentamento della crescita aziendale. Allo stesso modo il bisogno di flessibilità finanziaria, allorché elevato, è tendenzialmente stabile.

Il livello di indebitamento è consistente e crescente anche per effetto della minore incidenza degli oneri finanziari sul reddito: gli oneri finanziari, infatti, trovano copertura in flussi di cassa, sia operativi che netti, positivi e crescenti. Il rischio di dissesto che si accompagna all'indebitamento è dunque contenuto per cui risultano bassi i relativi costi. Inoltre la accresciuta capacità di generare reddito rende realizzabile il beneficio fiscale connesso al debito che, sebbene contenuto, risulta crescente.

I costi di agenzia sono tendenzialmente crescenti in ragione di un processo sempre più accentuato di separazione tra proprietà e controllo imposto, di fatto, dalla crescita¹⁶⁶. Il processo di separazione si accompagna, poi, ai benefici di agenzia derivanti dalla disciplina del debito imposta al management che pur contenuti risultano crescenti.

¹⁶⁶ Lo sviluppo solitamente si accompagna ad una managerializzazione dell'azienda che a volte ne rappresenta l'effetto altre volte la causa.

Infine l'accesso ai mercati finanziari è anche favorito dalle asimmetrie informative che risultano contenute e decrescenti per effetto di una maggiore strutturazione dell'azienda e di una sua maggiore comprensione delle dinamiche dei mercati finanziari.

In questa fase, pertanto, la capacità di indebitamento è consistente e crescente.

In fase di maturità l'azienda ha raggiunto il massimo della sua potenzialità operativa ed è impegnata nella stabilizzazione delle proprie performance¹⁶⁷.

Le esigenze di investimento in capitale fisso e circolante sono tendenzialmente stabili e sotto controllo e sono volte ad incrementare l'efficienza e l'efficacia della gestione aziendale in vista del mantenimento delle potenzialità produttive e commerciali. Il fabbisogno di capitale pertanto tende ad essere stabile mentre il bisogno di flessibilità finanziaria tende ad essere contenuto.

Il livello di indebitamento è elevato ed è definito considerando tutti i vantaggi e svantaggi che a questo si accompagnano¹⁶⁸. I flussi reddituali e finanziari, sia operativi che netti, sono, infatti, generalmente elevati e stabili nel tempo consentendo in ogni momento la piena copertura degli oneri finanziari. Pertanto il rischio di dissesto che si accompagna all'indebitamento è basso per cui bassi sono i relativi costi. Inoltre l'elevata capacità di generare reddito rende pienamente realizzabile il beneficio fiscale connesso al debito.

I costi di agenzia sono tendenzialmente elevati proprio per un avvenuto processo di separazione tra proprietà e controllo imposto dalla crescita. In questo contesto sono elevati i benefici derivanti dalla disciplina del debito imposta al management.

Infine la maturità dell'azienda si accompagna, da una parte, ad una sua maggiore strutturazione, e dall'altra ad una maggiore comprensione dei mercati finanziari che si traduce, di fatto, in una sempre maggiore trasparenza con conseguente riduzione delle asimmetrie informative.

In questa fase, dunque, la capacità di indebitamento è elevata

In fase di declino il mercato non è più attraente per l'azienda ovvero questa non è più in grado di fronteggiare il contesto competitivo¹⁶⁹. Le performance aziendali tendono a ridursi al di sotto della media di mercato.

¹⁶⁷ M.Galeotti evidenzia come in questa fase “[...] vengano meno progressivamente le condizioni favorevoli che hanno fatto crescere (il vantaggio competitivo dell'azienda e/o l'elevato tasso di sviluppo del mercato)”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 179.

¹⁶⁸ A.Salvi evidenzia come “Le aziende di maggiori dimensioni – nella fase della loro maturità – tendono infatti a fare maggior ricorso al debito, a conferma della capacità di contenere il costo grazie a una maggiore disponibilità di garanzie”, in M.Dalocchio, A.Salvi, *Finanza d'azienda*, 2ª ed., Egea, 2004, pag. 461.

¹⁶⁹ M.Galeotti, evidenzia come in presenza di declino si aprano “[...] due possibili scenari: il passaggio ad una fase di raccolto, nella quale si riducono al minimo gli investimenti (o addirittura si eliminano del tutto) con l'obiettivo di massimizzare i flussi di cassa ed i rendimenti, e si “spreme” la posizione competitiva raggiunta per il residuo periodo di tempo in cui ciò è possibile, prima di abbandonare l'ASA. In alternativa occorre avviare una fase di ristrutturazione – prima o dopo che l'azienda sia entrata in crisi economica e finanziaria – con un radicale riorientamento strategico. In alcuni casi la crisi si associa anche all'insorgere di problemi societari che coinvolgono i rapporti tra gli azionisti; in situazioni di questo tipo la ristrutturazione presuppone e comprende (anche) cambiamenti negli assetti proprietari dell'impresa”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 180.

Le esigenze di investimento tendono a decrescere per effetto del ridursi delle opportunità di investimento. Pertanto il fabbisogno di capitale è tendenzialmente basso ed il bisogno di flessibilità finanziaria è molto contenuto se non nullo.

Il livello di indebitamento è elevato anche se decrescente. Gli oneri finanziari sul debito trovano ancora copertura nei flussi di cassa ma il relativo problema si pone in termini prospettici. Pertanto il rischio di dissesto che si accompagna al debito, anche se ancora basso, è tendenzialmente crescente per cui sono bassi ma crescenti i relativi costi. Inoltre la capacità di generare reddito è ancora elevata anche se decrescente in ottica prospettica per cui il beneficio fiscale connesso al debito è ancora pieno ma destinato a ridursi.

I costi di agenzia sono elevati in presenza di alta probabilità di comportamenti opportunistici dei manager a danno degli azionisti proprio in vista di possibili momenti di difficoltà che l'azienda potrà dover gestire. In questo contesto gli effetti della disciplina del debito imposta al management sono elevati anche se decrescenti per la riduzione del debito o comunque per la possibile assenza di nuovo debito.

Infine in questo contesto, le asimmetrie informative tendono ad essere elevate anche per effetto della possibile assunzione di comportamenti non trasparenti da parte delle aziende.

In questa fase, pertanto, la capacità di indebitamento è elevata anche se decrescente.

La relazione tra ciclo di vita dell'azienda e relativa capacità di indebitamento, può essere graficamente rappresentata come segue¹⁷⁰:

Figura 1.2. Indebitamento e ciclo di vita dell'azienda.

Adattamento da M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinzia.

	Introduzione	Espansione	Crescita	Maturità	Declino
Capacità di indebitamento	Assente	Bassa ma crescente	Consistente, ma crescente	Alta	Alta, ma decrescente
Fabbisogno finanziario	Elevato	Elevato e instabile	Elevato e stabile	Stabile	Basso
Flessibilità finanziaria	Elevata	Elevata e instabile	Elevata e stabile	Bassa	Nulla
Costi del dissesto	Elevati	Elevati	Contenuti, ma decrescenti	Bassi	Bassi, ma crescenti
Beneficio fiscale	Assente	Basso	Contenuto, ma crescente	Alto	Alto, ma decrescente
Costi di agenzia	Assenti	Bassi	Contenuti, ma crescenti	Alti	Alti
Disciplina del debito	Assente	Bassa	Contenuta, ma crescenti	Alta	Alta, ma decrescente
Asimmetrie informative	Alte	Alte	Contenute, ma decrescenti	Basse	Alte

¹⁷⁰ Adattamento da M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinzia, Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 13. Si veda anche M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2ª ed., Egea, Milano, 2004, pag.463.

E' bene evidenziare come in questo contesto rilevino anche le dinamiche proprie del settore di riferimento dell'azienda. Ogni settore, infatti, tende a caratterizzarsi per un livello medio di indebitamento per tutte le aziende che in esso operano¹⁷¹.

Negli studi con campioni intersettoriali, in sede di scomposizione del *leverage*, è stato evidenziato come la determinante settoriale ha peso rilevante allorchè non esclusivo¹⁷². Le determinanti del *leverage* più frequentemente considerate, infatti, sembrano avere una marcata caratterizzazione settoriale. Pertanto una parte rilevante della differenza nel livello di indebitamento tra aziende sembra riconducibile, di fatto, alle differenze che sussistono tra i rispettivi settori di appartenenza¹⁷³.

L'inserimento della variabile settoriale, sembra aiutare a comprendere il comportamento dell'azienda in sede di definizione del debito¹⁷⁴. Altrettanto vero, però, è che diverse

¹⁷¹ D.Venanzi evidenzia come “E' evidente a livello empirico la presenza di differenze significative di *leverage* tra imprese appartenenti a settori diversi e la minore disomogeneità del rapporto di indebitamento tra imprese appartenenti allo stesso settore”, in *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson, Milano, 2010, pag. 51.

A.Salvi evidenzia come “Sono piuttosto consistenti le evidenze secondo cui una importante determinante della struttura finanziaria aziendale è la composizione dei finanziamenti prevalenti all'interno del settore di appartenenza. La nostra opinione al riguardo è che questo comportamento non è in contraddizione con il modello del *trad-off* [...]. Le aziende all'interno dei vari settori condividono infatti le principali caratteristiche economico-finanziarie e pertanto tendono ad adottare politiche finanziarie che riflettono in maniera simile i vantaggi e gli svantaggi del ricorso al debito [...] Ne consegue che la scelta del rapporto di indebitamento ottimale osservando il comportamento dei competitor può essere un comportamento razionale, soprattutto osservando le aziende all'interno del settore che si trovano ad attraversare la stessa fase del ciclo di vita”, in M.Dalocchio, A.Salvi, *Finanza d'azienda*, 2ª ed., Egea, 2004, pag. 463.

¹⁷² Tra gli altri: M.Bradley, G.A.Jarrell, E.H.Kim, On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence, in *Journal of finance*, n.3, 1984; A.Hovakimiam, T.Opler, S.Titman, The debt-equity choice, in *Journal of financial and quantitative analysis*, vol. 36, 2001; P.Mackay, G.M.Phillips, How does industry affect firm financial structure?, in *Review of Financial Studies*, n.18, 2005.

¹⁷³ D.Venanzi evidenzia come “Per esempio, si ipotizza (e si rileva) un minor ricorso all'indebitamento per le imprese dei settori regolamentati, perché è minore in questi settori il grado di asimmetrie informative, per la presenza di enti o normative di controllo [...]; altri ipotizzano un maggior ricorso al debito perché la regolamentazione (soprattutto dei prezzi) consente un minore rischio operativo [...], una maggiore stabilità dei flussi di cassa attesi e una più limitata discrezionalità decisionale del management [...]. Un minor ricorso al debito dovrebbe aversi nei settori in cui l'output è caratterizzato da beni strumentali che richiedono servizi post vendita, per ridurre i costi di agenzia del debito per i clienti [...] L'inserimento della determinante settoriale in genere migliora il potere esplicativo del modello determinanti-leverage testato. Va tuttavia precisato che la rilevanza della determinante non implica, necessariamente, l'esistenza di un impatto sul valore della struttura finanziaria: potrebbe trattarsi semplicemente delle *neutral mutations* di Miller, per cui le imprese si adattano al *leverage* medio di settore o al *leverage* di imprese concorrenti-similari”, in *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson, Milano, 2010, pag. 52. Gli studi richiamati sono Macie, Mason, Do taxes affect corporate financing decisions?, in *Journal of Finance*, n.5, 1990; K.H.Chung, Asset characteristics and corporate debt policy: an empirical test, in *Journal of Business Finance & Accounting*, n.1, 1993; M.J.Barclay, C.W.Smith, R.L.Watts, The determinations of corporate leverage and dividend policies, in *Journal of Applied Corporate Finance*, n.4, 1995; S.Titman, R.Wessels, The determinations of capital structure choice, in *Journal of Finance*, n.1, 1988.

¹⁷⁴ M.Dalocchio, A.Salvi, evidenziano come “Nei settori in cui la volatilità dei flussi di reddito e di cassa è più elevata e minori sono le attività tangibili, il comportamento medio imprese dovrebbe essere orientato a un minor ricorso al debito. Al contrario, nei settori dove prevale una forte stabilità dei flussi e

sono le circostanze per le quali l'adeguamento passivo dell'azienda al livello medio di indebitamento del settore potrebbe risultare dannoso¹⁷⁵. Ciò è tanto più evidente se il settore è soggetto a discontinuità, temporanea ovvero permanente, per cui è in condizioni di non stabilità¹⁷⁶.

maggiori sono le possibilità di collateralizzazione, il ricorso al debito può essere in media molto più spinto", in Finanza d'azienda, 2ª ed., Egea, 2004, pag. 463.

¹⁷⁵ M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2ª ed., Egea, 2004, pag. 464.

¹⁷⁶ P.Mazzola evidenzia come "[...] ogni settore può essere interessato da molteplici cambiamenti i quali assumono grande importanza nei processi di gestione strategica: l'evoluzione di un settore influenza la redditività ottenibile dalle imprese che vi operano, modifica i giudizi di convenienza delle scelte di investimento/disinvestimento, impone un adeguamento della strategica competitiva. L'evoluzione di un settore presenta caratteristiche e ha implicazioni profondamente diverse a seconda che sia indotta da: 1. dinamiche congiunturali; 2. dinamiche permanenti", in (a cura di G.Invernizzi) Strategia aziendale e vantaggio competitivo, McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 237.

Capitolo 2

LE SCELTE DI INDEBITAMENTO NELLA REALTÀ OGGETTIVA DELL'AZIENDA

2.1. – L'indebitamento ed il rischio dell'azienda

L'azienda è un sistema economico destinato a perdurare nel tempo ed è soggetta a forze sia interne che esterne di natura ambientale¹⁷⁷. Dette forze possono avere natura economica o non economica e sono strettamente connesse tra loro in ragione delle relazioni sistemiche e dinamiche che intercorrono tra l'azienda e l'ambiente.

Le interrelazioni azienda-ambiente sono, per loro stessa natura, dinamiche nel tempo per cui il complesso sistema di forze che agisce sull'azienda, condizionandone l'operato, è in continuo divenire¹⁷⁸. Gli effettivi driver sotto il controllo dell'azienda sono, dunque, inferiori rispetto a quelli non controllabili¹⁷⁹.

Da questo sistema di forze dinamiche, dalla rapidità con cui l'azienda si adatta ai cambiamenti in ragione della propria rigidità strutturale¹⁸⁰ e dalle limitate capacità conoscitive dell'uomo, nasce il rischio d'azienda¹⁸¹.

¹⁷⁷ E.Giannessi evidenzia come le forze che danno vita a fatti aziendali possano avere natura: interna all'azienda, "aziendali", con riferimento alle forze umane, tecniche, meccaniche, finanziarie; esterna all'azienda, "ambientali", con riferimento alle forze del mercato, del credito, e politico-sociale, in *Le aziende di produzione originaria – Vol. I: Le aziende agricole*, Pisa, C.Cursi, 1960, pagg. 54–55.

¹⁷⁸ U.Bertini evidenzia come "I fenomeni che influenzano lo svolgimento della gestione e dai quali scaturiscono le eventualità contrarie possono svilupparsi ed esaurirsi nell'orbita dell'azienda oppure al di fuori di essa: nel primo caso si dicono fenomeni aziendali, nel secondo ambientali", in *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 53.

¹⁷⁹ M.Galeotti evidenzia come "[...] l'attività aziendale è rischiosa in quanto suscettibile di produrre risultati incerti, variabili e solo in parte determinati da fattori sotto il pieno controllo dei responsabili della gestione, o comunque da questi esattamente prevedibili [...]". in *La valutazione strategica nell'ipotesi di cessione dell'azienda*, Giuffrè, Milano, 1995, pag. 79. F.Di Lazzaro evidenzia come "La presenza di eventi che condizionano l'attività umana in maniera del tutto imprevedibile suggerisce la necessità di ampliare il numero delle dimensioni di riferimento "Spazio – Tempo", aggiungendo una componente nuova: l'incertezza. Accanto alle dimensioni classiche, che identificano lo stato di un sistema in un certo istante, se ne introduce, quindi, una nuova, detta "aleatoria" o "stocastica", che riassume in sé l'effetto di un avvenimento accidentale, cioè dovuto al caso, che sfugge al controllo e che può modificare lo status del sistema stesso", in *Il rischio aziendale*, Giuffrè, Milano, 1989, pag. 1.

¹⁸⁰ E.Cavalieri, con riferimento al rischio d'azienda, evidenzia come esso "[...] è causato – in primo luogo – da un ineliminabile contrasto tra i caratteri peculiari dell'ambiente ed i caratteri peculiari delle strutture organizzative ed operative d'impresa. Mentre l'ambiente si presenta caratterizzato da fenomeni di varietà e variabilità intesi e diffusi in tutte le sue componenti (turbolenza), le strutture organizzative ed operative sono caratterizzate da tendenziale rigidità (scarsa flessibilità ed adattabilità) e da resistenza al cambiamento (vischiosità)". *Possono, pertanto, risultare parzialmente o totalmente inadeguate a consentire un proficuo svolgimento dell'attività produttiva in un ambiente che si è modificato [...]*", in *Economia aziendale*, Vol. II, Giappichelli, Torino, 1999, pag. 231.

¹⁸¹ U.Bertini evidenzia come "L'uomo, infatti, è incapace di infrangere il fitto velo che copre il futuro della vita, di conoscere anticipatamente i fenomeni ambientali che verranno a cadere nell'orbita dell'azienda. D'altra parte, anche se, per ipotesi, aumentassero le possibilità di indagine fino ad una completa conoscenza di tali fenomeni, egli difficilmente sarebbe in grado di «prevedere» gli effetti che questi eventi futuri potrebbero originare in seno alla combinazione produttiva. [...] La vita dell'azienda risulta dunque dominata da fenomeni in gran parte sconosciuti. Contribuiscono a determinare tale stato

Il rischio ha sempre rilevanza economica¹⁸² ed è un elemento strutturale dell'azienda¹⁸³: concorre alla formazione del sistema d'azienda ed è un pilastro del complesso di interrelazioni azienda-ambiente¹⁸⁴. Il rischio, pertanto, cessa effettivamente solo al momento di effettiva conclusione della vita dell'azienda.

Il rischio d'azienda, pur scomponibile in tipologie e livelli, deve essere sempre ricondotto alla sua dimensione sistemica ed unitaria ovvero alla sua dimensione economica generale¹⁸⁵. Si rende, dunque, necessario far riferimento al sistema dei rischi¹⁸⁶ e non al rischio atomisticamente considerato¹⁸⁷.

di «non conoscenza» due ordini di fattori: a) le limitate capacità intellettive e conoscitive dell'uomo; b) l'estremo dinamismo della vita economica e il rapporto di coordinazione che lega saldamente le operazioni aziendali le une alle altre», in Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 7. E.Cavaliere evidenzia come “La proiezione nel tempo futuro è tanto più aleatoria quanto più variabile è l'ambiente e difficilmente prevedibili appaiono la direzione e l'entità del cambiamento. L'accentuazione della verità e della variabilità ambientale offusca l'osservazione dei futuri andamenti, riduce lo stato di conoscenza ed è la causa prima dell'innalzamento del grado di rischio. [...] A ben riflettere, la difficoltà di prevedere il futuro, rende problematica la possibilità di incontro tra la qualità e la quantità delle strutture, di cui l'impresa si è dotata e potrà dotarsi attraverso i suoi investimenti, e gli scenari ambientali nei quali l'impresa stessa potrà trovarsi ad operare, utilizzando proprio quelle strutture, con le loro caratteristiche. Questa situazione genera il rischio d'impresa”, in Economia aziendale, Vol. II, Giappichelli, Torino, 1999, pagg. 230-231.

¹⁸² U.Bertini evidenzia come “Il piano economico è quello nel quale necessariamente tutti i fenomeni che gravitano nell'orbita dell'azienda si incontrano dando vita alle relazioni e ai legami che costituiscono la base della coordinazione aziendale. Anche i rischi, nonostante la loro natura astratta e la loro diversa provenienza, sono soggetti a questo principio”, in Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 41. Si vedano anche pagg. 40-48.

¹⁸³ S.Garzella evidenzia come “Le risposte del sistema aziendale agli eventi provenienti dall'esterno non sono infatti né scontate né immediate. Il sistema d'azienda è caratterizzato da elementi di rigidità che ne impediscono continue modificazioni. La struttura aziendale, tanto nella dimensione organizzativa quanto in quella operativa, qualifica l'azienda nei confronti dell'esterno, ma conferisce alla stessa una certa “vischiosità” al cambiamento. In questo contesto la vita dell'azienda è sempre accompagnata da un sistema di rischi di natura specifica che trovano nel rischio economico generale, cioè nella possibilità che l'azienda non riesca a remunerare in modo adeguato le risorse e i fattori utilizzati, l'elemento economico unificante”, in Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle “potenzialità inesprese”, Giappichelli, Torino, 2005, pagg. 10-11.

¹⁸⁴ E.Giannessi evidenzia come “L'assunzione di una funzione, sia che questa si risolva nel fare o nel non fare una particolare cosa, implica sempre un rischio, per cui l'amministrazione aziendale appare costituita [...] da un complesso di rischi, intesi come parte integrante indissolubile delle funzioni stesse. L'esplicazione delle funzioni, il fronteggiamento dei rischi, il ritrarre da questa attività un risultato economico positivo [...] e il garantire la sussistenza di tale risultato nel tempo, costituiscono l'essenza della vita aziendale. Per affermare definitivamente questo, tuttavia, è necessario dimostrare che le funzioni e i rischi ritrovano le loro caratteristiche essenziali non soltanto nella vita economica, ma anche nella loro elevazione a sistema e, in particolare a quel sistema che domina ogni manifestazione della realtà moderna, cioè l'azienda”, in Appunti di economia aziendale. Con particolare riferimento alle aziende agricole, Pacini, Pisa, 1979, pag. 90; U.Bertini evidenzia come “[...] Tra i sistemi delle funzioni, dei rischi e delle operazioni si instaurano, pertanto, relazioni e rapporti di interdipendenza che costituiscono l'espressione più elevata del grado di correlazione aziendale”, in Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 40; E.Cavaliere evidenzia come “Il rischio economico si può ritenere una fondamentale quanto ineliminabile caratteristica dell'attività d'impresa che si svolge in condizioni di incertezza derivante dalla non sufficiente conoscenza del futuro manifestarsi delle vicende d'impresa e d'ambiente”, in Variabilità e strutture d'impresa, Cedam, Padova, 1995, pagg. 16-17.

¹⁸⁵ G.Ferrero evidenzia come “[...] il complesso dei rischi che incombono sull'impresa, potenzialmente minandone la vitalità economica, viene di regola ricordato con l'espressione rischio economico generale

(economico per la natura degli effetti che può determinare, generale perché incombe sull'intero sistema aziendale): rischio comunemente inteso come l'eventualità che l'incerto affluire dei ricavi non sia tendenzialmente atto a fronteggiare, nella dinamica delle condizioni d'impresa, di mercato e d'ambiente, le mutevoli esigenze di congrua remunerazione dei fattori produttivi qualitativamente e quantitativamente vincolati in modo vario secondo il mutare delle prospettive economiche al durevole esercizio dell'impresa stessa [...]. Il rischio economico generale, così concepito, può manifestarsi in vario modo, e nel mutevole combinarsi dei suoi diversi atteggiamenti sempre si presenta, sotto il profilo qui considerato, come poliedrica (oltre che caleidoscopica) condizione di esistenza dell'impresa; dell'impresa, che per sua natura, trovasi sempre vincolata, in ogni tempo, anche futuro, a variabili circostanze interne, di mercato, e d'ambiente", in *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, 1987, pagg. 117-118. E.Cavalierni evidenzia come il rischio d'azienda debba intendersi "[...] nel senso di «rischio economico generale» che condiziona l'intera esistenza dell'impresa e si sostanzia in una serie di rischi particolari, che discendono da specifici comportamenti o interessano definiti settori di attività. Il rischio generale si presenta, pertanto, come un «sistema di rischi», strettamente correlati ed indipendenti, in stretta analogia con i caratteri delle azioni che li hanno posti in essere. In altri termini, i singoli rischi particolari sono da considerarsi delle parziali manifestazioni del rischio economico generale. Possono essere correttamente apprezzati esclusivamente all'interno del complesso sistematico ed unitario cui danno forma; la loro analisi sarebbe vana se non venisse ricollegata all'intero sistema dei rischi", in *Economia aziendale*, Vol. II, Giappichelli, Torino, 1999, pagg. 231-233. G.Melis evidenzia come "Il sistema dei rischi insidia il conseguimento degli obiettivi che il soggetto economico intende perseguire e concorre a determinare il rischio economico generale dell'impresa, che rappresenta la massima espressione di rischio che incombe sulla gestione aziendale", in *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 1996, pag. 115. F.Cerbioni, con riferimento al rischio economico generale, evidenzia come esso risulti "[...] il fenomeno in grado di riassumere, in un unico concetto, il sistema dei rischi che gravano sull'azienda", in *L'economia delle riserve nell'azienda contemporanea*. Significato, funzioni, implicazioni operative e strategiche, Giuffrè, Milano, 1995, pag. 18. S.Garzella evidenzia come "[...] il rischio economico generale richiama costantemente la possibilità che si verifichino «crisi aziendali» tali da pregiudicare le condizioni di esistenza della stessa azienda", in *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle «potenzialità inesprese»*, Giappichelli, 2005, pag. 24.

¹⁸⁶ E.Giannessi evidenzia come "Nell'ambito dell'azienda, il rischio non assume un significato assoluto ma relativo al complesso a cui l'operazione considerata appartiene [...] il rischio aziendale è sempre connesso col sistema economico a cui si riferisce [...]. Il sistema dei rischi aziendali è caratterizzato non soltanto dal fatto che un rischio deve essere riconnesso con gli altri rischi da cui il sistema è composto, ma anche da quello che ogni rischio è suscettibile di provocarne altri [...]", in *Le aziende di produzione originaria*, Vol. I, Le aziende agricole, Cursi, Pisa, 1960, pag. 175. U.Bertini evidenzia come "Il sistema dei rischi si presenta come un fenomeno in continuo divenire: in esso è possibile ritrovare i tratti caratteristici dell'azienda. Mentre alcuni rischi cessano di esistere, altri ne sorgono; mentre alcuni aumentano, altri diminuiscono di entità: il processo si ripete ininterrottamente per tutta la durata dell'azienda a conferma del suo dinamismo e della sua azione trasformatrice della vita sociale. [...] Il carattere sistemico dei rischi d'azienda conferma il vincolo profondo che unisce questi fenomeni astratti alla gestione aziendale, non soltanto sul piano pratico, ma anche sotto il profilo teorico. Il più volte ricordato rapporto di coordinazione tra i rischi aziendali ci conduce ad una interpretazione univoca della problematica del rischio nell'economia dell'azienda. [...] Il riferimento al comune oggetto economico costituisce anche per i rischi la giustificazione della loro struttura unitaria [...]" ed ancora "[...] ogni rischio dipende da un complesso causale le cui componenti, diversamente collegate con altre cause elementari, sono alla base della formazione di altri rischi. Lo stretto vincolo esistente tra le singole cause elementari fa sì che alcune di queste siano comuni a più rischi. Ciò rende particolarmente difficile isolare un rischio dagli altri ai quali risulta legato da rapporti di concausa. Ne deriva molto spesso che un rischio non può essere esattamente individuato e isolato rispetto agli altri [...]", in *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1968, pagg. 36-37 e pag. 161; S.Sassi evidenzia come "Anche il rischio s'interpreta quale combinazione di fattori, quale rapporto tra condizioni interne ed esterne all'azienda: sta esso ad esprimere, meglio, quelle combinazioni e quei rapporti che – in una serie imponderabile di casi – possono manifestare degli scostamenti rispetto alle aspettative che mossero l'impresa ad agire", *Il sistema dei rischi d'impresa*, Vallardi, Milano, 1940, pag.

Se è vero che il rischio è strettamente connesso all'incertezza derivante da possibili eventi ricadenti nell'orbita dell'azienda è altrettanto vero che tra di essi esiste una differenza concettuale¹⁸⁸: il rischio si struttura su elementi sia soggettivi che oggettivi, per cui può sempre essere razionalmente ipotizzato e tradotto in termini probabilistici; l'incertezza si struttura unicamente su elementi soggettivi, per cui risulta impossibile qualsiasi tentativo di sua determinazione in termini probabilistici¹⁸⁹.

35; S.Garzella evidenzia come *“Il sistema dei rischi d'azienda trae origine dalla discrasia che connota i cambiamenti dell'ambiente rispetto a quelli dell'azienda stessa. L'azienda si trova infatti di fronte a due alternative: proiettarsi nel futuro per tentare di innescare o anticipare i mutamenti esterni, o attendere i segnali di questi per reagire e adeguarsi. Nell'uno e nell'altro caso le scelte potrebbero rivelarsi sbagliate, da un lato a causa di previsioni inesatte, dall'altro a causa di tardivi meccanismi di adeguamento. Le risposte del sistema aziendale agli eventi provenienti dall'esterno non sono infatti né scontate né immediate. Il sistema d'azienda è caratterizzato da elementi di rigidità che ne impediscono continue modificazioni. La struttura aziendale tanto nella dimensione organizzativa quanto in quella operativa, qualifica l'azienda nei confronti dell'esterno, ma conferisce alla stessa una certa “vischiosità” al cambiamento. In questo contesto la vita dell'azienda è sempre accompagnata da un sistema di rischi di natura specifica che trovano nel rischio economico generale, cioè nella possibilità che l'azienda non riesca a remunerare in modo adeguato le risorse e i fattori utilizzati, l'elemento economico unificante”*, in Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle “potenzialità inesprese”, Giappichelli, 2005, pagg. 9-11.

¹⁸⁷ Ogni rischio è funzione di una serie di cause elementari che sono strettamente correlate tra loro e da alcune di esse dipendono più rischi. In termini generali, dunque, ogni fenomeno solo raramente è funzione di una singola causa risultando, nella maggior parte dei casi, il concorso di un sistema di cause. Dette cause nel loro complesso definiscono il complesso causale e riflettono i diversi aspetti della vita aziendale. Cfr. U.Bertini, *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 57.

¹⁸⁸ Cfr. M.Massari, *Questioni di metodo a proposito della misurazione del rischio ai fini della valutazione delle aziende*, in *Finanza, marketing e produzione*, n. 4, Dicembre, 1987. Si veda anche lo studio di F.K.Knight, *Risk Uncertainty and Profit*, Chicago University Press, Chicago, 1971 (prima edizione 1921). Knight è stato il primo a pubblicare uno studio completo ed organico sul rischio da un punto di vista economico.

¹⁸⁹ U.Bertini evidenzia come *“[...] mentre nel rischio l'elemento conoscenza è presente associato all'esperienza, quest'ultima è assente nell'incertezza. E' proprio in forza di quest'ultima che il rischio può considerarsi fenomeno, a un tempo, soggettivo e oggettivo. L'incertezza, invece, costituisce un fatto eminentemente soggettivo, al pari dell'errore che ne è la conseguenza più diretta. Il carattere soggettivo dell'incertezza, che deriva, come si è visto, dalla impossibilità di far ricorso all'esperienza nel risolvere talune situazioni pratiche, rende inutile qualsiasi tentativo di quantificazione del fenomeno: è questo un altro elemento di diversificazione dal rischio, il quale, anche se non offre concrete possibilità di «misurazione» può sempre essere razionalmente ipotizzato. [...] Per quanto fenomeni diversi, sotto il comune denominatore aziendale, «incertezza» e «rischio» possono dunque essere considerati come aspetti distinti di una stessa realtà: l'amministrazione economica dell'azienda. I due fenomeni, del resto, sono inscindibili: so ha, infatti, l'incertezza in quanto ogni manifestazione fenomenica è portatrice di rischi”*, in *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1968, pagg. 21-23. A.Salvi evidenzia come *“Il linguaggio comune spesso non distingue fra rischio e incertezza. In finanza invece i due vocaboli fanno riferimento a situazioni concettualmente ben diverse tra loro. L'incertezza esiste quando vi è, appunto, incertezza su cosa accadrà in futuro. Il rischio invece riguarda solo l'incertezza «che conta», quella cioè in grado di influire sul benessere degli individui. Ogni situazione rischiosa è incerta, mentre invece può esserci incertezza senza rischio”*, in M.Dalocchio, A.Salvi, *Finanza d'Azienda*, 2^a ed., Egea, Milano, 2004, pag. 219. F.Colombi, evidenzia come tra rischio ed incertezza vi sia una differenza formale. Infatti *“Un investimento è considerato rischioso quando, sebbene gli esiti da esso prodotti non possano essere determinati con certezza, è tuttavia possibile formulare diverse ipotesi sui risultati futuri, a ciascuna delle quali può essere associato un determinato valore probabilistico, così da ricavarne l'intera distribuzione di probabilità dell'evento”*. Differentemente *“L'incertezza subentra nel momento in cui non sia possibile determinare a priori una*

Nella tradizione delle discipline economiche, anche se non unanimemente accettata¹⁹⁰, la differenza concettuale tra rischio ed incertezza si concretizza nel requisito della misurabilità: il rischio per essere tale deve poter essere misurato.

Se è vero che il rischio, quale parte integrante dell'azienda non può essere eliminato, è altrettanto vero che può essere gestito¹⁹¹. L'azienda, dunque, deve adottare una politica dei rischi intesa come insieme di azioni non casuali volte alla gestione del sistema dei rischi in ottica strategica¹⁹²: la politica dei rischi, infatti, è parte integrante del governo dell'azienda¹⁹³.

distribuzione di probabilità da associare ai diversi esiti dell'evento. In condizioni di incertezza, un investimento non può essere descritto da un unico flusso di cassa, bensì da una serie di flussi a ciascuno dei quali può essere associata una determinata distribuzione di probabilità", in Finanza condizionata e teoria del valore, vol. 1, Del merito e del metodo, Aracne editrice, Roma, 2011, pag. 25.

¹⁹⁰ Parte della dottrina evidenzia come questa impostazione del rischio strutturata sulla misurabilità dell'evento aleatorio, non possa essere accolta in termini rigorosamente economico-aziendali: la misurabilità è sì tratto rilevante della gestione del rischio ma non è sufficiente a delineare l'essenza stessa del concetto di rischio. Nelle decisioni aziendali, infatti, sovente non sono note le probabilità connesse agli eventi futuri per cui non sono misurabili i rischi senza per questo poter negare la loro esistenza. In tal senso S.Bianchi Martini evidenzia come *"La problematica della misurazione e, quindi, della quantificazione, è certamente molto importante nella gestione dei rischi aziendali ma riteniamo che non sia essa a delineare l'essenza del concetto dei rischi. In altre parole, a nostro parere, il fatto che si possa addivenire ad una quantificazione con strumenti di tipo matematico-statistico non è condizione necessaria affinché si possa parlare, nell'economia dell'azienda, di fenomeno rischioso. Nelle decisioni d'azienda, com'è del tutto evidente, normalmente i «risultati connessi alle alternative linee di azione» e le relative «probabilità di manifestazione» non sono oggettivamente note (sulla base della nozione logicista o frequentista della probabilità). Inoltre il ricorso alle «distribuzioni di probabilità soggettive» o l'assimilazione a «distribuzioni note nei parametri caratteristici» (es. distribuzione normale), sebbene possano spesso fornire indicazioni molto utili nella fase della valutazione del rischio, non permettono di pervenire in molti casi a «misurazioni» pienamente attendibili. [...] La possibilità di definire le «distribuzioni di probabilità» degli eventi e, più in generale, la misurabilità non ci pare quindi che debbano essere considerati come requisiti significativi nella definizione del concetto di rischio in ottica aziendale né, tanto meno, validi criteri discriminatori tra rischio ed incertezza*", in La politica dei rischi nel sistema delle decisioni finanziarie d'azienda, Il Borghetto, Pisa, 1996, pagg. 15-18. Tra gli altri: G.Brugger, Le decisioni finanziarie, in G.Pivato, Trattato di Finanza aziendale, Franco Angeli, Milano, 1987, pag. 923; S.Bianchi Martini, La politica dei rischi nel sistema delle decisioni finanziarie d'azienda, Il Borghetto, Pisa, 1996, pagg. 15-31; F.Chessa, La teoria economica del rischio e della assicurazione, Padova, 1929, pagg. 65-66.

¹⁹¹ S.Garzella evidenzia come *"La rilevanza strategica dei rischi dipende quindi dalla loro attitudine, più o meno marcata, ad espandersi all'intera organizzazione minacciando la sistematicità della combinazione produttiva e la stessa sopravvivenza dell'azienda [...] Proprio a salvaguardia di quest'ultima e della sua potenzialità economica si pone l'esigenza di gestire il sistema dei rischi. La gestione dei rischi d'azienda prende le mosse dalla presa di coscienza della possibilità dannosa. Non vi può essere infatti vero fronteggiamento del rischio senza che vi sia la coscienza del rischio stesso. Analiticamente la gestione dei rischi si compone di tre "fasi" fondamentali: individuazione, valutazione e trattamento*", in Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inesprese", Giappichelli, 2005, pagg. 21-23.

¹⁹² U.Bertini evidenzia come *"[...] il processo di fronteggiamento dei rischi è configurato da una gamma svariata di operazioni di complessa natura le quali, nel loro insieme, costituiscono l'aspetto concreto della politica dei rischi. [...] Per politica dei rischi si deve intendere il complesso delle scelte tendenti in qualunque modo e con qualsiasi mezzo al fronteggiamento dei rischi. Essa include, dunque, ogni tipo di trattamento che venga dall'azienda riservato ai rischi, non in modo casuale, ma secondo uno schema logico predisposto*", in Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 189. E.Cavaliere evidenzia come le azioni volte al *"[...] fronteggiamento del rischio assumono valenza strategica in quanto, attenuando i rischi di incompatibilità tra la struttura d'impresa ed*

In presenza del possibile verificarsi di eventi dannosi per l'azienda, momento centrale della gestione strategica del sistema dei rischi è la definizione di due variabili¹⁹⁴: l'entità massima del danno per l'azienda al verificarsi di determinati eventi¹⁹⁵; la probabilità di manifestazione degli eventi dannosi¹⁹⁶. Queste due variabili devono sempre essere lette in modo sistemico ed unitario. E' dunque necessario che l'azienda sviluppi una "coscienza del rischio"¹⁹⁷ intesa come capacità di intuire tempestivamente i fenomeni dannosi in modo da ridurne gli effetti in caso di effettiva realizzazione: essa ha natura soggettiva e modifica le condizioni di gestione dell'azienda¹⁹⁸. E' in tal senso che è funzione non solo di fattori strutturali ma anche della propensione al rischio dell'azienda¹⁹⁹.

ambiente, favoriscono il mantenimento delle condizioni di equilibrio del sistema s'impresa e agevolano la possibilità di cogliere gli obiettivi prefissati [...] La strategia tende, dunque, a realizzare permanentemente il più elevato possibile livello di composizione prospettica tra forze interne e forze esterne al sistema d'impresa", in *Economia aziendale*, Vol. II, Giappichelli, Torino, 1999, pag. 235.

¹⁹³ U.Bertini evidenzia come "[...] il rischio costituisce l'essenza del problema gestionale. I rischi, infatti, forniscono, a nostro giudizio, una prospettiva particolare ed un diverso modo di intendere la gestione dell'azienda come fenomeno unitario considerato nel suo complesso. [...] non esiste un problema della gestione disgiunto da quello dei rischi", in *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1968, pagg. 191-192. Tra gli altri G.Ferrero, *Istituzioni di economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 245; R.Varaldo, *La ricerca scientifica nell'economia delle aziende farmaceutiche*, C.Cursi, Pisa, 1968, pagg. 137-138.

¹⁹⁴ U.Bertini evidenzia come "L'entità del danno massimo e la probabilità di manifestarsi dell'evento rischioso sono dunque i parametri sui quali si fonda la conoscenza del rischio", in *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 41. Si veda anche pag. 130.

¹⁹⁵ L'entità massima del danno è l'elemento in base al quale stimare il possibile danno per l'azienda al verificarsi degli eventi dannosi e rappresenta l'elemento più "deterministico" all'interno di un processo che per sua stessa natura è indeterminato. L'entità del rischio varia in ragione di elementi che hanno varia natura e sono mutevoli nel tempo. In tal senso l'effettiva entità del rischio dipende principalmente: dalla natura del fenomeno; dal momento in cui questo si verifica; dalla sua durata; dalla sua portata ed intensità. Cfr. E.Giannessi, *Le aziende di produzione originaria - Vol. I: Le aziende agricole*, C.Cursi, Pisa, 1960, pagg. 272-274.

¹⁹⁶ La probabilità di manifestazione degli eventi conferisce "determinatezza" al sistema dei rischi: affinché si abbia rischio è necessario che la probabilità di realizzazione dell'evento dannoso si situi all'interno di un range di valori ragionevoli.

¹⁹⁷ C.Caramiello evidenzia come "Il futuro che si presenta davanti al cammino di un'azienda non è del tutto impenetrabile, cioè non è destinato a restare del tutto ignoto; esso è coperto da un velo che ne rende oscuro il significato. Si tratta di squarciare questo velo al fine di liberare dall'oscurità la maggior parte possibile delle sue parti componenti, cioè al fine di preconsocere, col massimo grado possibile di avvicinamento alla realtà, i fatti aziendali che in esso trovano sede", in *L'indagine prospettica nel campo aziendale*, C.Cursi, Pisa, 1965, pag. 23. U.Bertini evidenzia come "Per «coscienza del rischio» si deve intendere la facoltà di intuire tempestivamente i fenomeni contrari alla economicità della gestione, in modo che, nell'eventualità del loro manifestarsi, l'azienda abbia a subire il minor danno possibile. In quanto «facoltà dello spirito», la coscienza del rischio è un fenomeno di natura prevalentemente soggettiva", in *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 41. Si vedano anche pag. 154.

¹⁹⁸ U.Bertini evidenzia come "allargandosi le prospettive del fenomeno rischioso, la coscienza del rischio finisce per influire sulle successive scelte in materia aziendale. La coscienza del rischio costituisce pertanto la premessa più valida alla politica dei rischi intesa come momento della politica aziendale", in *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 41. Si vedano anche pag. 157.

¹⁹⁹ A base della coscienza del rischio vi è la conoscenza del rischio che è condizione necessaria ma non sufficiente: la piena conoscenza del rischio, infatti, non implica necessariamente piena coscienza.

Nello studio del rischio d'azienda si è soliti²⁰⁰ distinguere i fattori di rischio in tre categorie: le circostanze generali, le circostanze settoriali, le circostanze specifiche²⁰¹. In ragione della tipologia di rischio che queste generano, si distingue tra²⁰²: rischio sistematico, con riferimento alle circostanze generali e settoriali; rischio specifico d'azienda, con riferimento alle circostanze specifiche²⁰³.

Il rischio sistematico, anche noto come rischio di mercato, è legato al generale andamento del mercato in funzione delle macrovariabili economiche che incidono su di esso per cui ha natura sistematica. In questo caso rileva l'andamento generale dell'economia e la sensibilità ad esso dello specifico settore di riferimento dell'azienda.

²⁰⁰ La classificazione in questa sede proposta è una delle possibili.

²⁰¹ M.Galeotti evidenzia come *“Il rischio d'impresa è influenzato da un'insieme di fattori di varia natura. Questi fattori vengono solitamente ricondotti a tre categorie: le circostanze generali che caratterizzano l'ambiente socio-economico, in relazione al fatto che l'intensità del rischio risente degli andamenti sia congiunturali che strutturali del sistema in cui l'azienda è inserita; le circostanze settoriali, in quanto la struttura del settore e le sue variazioni possono modificare la stabilità-variabilità dei prospettici flussi economici dell'impresa; le circostanze specifiche, in funzione del fatto che l'intensità del rischio risulta legata alla composizione quantitativa e qualitativa degli investimenti, alla particolare fase di vita aziendale, al diverso combinarsi di punti di forza e di debolezza, alle scelte gestionali operate”* in La valutazione strategica nell'ipotesi di cessione dell'azienda, Giuffrè, Milano, 1995, pagg. 82-84. S.Garzella evidenzia come il rischio d'azienda possa essere ricondotto a circostanze: *“[...] generali: caratterizzano l'ambiente generale o indiretto nel quale l'impresa opera. Il riferimento è ai principali trattati politici, legislativi, culturali ed economici che nel loro combinarsi definiscono gli andamenti di fondo del contesto nel quale l'azienda vive ed agisce”; “[...] competitive: il riferimento è agli interlocutori che definiscono l'arena competitiva dell'azienda. Le forze che agiscono in tale arena definiscono la struttura del settore e sono in grado di condizionare direttamente l'entità e la variabilità dei flussi economico-finanziari dell'azienda”; “[...] specifiche: ciascuna azienda come realtà unica ha un suo particolare modello relazionale con l'ambiente che ne determina capacità economiche specifiche. Il combinarsi delle risorse aziendali con le esigenze ambientali sovente colloca la redditività e la variabilità della singola combinazione produttiva al di sopra o al di sotto degli andamenti medi del settore e dell'ambiente economico generale”*, in Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle “potenzialità inespresse”, Giappichelli, 2005, pagg. 15-16.

²⁰² M.Galeotti, con riferimento alle circostanze generali, settoriali e specifiche, evidenzia come *“Osservando queste variabili nell'ottica interna dell'azienda si possono riconoscere nel rischio due componenti; la prima, di tipo generale, legata all'evolversi delle condizioni ambientali e segnatamente agli effetti prodotti da tale evoluzione sul settore di appartenenza; la seconda, di tipo specifico, legata alle caratteristiche peculiari della singola azienda ed alle particolari circostanze in cui si svolge la gestione”*, in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pag. 121.

²⁰³ Tra gli altri: M.Galeotti, La valutazione strategica nell'ipotesi di cessione dell'azienda, Giuffrè, Milano, 1995, pag. 84; A.Damodaran, Finanza aziendale, 2ª ed., Apogeo, Milano, pagg. 51-90; R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, Principi di finanza aziendale, 3ª ed., McGraw-Hill, Milano, 1990, pagg. 135-191; R.J.Fuller, J.L.Farrell Jr., Analisi degli investimenti finanziari, McGraw-Hill, Milano, 1993, pagg. 47-79; J.Berk, P.DeMarzo, Finanza aziendale 1, Pearson Paravia Bruno Mondatori S.p.A., Milano, 2008, pagg. 309-322; S.B.Block, G.A.Hirt, Finanza aziendale, McGraw-Hill, 2007, pagg. 385-414; M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2ª ed., Egea, Milano, 2004, pagg. 207-279; S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 281-422; E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti, Apogeo, Milano, 2007; D.G.Luenberger, Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006; P.De Luca, Il costo del capitale nella gestione d'azienda, Iposa, Milano, 2007, pagg. 61-87.

Il rischio specifico d'azienda, anche noto come rischio non sistematico, è legato alle caratteristiche peculiari dell'azienda ed è funzione del suo operato. In tal senso esso è funzione del rischio operativo e del rischio finanziario²⁰⁴.

Il rischio operativo è funzione della effettiva realizzabilità dei risultati prospettici attesi, in termini di flussi operativi e netti, connessi all'operato dell'azienda ed è, dunque, legato alla sua capacità di generare valore²⁰⁵. Due sono le variabili fondamentali di riferimento: la gestione strategica dell'azienda, dalla quale dipende la capacità di generare flussi di risultato nel tempo²⁰⁶; il leverage operativo, in ragione della struttura

²⁰⁴ J.F.Weston, E.F.Brigham, operano la distinzione tra rischio aziendale e rischio finanziario evidenziando come “Per rischio aziendale intendiamo la intrinseca incertezza, o la variabilità dei rendimenti previsti sul portafoglio delle attività dell'azienda. Per rischio finanziario intendiamo l'ulteriore rischio per le azioni ordinarie, causato dall'uso della leva finanziaria”, in Finanza aziendale, Il Mulino, Bologna, 1974, pag. 252. L.Olivetto evidenzia come “La variabilità dei risultati d'impresa è riconducibile [...] a due fenomeni, ai quali fanno capo i concetti di rischio economico e rischio finanziario; in altri termini, il rischio totale che caratterizza i risultati dell'investimento in capitale d'impresa può essere visto come somma di due componenti: il primo discende dalla variabilità dei risultati della gestione operativa, mentre il secondo emerge, invece, a seguito delle scelte di indebitamento attuate nell'ambito della gestione finanziaria”, in La valutazione economica dell'impresa, Cedam, Padova, 1983, pag. 71. M.Galeotti evidenzia come “il «rischio operativo» esprime la variabilità del flusso di ricchezza prodotto dalla gestione «caratteristica» ed è misurato con riferimento al reddito prodotto. Questa nozione di rischio esprime l'instabile/incerta redditività futura dell'intero capitale investito. Per determinare la variabilità di rendimento riferita al solo capitale proprio è necessario considerare un'ulteriore componente – il «rischio finanziario» – che esprime il sopra richiamato «effetto moltiplicatore», svolto dall'indebitamento nel passaggio dal flusso operativo a quello netto. In quest'ottica il «rischio finanziario» esprime la frazione di variabilità nel rendimento del capitale proprio che non trova origine nella gestione caratteristica dell'impresa, in quanto determinata dalla struttura finanziaria”, in La valutazione strategica nell'ipotesi di cessione dell'azienda, Giuffrè, Milano, 1995, pag. 86. E.Solomon evidenzia come “La qualità del flusso di utili netti operativi attesi, O, dipende da un complesso di fattori che indicheremo con l'espressione “rischio d'impresa”. Questi fattori comprendono le previsioni di insieme sulle prospettive economico politiche; le previsioni specifiche su certe particolari regioni e mercati nei quali l'impresa acquista i fattori e vende i prodotti, nonché la velocità e la flessibilità con cui l'impresa può abbassare i suoi costi di produzione quando il fatturato diminuisce. Tutti e tre i fattori interagiscono ed il loro effetto congiunto determina il livello di incertezza, e quindi di qualità, che viene attribuito alle previsioni sul flusso futuro degli utili netti operativi. Nel caso di un'impresa finanziata interamente da capitale proprio, gli utili netti, E, hanno lo stesso grado di rischio degli utili netti operativi, O. Ma nel caso di ricorso al capitale di credito si ha un onere fisso che si interpone tra un flusso incerto O e il flusso degli utili residui E. Questo riduce la certezza ovvero accresce il grado di incertezza del flusso E relativamente a quello del flusso O. Inoltre nel caso di indebitamento e nell'ipotesi che O non sia sufficiente a coprire gli oneri fissi destinati ai fornitori di capitale di credito, proprio gli azionisti sono esposti ad una potenziale perdita di tutto il capitale che essi hanno investito nell'attività d'impresa”. Pertanto l'autore evidenzia come “Quando vi è indebitamento vi sono dunque due motivi che inducono a supporre un peggioramento del grado di rischio del flusso residuo di utili netti E rispetto al grado di rischio del flusso O. Quest'ultimo dipende solo dal grado di rischio connesso all'impresa; il rischio addizionale dipende dalla politica di finanziamento prescelta e pertanto lo chiameremo “incertezza finanziaria” (o rischio finanziario)”, in Teoria della finanza aziendale, Il Mulino, Bologna, 1972.

²⁰⁵ M.Galeotti evidenzia come il rischio operativo “[...] si associa alla variabilità del flusso economico-finanziario proprio della gestione caratteristica ed è misurata con riferimento al reddito operativo, esprimendo l'incerta redditività futura del capitale investito dall'azienda”, in La finanza nel governo dell'azienda, (a cura di M.Galeotti), Apogeo, Milano, 2008, pag. 132.

²⁰⁶ M.Galeotti evidenzia che “il grado di elasticità/flessibilità si riferisce alla capacità dell'azienda di mantenere la propria economicità a fronte dei mutamenti dell'ambiente o del settore, realizzando, in condizioni di efficienza e competitività, i necessari adattamenti nella combinazione produttiva. Tale

dei costi²⁰⁷ e dei relativi riflessi sui flussi di risultato a seguito di variazioni impreviste dei ricavi²⁰⁸.

Il rischio finanziario²⁰⁹ è funzione del livello di indebitamento dell'azienda ed, in termini più generali, dipende dalla struttura finanziaria. Il maggior ricorso alla leva finanziaria genera vincoli sia gestionali che finanziari²¹⁰: l'obbligo di remunerare il capitale di debito in via antecedente ed indipendentemente dai risultati conseguiti, rende gli oneri finanziari sul debito un costo fisso per l'azienda, con conseguente irrigidimento della struttura dei costi, e genera variabilità dei flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti²¹¹; il disequilibrio della struttura finanziaria, per eccessivo

capacità incide positivamente sulla rischiosità dell'impresa, in quanto la rende meno vulnerabile alla pressione dei cambiamenti esterni", in *La finanza nel governo dell'azienda*, (a cura di M.Galeotti), Apogeo, Milano, 2008, pag. 133.

²⁰⁷ In particolare rileva la ripartizione dei costi in fissi e variabili ed il relativo Grado di leva operativa (GLO).

²⁰⁸ G.Brugger evidenzia come il rischio operativo faccia riferimento alle "[...] conseguenze delle fluttuazioni del volume di attività dell'impresa sul reddito operativo, per effetto dei costi fissi non di origine finanziaria", in *Le decisioni finanziarie*, in G.Pivato (a cura di), *Trattato di Finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1987, pagg. 968-969.

²⁰⁹ S.Bianchi Martini, evidenzia come la dizione di rischio finanziario sia impiegata nella letteratura aziendale per indicare diversi fenomeni e situazioni. In particolare "[...] le principali interpretazioni siano riconducibili ai seguenti gruppi fondamentali: 1. rischio connesso alla problematica della sincronizzazione tra flussi e deflussi monetari (possibili «deficienze finanziarie»); 2. rischi connessi all'impatto dell'indebitamento e del suo crescere sulla dinamica finanziario-reddituale dell'azienda; 3. complesso dei rischi «particolari» gestibili con strumenti e tecniche finanziari [...]". in *La politica dei rischi nel sistema delle decisioni finanziarie d'azienda*, Il Borghetto, Pisa, 1996, pag. 73.

²¹⁰ V.Coda evidenzia come "*Il rischio finanziario può essere concepito anche con riferimento all'insieme delle condizioni di incertezza legate alla struttura finanziaria; in questo senso riflette non solo l'effetto di leva finanziaria, ma anche la potenziale variabilità del costo del capitale di credito*", in *Aree critiche e rischio del finanziatore*, in *Ricerche Economiche* 1, 1976, pag. 16.

²¹¹ M.Galeotti evidenzia come il rischio finanziario "[...] esprime la quota ulteriore di variabilità dei flussi economico-finanziari prospettici determinata dalle obbligazioni e dai vincoli imposti dalla struttura finanziaria", in *La finanza nel governo dell'azienda*, (a cura di M.Galeotti), Apogeo, Milano, 2008, pag. 132. G.B.Stewart evidenzia come "*Quando si indebita, un'azienda ha un'uscita certa: gli interessi passivi che deve finanziare con un reddito operativo variabile; tutto ciò rende il risultato netto più volatile e quindi più rischioso perché legato all'andamento del ciclo economico*", in *La ricerca del valore*, Egea, Milano, 1998, pag. 243. S.Bianchi Martini evidenzia come "*Se l'azienda ricorre a debiti onerosi lo scostamento tra risultato netto effettivo ed ipotizzato può derivare, oltre che da uno scostamento del risultato operativo (ed eventualmente dei componenti straordinari, extra-caratteristici e fiscali), da uno scostamento degli oneri finanziari: il flusso di interessi passivi che si interpone tra il risultato operativo ed il risultato netto può, infatti, differire da quello ipotizzato. Il fenomeno della leva finanziaria inoltre, com'è noto, amplifica la variabilità della redditività netta dei mezzi propri e del crescere dell'indebitamento*", in *La politica dei rischi nel sistema delle decisioni finanziarie d'azienda*, Il Borghetto, Pisa, 1996, pagg. 79-80.

peso del debito rispetto all'equity, determina perdita di flessibilità finanziaria²¹² ed incremento della probabilità di dissesto²¹³.

Le scelte di indebitamento, dunque, hanno effetti diretti sul rischio finanziario dell'azienda e, in termini sistematici, sull'equilibrio economico-patrimoniale-finanziario a valere nel tempo²¹⁴.

In particolare il rischio finanziario che si accompagna all'indebitamento è funzione principalmente: dell'entità e della variabilità dei flussi di cassa operativi prospettici attesi²¹⁵ e degli *asset* disponibili con riferimento all'entità ed alle garanzie inerenti le operazioni di finanziamento²¹⁶.

In termini generali è possibile affermare che quanto maggiore è la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa operativi in ottica prospettica, tanto maggiore è la possibilità di accedere al debito in ragione della sostenibilità dei relativi obblighi.

La necessità di considerare i flussi di cassa operativi in ottica prospettica pone problemi di stima che devono essere affrontati in termini probabilistici. I flussi di cassa operativi, dunque, sono misurati in termini di valore atteso corrispondente al valore medio di una distribuzione di probabilità²¹⁷.

A ben vedere il problema non si pone solo con riferimento alla probabilità di realizzazione dei flussi di cassa operativi, ma anche in ragione della relativa volatilità nel tempo²¹⁸: gli oneri finanziari sul debito hanno natura fissa per cui variazioni dei

²¹² G.Donaldson evidenzia come la flessibilità finanziaria faccia riferimento alla “*capacità dell'azienda di indirizzare gli impieghi delle risorse finanziarie in modo coerente agli obiettivi aziendali che emergono dalle nuove informazioni sull'impresa e sull'ambiente in cui essa opera*” in *Strategy for financial mobility*, Boston, Harvard Graduate School of Business Administration, 1969 (trd.it. *Strategia di mobilità finanziaria*, Torino, Isedi, 1977). Si veda anche G.Brugger, *Le decisioni finanziarie*, in G.Pivato (a cura di), *Trattato di finanza aziendale*, Milano, Franco Angeli, 1986.

²¹³ G.Brugger evidenzia come “*Le imprese a rischio economico elevato devono soprattutto moderare il ricorso al capitale di credito, nel quadro delle proprie scelte di copertura. L'indebitamento tende infatti ad esaltare gli effetti economici e finanziari, positivi e negativi, dell'espansione e della contrazione del reddito operativo. Quando tale grandezza tende a variare notevolmente, sia pure a parità di livello medio, si crea una situazione di instabilità che aumenta in misura più che proporzionale al crescere del grado di indebitamento, con gravi conseguenze per l'equilibrio aziendale*”, in *Le decisioni finanziarie*, in G.Pivato (a cura di), *Trattato di Finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1987, pagg. 968-969.

²¹⁴ E.Pavarini evidenzia come “*Il legame con il leverage si spiega considerando che a un crescente livello di indebitamento corrisponde una più elevata probabilità che l'impresa non sia in grado di fronteggiare le proprie obbligazioni; di conseguenza, insieme a una base più ampia sulla quale sono calcolati gli interessi passivi dovuta al crescente ammontare dei debiti, si ha anche una più elevata remunerazione richiesta dai creditori in termini di tasso. Il maggiore livello di indebitamento determina quindi l'incremento degli oneri finanziari che assorbono una parte crescente di risultato operativo, determinando il rischio che la gestione caratteristica non produca risorse, vale a dire reddito operativo, sufficienti a remunerare il capitale preso a prestito. La conseguenza estrema potrebbe essere un risultato netto negativo*”, in *L'equilibrio finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2006, pagg. 169-170.

²¹⁵ E' su questi flussi, infatti, che fisiologicamente gravano le uscite finanziarie connesse al debito.

²¹⁶ Le garanzie non modificano la probabilità di insolvenza del soggetto finanziato, ma modificano le conseguenze dell'insolvenza in termini di valore delle perdite. Pertanto la consistenza degli *asset* aziendali è una seconda linea di tutela posta a valle del processo di valutazione del rischio di *default* dell'azienda.

²¹⁷ In tal senso il valore quantificato è il valore che ha più probabilità di realizzarsi.

²¹⁸ E.Pavarini evidenzia come “*Tanto più è divaricata la distribuzione delle probabilità, tanto maggiore è il rischio che il reddito operativo possa scendere al di sotto degli oneri finanziari definiti contrattualmente e che, quindi, l'impresa non sia in grado di remunerare il capitale. La banca è pertanto interessata non soltanto all'analisi storica della capacità dimostrata dall'impresa di produrre flussi di*

flussi di cassa operativi possono essere tali da non consentire la relativa copertura. Si rende, dunque, necessario definire i limiti entro i quali flussi di cassa operativi possono subire variazioni senza compromettere la capacità dell'azienda di sostenere il debito. Detti limiti sono definiti dinamicamente nel tempo in ragione della distanza attesa: tra andamento prospettico del reddito operativo ed andamento prospettico degli oneri finanziari (in termini di dinamica economica)²¹⁹; tra andamento prospettico dei flussi di cassa operativi ed andamento prospettico dei *cash-out* connessi agli oneri finanziari ed alla restituzione del debito (in termini di dinamica finanziaria)²²⁰. In termini generali²²¹, dunque, quanto più è elevata la distanza tra l'andamento prospettico del reddito operativo e dei flussi di cassa operativi e l'andamento prospettico degli oneri finanziari²²², tanto minore è il rischio di insolvenza dell'azienda²²³. In termini grafici:

reddito operativo elevati e stabili, ma anche, e soprattutto, alla stima della capacità prospettica con riferimento ai valori attesi e alla loro variabilità. Tanto più è contenuto il reddito operativo atteso e tanto maggiore la sua variabilità, tanto minore è il debito che l'impresa può sostenere per dato rischio che la banca è disposta a sopportare", in L'equilibrio finanziario, McGraw-Hill, Milano, 2006, pagg. 40.

²¹⁹ La distanza prospettica attesa tra andamento dell'EBIT ed andamento degli oneri finanziari deve essere stimata in ragione delle assunzioni formulate su ricavi e costi attesi e sull'andamento degli oneri finanziari in funzione della struttura finanziaria prospettica.

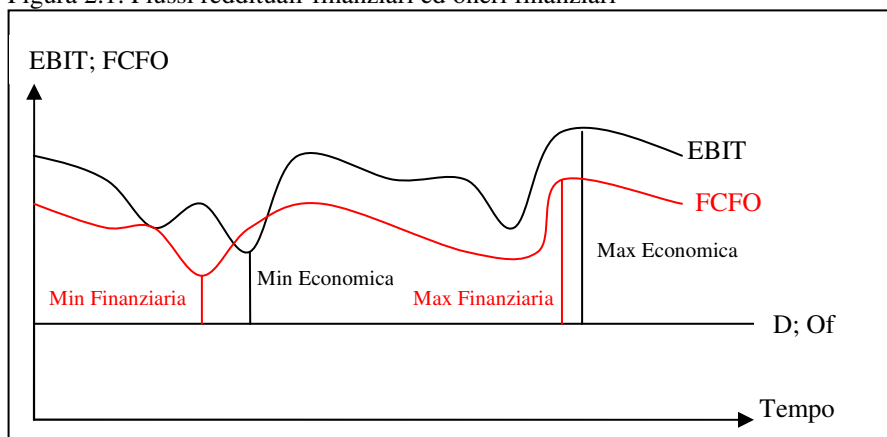
²²⁰ La distanza prospettica attesa tra andamento dei flussi di cassa ed andamento degli oneri finanziari, deve essere stimata in ragione delle assunzioni formulate circa la discrasia temporale tra andamento economico ed andamento finanziario.

²²¹ In questo caso non si considerano cambiamenti repentini.

²²² Con riferimento agli oneri finanziari, in questa sede si assume che non vi sia discrasia temporale tra dinamica economica e dinamica finanziaria per cui vi sia coincidenza tra costo e relativo *cash-out*.

²²³ In questa sede si assume: che gli oneri finanziari siano fissi e costanti nel tempo; che la dinamica finanziaria e la dinamica economica degli oneri finanziari coincidano; che l'andamento combinato degli oneri finanziari ed il rientro dal debito possano essere approssimati ad una retta; che il capitale di debito sia rimborsato in quote costanti; che vi sia discrasia temporale tra dinamica economica e dinamica finanziaria per cui l'andamento prospettico atteso del EBIT non coincide con la dinamica prospettica attesa dei FCFO (flussi di cassa operativi). A.Salvi evidenzia come "La probabilità di dissesto finanziario è rappresentata dalla probabilità che i flussi di cassa generati internamente dalla società possano rivelarsi insufficienti a far fronte agli impegni contrattuali nei confronti dei creditori", ed evidenzia ancora come essa sia funzione "[...] del rapporto tra volume dei flussi di cassa operativi e i flussi di cassa necessari per il servizio del debito (interessi e quota capitale). Naturalmente, più elevato è il rapporto minore è la probabilità d'insolvenza" e "[...] della volatilità dei flussi di cassa operativi. La probabilità di fallimento è funzione diretta della volatilità dei flussi di cassa operativi, dato un predeterminato livello di flussi di cassa previsti per il servizio del debito", in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2ª ed., Egea, Milano, 2004, pag. 448.

Figura 2.1. Flussi reddituali-finanziari ed oneri finanziari



Nell’ottica del sottoscrittore di debito particolare rilievo assume la dinamica finanziaria in ragione delle effettive risorse disponibili a copertura degli obblighi derivanti dal debito. Il parametro di riferimento è rappresentato dalla “distanza minima sostenibile” in termini finanziari: indica la capacità dell’azienda di assorbire variazioni negative dei flussi di cassa senza intaccare la capacità dell’azienda di far fronte agli obblighi inerenti il debito.

Si osservi come l’eventuale insolvenza dell’azienda rappresenti, sovente, l’ultimo *step* di un processo di deterioramento della condizione di equilibrio. Pertanto si rende necessario comprendere la dinamica finanziaria dell’azienda al fine di individuare quei “segni premonitori” del *default* potendo, così, agire in modo tempestivo²²⁴.

La tensione finanziaria è comunemente misurata mediante ricorso al Grado di leva finanziaria (GLF). Essa esprime la capacità del reddito operativo di coprire gli oneri finanziari misurando la relazione tra risultato netto e reddito operativo in ragione degli oneri finanziari²²⁵. In termini analitici il GLF è pari a²²⁶:

²²⁴ E.Pavarini evidenzia come “L’insolvenza deve essere intesa come l’ultimo stadio di un processo di deterioramento dell’equilibrio finanziario di un’impresa. Il percorso di analisi è pertanto legato, in primo luogo, all’identificazione delle diverse accezioni in cui può essere declinato il concetto di equilibrio finanziario in riferimento specifico al segmento di clientela oggetto di analisi. In secondo luogo, si tratta di individuare gli indicatori che esprimono il grado di equilibrio in rapporto alle diverse accezioni ritenute più rilevanti rispetto alla tipologia di impresa, al settore di attività e alla fase del ciclo di vita dell’impresa. In terzo luogo, si tratta di cogliere, in rapporto a detti indicatori, i segni premonitori del *default* in relazione all’orizzonte temporale di un anno. L’insolvenza consegue sempre alla rottura di una o più compatibilità nella catena di relazioni che legano le variabili di fondo esplicative del grado di successo/insuccesso di un’impresa: ambiente, strategia, struttura aziendale, vantaggi competitivi, risultati reddituali e finanza. L’ottica può essere posta a diversi livelli della catena e la ricerca di eventuali rotture delle compatibilità può essere effettuata a monte, all’origine delle cause, o a valle della catena stessa, verso la manifestazione ultima delle incompatibilità [...]. E’ evidente che il posizionamento dell’analisi lungo gli anelli della catena indicata presenta un trade off tra il grado di nitidezza dei segnali premonitori e la possibilità di prevenire il *default* con adeguato anticipo”, in *L’equilibrio finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2006, pagg. 27-28.

²²⁵ E.Pavarini, *L’equilibrio finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2006, pag.168-170.

²²⁶ Se si assume l’assenza di costi e proventi differenti rispetto agli oneri finanziari al di sotto del reddito operativo, il GLF è pari a: $GLF = \frac{\Delta RN}{RN} / \frac{\Delta RO}{RO} = \frac{\Delta RN}{RN} \cdot \frac{RO}{\Delta RO}$. Poiché $\Delta RN = \Delta RO$, allora $GLF = \frac{RO}{RN}$. Se l’azienda è quotata il GLF può essere calcolato in ragione del rapporto tra la variazione percentuale

$$GLF = \frac{EBIT}{EBIT - Of}$$

Il GLF, dunque, aumenta all'aumentare degli oneri finanziaria connessi all'indebitamento. Un elevato GLF implica una marcata reattività del reddito netto alle variazioni del reddito operativo in ragione degli oneri finanziari²²⁷.

Il GLF è funzione dell'effetto *leverage* ovvero dell'effetto leva finanziaria. Se si considera il costo del capitale di debito (K_D) e le imposte societarie (t_c), la relazione intercorrente tra ROE, ROI e leva finanziaria può essere espressa come segue²²⁸:

dell'utile per azione (*EPS*) nel periodo t_0 - t_1 , per effetto della variazione nel livello di indebitamento, e la corrispondente

$$GLF = \frac{\frac{\Delta\%EPS}{\Delta\%EBIT}}{\frac{variazione}{percentuale}} = \frac{(EPS_1 - EPS_0) \cdot t_c}{EPS_0} \bigg/ \frac{(EBIT_1 - EBIT_0)}{EBIT_0} \text{ dell'EBIT:}$$

²²⁷ In termini generali quanto maggiore è l'incidenza degli oneri finanziari tanto maggiore è il rischio finanziario derivante dalla probabilità che eventuali riduzioni del reddito operativo determinino la non copertura degli oneri finanziari.

²²⁸ Al fine di definire analiticamente la leva finanziaria è possibile far riferimento al ROE ed al ROI. In tal senso si rende necessario determinare il reddito netto (RN) quale differenza tra il reddito operativo (RO), oneri finanziari (Of) ed oneri tributari (Ot). Gli oneri tributari sono pari al prodotto tra il reddito lordo (RL), ovvero il reddito ante-imposta (eventualmente aumentato delle riprese fiscali), e l'aliquota di imposta societaria (t_c). Poiché il reddito lordo è pari al reddito operativo al netto degli oneri finanziari, il reddito netto è pari a: $RN = (RO - Of) \cdot (1 - t_c)$ ovvero $RN = RO - Of - Ot$. Poiché $Ot = RL \cdot t_c = (RO - Of) \cdot t_c$, si ha che $RN = RO - Of - (RO - Of) \cdot t_c$, e quindi $RN = RO - Of - RO \cdot t_c + Of \cdot t_c$, e quindi $RN = RO \cdot (1 - t_c) - Of \cdot (1 - t_c)$, da cui $RN = (RO - Of) \cdot (1 - t_c)$. Il reddito netto ed il reddito operativo possono essere sostituiti nell'equazione facendo riferimento ai relativi indicatori economici, mentre gli oneri finanziari possono essere esplicitati in relazione al costo del capitale di debito. In tal senso si assume che non vi sia attività extra-caratteristica. Se, invece, questa fosse presente in luogo del ROI si renderebbe necessario il ricorso al ROA che esprime la redditività complessiva della gestione. In tal senso il reddito netto (RN) è pari al prodotto tra il ROE ed il capitale di rischio, equity (E), ovvero $RN = ROE \cdot E$; il reddito operativo (RO) è pari al prodotto tra il ROI ed il capitale complessivamente investito nella gestione aziendale, pari alla somma tra equity (E) e debito (D) (si ricorda che $ROI = \frac{RO}{E + D}$), ovvero $RO = ROI \cdot (E + D)$; gli oneri finanziari (Of) sono pari al prodotto tra il capitale di debito (D) ed il relativo costo (K_d) ovvero $Of = D \cdot K_d$. Procedendo alle relative sostituzioni e semplificazioni si ha $ROE \cdot E = [ROI \cdot (E + D) - D \cdot K_d] \cdot (1 - t_c)$, da cui $ROE \cdot E = (ROI \cdot E + ROI \cdot D - D \cdot K_d) \cdot (1 - t_c)$. Dividendo primo e secondo membro per l'equity (E) si ha che $ROE \cdot \frac{E}{E} = \left(ROI \cdot \frac{E}{E} + ROI \cdot \frac{D}{E} - \frac{D}{E} \cdot K_d \right) \cdot (1 - t_c)$ e quindi $ROE = \left(ROI + ROI \cdot \frac{D}{E} - \frac{D}{E} \cdot K_d \right) \cdot (1 - t_c)$ da cui $ROE = \left[ROI + (ROI - K_d) \cdot \frac{D}{E} \right] \cdot (1 - t_c)$.

Per approfondimenti sull'argomento si vedano tra gli altri: C.Caramiello, *Indici di bilancio*, 2^a ed., Giuffrè, Milano, 2003, pagg. 381-413; R.J.Fuller, J.L.Farrell Jr., *Analisi degli investimenti finanziari*, McGraw-Hill, Milano, 1993, pagg. 225-227; E.Pavarini, *L'equilibrio finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2006, pagg. 121-194; V.Antonelli, *Analisi di bilancio e Basilea 2*, 2^a ed., Ipsoa, Milano, 2007, pagg. 199-281; F.Di Lazzaro, *La situazione finanziaria aziendale*, Giuffrè, Milano, 1994, pagg. 230-236.

$$ROE = \left[ROI + (ROI - K_d) \cdot \frac{D}{E} \right] \cdot (1 - t_c)$$

L'equazione evidenzia come l'indebitamento generi una variazione del ROE positiva ovvero negativa a seconda del differenziale esistente tra il ROI e il costo del debito²²⁹. Detto effetto è noto come "effetto *leverage*", o anche "effetto leva", ed è pari al prodotto tra il differenziale intercorrente tra rendimento sul capitale investito (ROI) e costo del capitale di debito (K_d), che esprime la leva finanziaria, ed il livello di indebitamento pari al rapporto tra capitale di debito (D) ed equity (E), che indica il livello di utilizzo della leva finanziaria ed è definito "fattore di leva finanziaria" o anche "quoziente di indebitamento"²³⁰.

Pertanto l'effetto *leverage* (EL) è l'effetto che si trasferisce dal ROI al ROE in ragione dell'altezza dell'indebitamento²³¹:

$$EL = (ROI - K_d) \cdot \frac{D}{E}$$

Se la leva finanziaria è positiva²³², l'aumento del livello di indebitamento produce un incremento del ROE: i sottoscrittori di equity realizzano un guadagno da finanziamento in quanto il capitale di rischio beneficia gratuitamente del differenziale positivo. Viceversa se la leva finanziaria è negativa²³³, l'aumento del livello di indebitamento produce un decremento del ROE: i sottoscrittori di equity sostengono una perdita da finanziamento.

Pertanto se il ROI è maggiore del costo del debito, la leva finanziaria opera in senso favorevole; viceversa se il ROI è inferiore al costo del debito, la leva finanziaria opera in senso sfavorevole in quanto la redditività operativa è erosa dal costo del debito. Inoltre, a parità di condizioni, una variazione del costo del capitale genera un ampliamento dell'effetto leva²³⁴.

²²⁹ M.Massari, L.Zanetti, con riferimento al rischio finanziario, evidenziano come "[...] nell'accezione più semplice, ma più efficace, esso dipende dalle scelte di finanziamento. Poiché la remunerazione del capitale azionario è subordinata al rispetto degli impegni assunti nei confronti dei fornitori di capitale di debito, a parità di capitale operativo (e quindi anche di FCFO), ogni incremento dell'indebitamento tende ad amplificare le conseguenze dei cambiamenti di scenario sul piano dei flussi disponibili per gli azionisti (FCFE). In altri termini, il rapporto di indebitamento rappresenta un fattore moltiplicativo del rischio tipico dell'area di business nella quale può essere classificata un'iniziativa", in Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 71.

²³⁰ V.Comito, Idee e capitali, Isedi, Torino, 1994, pag. 232.

²³¹ C.Caramiello, Indici di bilancio, Giuffrè, Milano, 2003, pag. 394.

²³² Se $(ROI - K_d) > 0$, il ROI è maggiore degli oneri finanziari per cui si è in presenza di *leva finanziaria positiva*. In questo caso il ROE è maggiore del ROI in ragione della leva finanziaria per cui cresce al crescere dell'indebitamento; la leva finanziaria agisce da "moltiplicatore" del ROE.

²³³ Se $(ROI - K_d) < 0$, il ROI è minore degli oneri finanziari per cui si è in presenza di *leva finanziaria negativa*. In questo caso il ROE è inferiore al ROI in ragione della leva finanziaria per cui decresce al crescere dell'indebitamento; la leva finanziaria agisce da "riduttore" del ROE.

²³⁴ P.Galbiati, sul punto evidenzia come "[...] a parità di ogni altra variabile, se il tasso di interesse passivo si riduce, si otterrà un maggiore beneficio dall'indebitamento nei casi di effetti leva positivi. Se viceversa il tasso aumenta, il punto di indifferenza della struttura finanziaria si sposta verso valori più elevati ed il vantaggio dell'indebitamento, nella zona di effetto leva positivo, si riduce. Una variazione

Se si ipotizza di mantenere costante la leva finanziaria, il ROE varia in ragione della variazione del livello di indebitamento²³⁵.

La leva finanziaria, dunque, espone l'azienda al rischio in ragione della variabilità dei suoi elementi²³⁶. In particolare sembra possibile affermare che attraverso la leva finanziaria il rischio finanziario si combina con il rischio operativo²³⁷.

In sede di determinazione della leva finanziaria, il problema si pone in ragione della natura delle variabili di riferimento: tanto il rendimento del capitale investito quanto il costo del capitale di debito al momento della definizione della leva finanziaria in ottica prospettica esprimono valori attesi per cui il differenziale tra essi è stimato.

Si noti come la flessibilità finanziaria rivesta ruolo centrale in sede di determinazione del livello di indebitamento ed, in termini più generali, consente il necessario coordinamento tra le scelte di struttura finanziaria e la politica degli investimenti²³⁸. Da essa, infatti, dipende l'effettiva disponibilità di risorse da poter investire nelle attività aziendali. In tal senso sembra possibile affermare che quanto maggiore è la flessibilità finanziaria, tanto maggiore è la possibilità per l'azienda di poter liberare, in ogni momento, le risorse necessarie a cogliere opportunità di investimento.

del tasso di interesse genera quindi un ampliamento dell'effetto leva", in La struttura finanziaria delle imprese, Egea, Milano, 1999, pag. 41.

²³⁵ In particolare se si indica con α il rapporto tra debito (D) ed equity (E), per cui $ROE = [ROI + (ROI - K_d) \cdot \alpha] \cdot (1 - t_c)$, e con α' il nuovo rapporto tra debito ed equity a seguito della variazione intervenuta nel livello di indebitamento, il nuovo ROE' è pari a $ROE' = [ROI + (ROI - K_d) \cdot \alpha'] \cdot (1 - t_c)$. Ponendo la differenza tra ROE' e ROE si ha che: $ROE' - ROE = \{ [ROI + (ROI - K_d) \cdot \alpha'] \cdot (1 - t_c) \} - \{ [ROI + (ROI - K_d) \cdot \alpha] \cdot (1 - t_c) \}$ per cui $ROE' - ROE = [ROI \cdot (1 - t_c) + (ROI - K_d) \cdot \alpha' \cdot (1 - t_c)] - [ROI \cdot (1 - t_c) + (ROI - K_d) \cdot \alpha \cdot (1 - t_c)]$ per cui $ROE' - ROE = ROI \cdot (1 - t_c) + (ROI - K_d) \cdot \alpha' \cdot (1 - t_c) - ROI \cdot (1 - t_c) - (ROI - K_d) \cdot \alpha \cdot (1 - t_c)$ e quindi $ROE' - ROE = (ROI - K_d) \cdot \alpha' \cdot (1 - t_c) - (ROI - K_d) \cdot \alpha \cdot (1 - t_c)$ da cui $ROE' = ROE + (ROI - K_d) \cdot (\alpha' - \alpha) \cdot (1 - t_c)$.

L'equazione, $ROE' = ROE + (ROI - K_d) \cdot (\alpha' - \alpha) \cdot (1 - t_c)$, evidenzia come il ROE varia in ragione del differenziale defiscalizzato tra ROI e oneri finanziari e la variazione del livello di indebitamento.

²³⁶ Per questa motivazione la leva finanziaria è stata definita un'arma a doppio taglio. Cfr. H.Levy, M.Sarnat, Capital, investment and financial decisions, London, Prentice Hall, 1978, pagg. 213-216.

²³⁷ P.Galbiati evidenzia come "[...] E' da ricordare che il rischio finanziario si combina con quello inerente i risultati operativi. In altre parole, si può dire che l'azienda è sesposta ad un rischio economico derivante in primo luogo dalla natura della sua attività operativa e dalle fluttuazioni che questa può subire; in secondo luogo dalle condizioni generali dell'economia. Il combinarsi dei due elementi citati, e la loro correlazione, determina il grado di rischio economico che caratterizza una data attività. E' su questo rischio che si innesta l'effetto della leva finanziaria", in La struttura finanziaria delle imprese, Egea, Milano, 1999, pag. 49.

²³⁸ J.Graham, C.Harvey, "The Yheory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field", in Journal of Financial Economics, 60, 2001, pagg. 187-243 (lo studio è condotto con riferimento al mercato statunitense); F.Bancel, U.R.Mittoo, "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms", in Financial Management, vol. 33, n.4, Winter 2004 (con riferimento alla Francia, Belgio, Grecia, Portogallo, Spagna, Olanda, Germania, Austria, Svizzera, Danimarca, Finlandia, Norvegia, Svezia, Regno Unito, Irlanda, Italia); H.Servaes, P.Tufano, "The Theory and Practice of Corporate Capital Structure", in The Questions and Sample of the Global Survey of Corporate Financial Policies and Practices, Deutsche Bank Research, 2006 (con riferimento a società americane, europee, asiatiche).

Alcuni studi²³⁹, condotti sulla relazione tra decisioni di investimento e riserve di liquidità²⁴⁰, evidenziano come la capacità di produrre *cash-flow* nel tempo consenta all'azienda di disporre di fonti finanziarie stabili con effetti positivi sulle decisioni di investimento. Queste, infatti, risulterebbero influenzate negativamente dall'eventuale volatilità dei *cash-flow* attesi: l'azienda si troverebbe in condizioni di incertezza sulle fonti interne con conseguenti ricadute negative sugli investimenti derivanti da possibili futuri vincoli finanziari.

Pertanto l'azienda potrebbe essere indotta a costituire riserve di liquidità per assicurarsi la possibilità di cogliere, in ogni momento, opportunità di investimento senza doversi preoccupare di eventuali vincoli finanziari. A ben vedere costituendo riserve di liquidità l'azienda alloca *cash-in* generati nel presente a copertura di futuri *cash-out* derivanti da investimenti realizzando, di fatto, un *trade-off* intertemporale tra finanziamento di investimenti correnti e finanziamento di investimenti futuri.

La tesi è controversa. Alcuni studi²⁴¹ evidenziano come la sensibilità degli investimenti ai *cash-flow* generati è elevata anche per le aziende che presentano elevate riserve di liquidità e bassi livelli di indebitamento. La riserva di liquidità, inoltre, genera un *trade-off*: da un lato consente quella flessibilità finanziaria necessaria a cogliere, in ogni momento, eventuali opportunità di investimento; dall'altro genera costi in ordine ad un impiego non profittevole delle risorse ed a possibili comportamenti opportunistici del management a danno degli azionisti²⁴².

Alcuni studi²⁴³, inoltre, evidenziano come la struttura finanziaria possa risultare sub-ottimizzata, con conseguente non minimizzazione del costo del capitale, pur di garantire all'azienda flessibilità finanziaria²⁴⁴. In tal senso l'azienda preferisce livelli di

²³⁹ S.M.Fazzari, R.G.Hubbard, B.C.Petersen, "Financing Constraints and Corporate Investment", Brookings Paper in Economic Activity, 1, 1988, pagg. 141-195. S.M.Fazzari, R.G.Hubbard, B.C.Petersen, "Investment cash-flow sensitivities are useful: A comment on Kaplan and Zingales", in Quarterly Journal of Economics, 115, 2000, pagg. 695-705. H.Almeida, M.Campello, M.S.Weisbach, "The Cash Flow Sensitivity of Cash", in Journal of Finance, 59, 2004, pagg. 1777-1804; B.Holmstrom, J.Tirole (1998) "LAPM: A Liquidity-based Asset Pricing Model", The Journal of Finance, vol. LVI, n.5, October 2001; K.V.Lins, H.Servaes, P.Tufano, "What Drives Corporate Liquidity: International Evidence from Survey Data on Strategic Cash and Lines of Credit", in Journal of Financial Economics, 98, 2010, pagg. 160-176.

²⁴⁰ Per liquidità si intendono oltre alle disponibilità di cassa e banca, anche tutte le attività finanziarie immediatamente liquidabili senza che vi sia perdita di valore.

²⁴¹ S.N.Kaplan, L.Zingales, "Do Investment Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", in Quarterly Journal of Economics, 112, 1997, pagg. 169-215.

²⁴² Sul tema si vedano gli studi condotti da: C.S.Kim, D.Mauer, A.Sherman, "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence", in Journal of Financial and Quantitative Analysis, 22, 1998.; T.Opler, L.Pinkowitz, R.Stulz, R.Williamson, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", in Journal of Financial Economics, 52, 1999.

²⁴³ T.Philippon, Revealed Preferences for Corporate leverage, New York University, Department of Finance, National Bureau of Economic Research, 2003; H.Servaes, P.Tufano, "The Theory and Practice of Corporate Capital Structure", in The Questions and Sample of the Global Survey of Corporate Financial Policies and Practices, Deutsche Bank Research, 2006.

²⁴⁴ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, sulla base della ricerca da loro condotta evidenziano come "[...] il principio ispiratore (73,3% del campione) delle scelte di capital structure risulta essere la volontà di mantenere nel tempo adeguata flessibilità finanziaria necessaria a combinare in maniera efficace la politica di capital structure con le altre due leve di creazione di valore: in primo luogo la politica degli investimenti, seguita dalle politiche di payout" ed ancora "[...] dall'analisi empirica emerge una chiara gerarchia che vincola le politiche del passivo (capital structure e payout) a quelle dell'attivo

indebitamento sub-ottimali pur di proteggersi dal rischio di eccessivo indebitamento a cui si accompagnano maggiori costi e minore flessibilità²⁴⁵.

2.2. – Il costo del capitale ed il valore dello scudo fiscale

Il principio di avversione al rischio statuisce una relazione di proporzionalità diretta tra rischio e rendimento: quanto maggiore è il rischio che l'investitore ritiene di assumersi, tanto maggiore è il rendimento da questi atteso quale remunerazione del rischio sopportato²⁴⁶.

Tra rischio inerente le attività aziendali, rendimento atteso dall'investitore, costo del capitale dell'azienda e relativo valore esiste, pertanto, una relazione di proporzionalità: quanto maggiore è il rischio che l'investitore ritiene di assumersi tanto maggiore è il rendimento da questi atteso per cui tanto maggiore è il costo del capitale investito nelle

(investimenti), portando le aziende a effettuare scelte di struttura finanziaria che anche sub-ottimali, che possono non condurre a una minimizzazione del costo medio ponderato del capitale, pur di garantire la flessibilità finanziaria necessaria per attivare efficacemente e senza eccessivi vincoli la principale leva di creazione di valore, la politica degli investimenti. La ricerca di un adeguato livello di flessibilità finanziaria appare pertanto frutto della convinzione che i costi associati all'averne un debito minore rispetto a quello ritenuto ottimale sono comunque inferiori a quelli associati all'averne un livello superiore e tale da rischiare di compromettere l'effettuazione di investimenti profittevoli", in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pagg. 80-81.

²⁴⁵ U.Peyer, A.Shivdasani, "Leverage and Internal Capital Markets: Evidence From Leveraged Recapitalizations", in Journal of Financial Economics, vol. 59, n.3, 2001, pagg. 477-515.

²⁴⁶ A.Damoradan evidenzia come "Nella nostra cultura la parola "rischio" evoca un concetto negativo: infatti nei dizionari la definizione più comune del verbo rischiare è "esporsi a un pericolo". L'ideogramma cinese corrispondente ci aiuta a meglio comprendere l'uso che la finanza fa di questo termine [...]. Il primo simbolo sta per "pericolo" e il secondo per "opportunità". Il concetto cinese di rischio, dunque, risulta dall'unione di pericolo e opportunità. Tradotto nel linguaggio della finanza, ciò significa che, per ogni investitore e ogni impresa, esiste un trade-off tra maggiori rendimenti (l'aspetto "opportunità") e maggiori rischi (l'aspetto "pericolo"). Obiettivo fondamentale in finanza è fare in modo che, quando un investitore sia esposto a un rischio, venga remunerato in modo "appropriato", in Finanza aziendale, 2ª ed., Apogeo, Milano, 2006, pag. 51. E.Barucci, C.Marsala, M.Nencini, C.Sgarra, evidenziano come "[...] Le preferenze di un individuo descrivono anche un suo "atteggiamento" verso le situazioni rischiose. La propensione-avversione di un individuo nei confronti del rischio può essere valutata considerando il suo atteggiamento nei confronti delle lotterie-variabili aleatorie attuarialmente eque, cioè quelle lotterie caratterizzate da un valore atteso pari a zero. Un individuo si dice avverso al rischio se a partire da qualsiasi livello di ricchezza detenuto con certezza non accetta o è indifferente rispetto ad ogni lotteria attuarialmente equa, un individuo si dice neutrale al rischio se ogni lotteria attuarialmente equa gli è indifferente, un individuo è invece amante del rischio se accetta ogni lotteria attuarialmente equa. Un individuo si dice strettamente avverso al rischio se rifiuta ogni lotteria attuarialmente equa. Questa definizione di propensione/avversione al rischio è "globale" in quanto fa riferimento ad una ricchezza di partenza indeterminata e ad una qualsiasi lotteria con valore atteso pari a zero. Questa definizione ci può trarre in inganno: potremmo essere tentati di sintetizzare l'avversione al rischio come una preferenza per una ricchezza certa a una avversione per la sua dispersione. C'è del vero: un individuo avverso al rischio preferisce avere con certezza il valore atteso della lotteria piuttosto che la lotteria ma non possiamo prendere la varianza della ricchezza (scarto quadratico medio) come indicatore di dispersione e stabilire che le preferenze dell'individuo sono crescenti nel valore atteso della lotteria e decrescenti nella varianza", in Ingegneria finanziaria, Egea, Milano, 2009, pag. 53.

attività aziendali e, conseguentemente, a parità di altre condizioni, tanto minore è il valore dell'azienda²⁴⁷.

La stima del rischio è condizione necessaria ai fini dell'applicazione della relazione tra rischio, rendimento atteso, costo del capitale e valore dell'azienda.

La stima del costo del capitale d'azienda è sovente determinata mediante ricorso al *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)²⁴⁸.

Il WACC stima il costo del capitale d'azienda (K_A) pari alla media ponderata del costo stimato dell'equity (K_E) e del costo stimato del debito (K_D) al netto delle imposte societarie (t_c) dove i pesi di ponderazione sono rappresentati dal valore di mercato dell'equity (E) e del debito (D) all'interno della struttura finanziaria:

$$K_A = K_E \cdot \frac{E}{E + D} + K_D \cdot \frac{D}{E + D} \cdot (1 - t_c)$$

E' bene evidenziare come il costo del capitale deve essere stimato in ottica attuale e prospettica in vista della variazione della struttura finanziaria²⁴⁹.

In questa sede preme evidenziare gli effetti dell'indebitamento sul costo del capitale in ragione della deducibilità degli oneri finanziari che ad esso si accompagnano.

La legislazione fiscale in molti Paesi consente, infatti, mediante differenti modalità, la deducibilità degli oneri finanziari. Il ricorso al debito, qualora ne ricorrano i presupposti²⁵⁰, consente all'azienda un risparmio fiscale che si traduce in maggiore valore. Pertanto in presenza di indebitamento, si rende necessario indagare la relazione intercorrente tra struttura finanziaria, costo del capitale e valore dell'azienda in ragione dei benefici fiscali connessi al debito²⁵¹.

²⁴⁷ In tal senso si considerino le metodologie di stima del valore del capitale economico strutturate sui flussi di risultati prospettici attesi.

²⁴⁸ In questo contesto si tralasciano le forme di finanziamento "ibride".

²⁴⁹ G.Brugger, Le decisioni finanziarie, in G.Pivato (a cura di), Trattato di Finanza Aziendale, Franco Angeli, Milano, 1987, pagg. 836-837. S.Bianchi Martini evidenzia come "Un'analisi di tipo «atomistico» del costo specifico delle diverse fonti non può, quindi, esaurire le complesse problematiche relative alla valutazione di «onerosità prospettica del sistema dei finanziamenti». Inoltre il semplice «confronto di onerosità» tra le fonti esprime una visione parziale della problematica decisionale in quanto, da un lato, non considera che l'obiettivo dell'azienda è perseguire l'equilibrio economico durevole e non semplicemente la minimizzazione di un particolare costo e, dall'altro lato, trascura il fatto che le fonti non si differenziano solo per la variabile «costo» ma anche per altre caratteristiche (grado di permanenza e caratteristiche di fruibilità e flessibilità di utilizzo ecc.)", in La polita dei rischi nel sistema delle decisioni finanziarie d'azienda, Il Borghetto, Pisa, 1996, pagg. 244-245.

²⁵⁰ Per trarre beneficio fiscale dal debito è necessario che si realizzi un risultato ante-imposte positivo ovvero utili tassabili. In presenza di oneri finanziari pari all'EBIT l'azienda protegge dalla tassazione interamente i suoi utili. Cfr. J.Berk, P.DeMarzo, Finanza aziendale 1, Pearson, Milano, 2008, pagg. 494-495. P.Galbiati evidenzia come "[...] L'esistenza di imposizione fiscale rende più conveniente l'indebitamento rispetto ai mezzi propri, ma ciò è rilevante solo per le aziende che prevedono di generare utili in modo stabile e solo dopo aver utilizzato tutti i sistemi già disponibili per ridurre le imposte [...]. Per tale motivo Myers conclude che esiste un moderato vantaggio all'indebitamento per le aziende che sono in condizioni da utilizzare lo scudo fiscale generato dagli interessi passivi. Per le aziende che non possono usufruire di tale beneficio c'è invece un moderato svantaggio ad incrementare l'indebitamento", in La struttura finanziaria delle imprese, Egea, Milano, 1999, pag. 82.

²⁵¹ Detta relazione deve essere analizzata in un contesto statico e in un contesto dinamico. Per la relativa analisi si veda M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 69 e ss.

In presenza di indebitamento l'*Enterprise value* (W_A) esprime il valore *levered* dell'azienda (W_L) per cui $W_A = W_L$ ²⁵².

In assenza di indebitamento non si pone il problema della scelta dell'ottica di osservazione²⁵³: valutare gli *asset* ovvero l'*equity* non genera differenze per cui l'*Enterprise value* (W_A) è pari al valore *unlevered* dell'azienda (W_U) che è pari all'*Equity value* (W_E) per cui $W_E = W_A = W_U$ ²⁵⁴.

Il valore del beneficio fiscale connesso al debito, può essere stimato facendo ricorso a due diversi procedimenti: procedimento disaggregato, meglio noto come *Adjusted Present Value* (APV)²⁵⁵, dove il valore del beneficio fiscale rettifica il valore *unlevered*

²⁵² Noto il valore *levered* dell'azienda (W_L), ovvero all'*Enterprise Value* (W_A), ed il valore della Posizione finanziaria netta (PFN), è possibile stimare l'*Equity value* (W_E) come segue: $W_E = W_A - PFN$. Inversamente, noto l'*Equity value* (W_E) ed il valore della PFN, è possibile stimare il valore *levered* dell'azienda (W_L), ovvero l'*Enterprise value* (W_A), come segue: $W_A = W_E + PFN$.

²⁵³ In ottica *Asset Side*, ad essere stimato è l'*Enterprise value* o valore del capitale operativo (W_A). In presenza di indebitamento l'*Enterprise value* (W_A) è pari al valore *levered* dell'azienda (W_L) per cui $W_A = W_L$; diversamente in assenza di indebitamento l'*Enterprise value* (W_A) è pari al valore *unlevered* dell'azienda (W_U) per cui $W_A = W_U$. In ottica *Equity Side*, ad essere stimato è l'*Equity value* o valore del capitale di rischio (W_E). In assenza di indebitamento l'*Equity value* (W_E) coincide con l'*Enterprise value* (W_A) ovvero con il valore *unlevered* (W_U) per cui $W_E = W_A = W_U$. La differenza intercorrente tra l'*Enterprise value* (W_A) e l'*Equity value* (W_E) è nella Posizione finanziaria netta (PFN) che indica il valore di mercato dell'indebitamento finanziario netto. La PFN è "mobile" all'interno della struttura fonti-impieghi: un valore negativo della PFN indica che i debiti finanziari sono maggiori rispetto alle disponibilità liquide per cui essa costituisce una fonte; diversamente un valore positivo della PFN indica che i debiti finanziari sono inferiori rispetto alle disponibilità liquide per cui essa costituisce un impiego. Cfr. Carlotti M., *Tecniche di private equity*, Egea, Milano 2003, da pagg. 83-85; M. Massari, L. Zanetti, *Valutazione*, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 47-53.

²⁵⁴ In presenza di indebitamento se i parametri delle formule di valutazione sono stati determinati con criteri coerenti e se le ipotesi inerenti l'andamento dell'indebitamento sono correttamente tradotte nella rappresentazione dei flussi nelle due prospettive, allora le due ottiche di osservazione portano al medesimo risultato in termini di valore dell'*equity*. Cfr. M. Massari, L. Zanetti, *Valutazione*, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 83.

²⁵⁵ Cfr. S.C. Myers, *Interactions of corporate financing and investment decisions. Implications for capital budgeting*, *Journal of Finance*, vol.29, marzo 1974, pagg.1-25; S.A. Ross, R.W. Westerfield, J.F. Jaffe, *Finanza aziendale*, il Mulino, 1997, pagg. 638-644; T.E. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation. Measuring and Managing the value of companies*, 3^a ed., John Wiley & Sons, 2000.

dell'azienda²⁵⁶; procedimento aggregato, dove il valore del beneficio fiscale rettifica il costo del capitale impiegato in sede di attualizzazione²⁵⁷.

In questa sede si ritiene opportuno limitare l'analisi, sia con riferimento al procedimento disaggregato che al procedimento aggregato, assumendo uno scenario statico²⁵⁸: i flussi esprimono rendite perpetue costanti e il livello di indebitamento non varia nel tempo²⁵⁹. Il procedimento disaggregato (APV) stima il valore *levered* dell'azienda (W_L) pari alla somma del suo valore *unlevered* (W_U) e del valore del beneficio fiscale connesso all'indebitamento (W_T). Il valore delle due componenti è stimato separatamente per cui²⁶⁰:

$$W_L = W_U + W_T$$

Considerando le sole imposte societarie (t_c), il valore del beneficio fiscale connesso al debito (D) ad un certo tempo (t) è pari a²⁶¹:

²⁵⁶ L'APV conferisce maggiore trasparenza al processo di stima e, dunque, maggiore credibilità al valore stimato. M.Massari, L.Zanetti, evidenziano come “[...] *I metodi di valutazione finanziaria d'uso corrente, basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa operative (FCFO) al costo medio ponderato del capitale, risultano una soluzione convincente nella maggior parte dei problemi di capital budgeting. Lo sono invece assai meno nel contesto della valutazione delle imprese e delle acquisizioni. In tal caso, ragioni di trasparenza della stima e di credibilità delle scelte fanno apparire superiore il metodo che abbiamo chiamato “disaggregato”, che consente la valutazione esplicita dei benefici fiscali riferibili alla probabile dinamica dell'indebitamento*”, in *Valutazione*, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 69. L.Guatri, M.Bini, evidenziano come “*Questo criterio è particolarmente usato per imprese a elevato leverage finanziario (che fanno ricorso al cosiddetto «mezzanino»), per le quali non è stimabile una struttura finanziaria-obiettivo per il periodo di previsione esplicita. La struttura finanziaria normale è stimabile solo alla fine del periodo di piano, quando si realizza generalmente l'uscita dall'investimento da parte dei finanziatori di mezzanino*”, in *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005, pag. 593

²⁵⁷ M.Massari, L.Zanetti, evidenziano come “[...] *I tassi rettificati possono essere calcolati individuando il rendimento minimo che giustifica l'investimento per gli azionisti (rispetto al caso-base di assenza di benefici fiscali) in considerazione dell'entità dei flussi incrementali riferibili ai risparmi d'imposta*”, in *Valutazione*, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 81.

²⁵⁸ Per l'analisi delle rettifiche da apportare al costo del capitale in ragione del beneficio fiscale connesso al debito anche sotto diverse ipotesi si veda M.Massari, L.Zanetti, *Valutazione*, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 67 e ss.

²⁵⁹ M.Massari, L.Zanetti, nel qualificare il contesto statico evidenziano come “*Se si assume che i flussi siano rendite perpetue costanti e che lo stock di debito iniziale rimanga invariato, dunque se si assume di sviluppare la dimostrazione in un contesto statico [...]*”, in *Valutazione*, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 81.

²⁶⁰ L.Guatri, M.Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005, pag. 592. A base di questa logica vi è il principio della proprietà additiva del valore attuale in base alla quale il valore attuale di due diverse attività, A e B , è pari alla somma del valore attuale dell'attività A e dell'attività B : $VA(A+B) = VA(A) + VA(B)$.

²⁶¹ Il valore degli *asset* (A) è pari alla somma del valore dell'*equity* (E) e del debito (D): $A = E + D$. La remunerazione del debito è pari al prodotto tra costo del debito (K_D) ed ammontare di debito sottoscritto (D): $K_D \cdot D$. La remunerazione dell'*equity* è pari al reddito operativo al netto della remunerazione del debito e dell'imposizione fiscale sull'azienda: $(RO - K_D \cdot D) \cdot (1 - t_c)$. Poiché i flussi generati dagli *asset* devono essere ripartiti tra sottoscrittori di debito e di *equity* (la somma dei flussi spettanti agli investitori, in *equity* e debito, deve corrispondere al flusso complessivo prodotto nella prospettiva *asset side*) si ha che $A = K_D \cdot D + (RO - K_D \cdot D) \cdot (1 - t_c)$. Sviluppando l'equazione si ha che

$$W_T = D_t \cdot t_c$$

L'effettivo beneficio fiscale connesso al debito è funzione oltre che delle imposte societarie (t_c) anche delle imposte a livello personale (t_p) che gravano sui sottoscrittori di debito (t_{pd}) e sui sottoscrittori di equity (t_{pe}). Il valore del beneficio fiscale è, dunque, stimato pari a²⁶²:

$$W_T = D \cdot \frac{[(1-t_{pd}) - (1-t_c) \cdot (1-t_{pe})]}{(1-t_{pd})}$$

$A = K_D \cdot D + RO - RO \cdot t_c - K_D \cdot D + K_D \cdot D \cdot t_c$ per cui $A = RO \cdot (1-t_c) + K_D \cdot D \cdot t_c$. Pertanto il flusso complessivo spettante ai sottoscrittori di capitale aumenta della quantità $K_D \cdot D \cdot t_c$. Il valore dell'azienda levered, dunque, dovrà aumentare in funzione del valore attuale dei risparmi di imposta. Il valore dello scudo fiscale (W_T) è stimato come segue: $W_T = \sum_{t=1}^n \frac{K_D \cdot D_t \cdot t_c}{(1+K_T)^t}$. Per n che tende all'infinito e per

valori costanti del debito (D), i flussi convergono come segue: $W_T = \frac{K_D \cdot D_t \cdot t_c}{K_T}$. In sede di stima del

tasso di attualizzazione dei flussi inerenti lo scudo fiscale (K_T) si è soliti assumere che esso sia pari al costo del capitale di debito (K_D). Tale eguaglianza poggia sull'assunto che i flussi prospettici attesi siano sufficienti a coprire gli oneri finanziari: a questi, dunque, può essere assegnato un rischio equivalente a quello del debito sottostante. Pertanto procedendo alla relativa sostituzione, si ha che $W_T = D_t \cdot t_c$. Cfr. M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 77-78.

²⁶² In presenza di imposte personali, oltre che societarie, i flussi netti realizzati dagli investitori in debito sono pari a: $K_D \cdot (1-t_c) \cdot (1-t_{pd})$, dove t_{pd} indica l'aliquota di imposta personale in capo ai sottoscrittori di debito. I flussi netti realizzati dagli investitori in equity sono pari a: $RN \cdot (1-t_{pe})$, dove t_{pe} indica le imposte personali in capo ai sottoscrittori di equity ipotizzando che l'intero risultato netto positivo sia destinato a dividendo. A ben vedere $RN \cdot (1-t_{pe}) = (RO - K_D \cdot D) \cdot (1-t_c) \cdot (1-t_{pe})$. Poiché i flussi generati dagli asset devono essere ripartiti tra sottoscrittori di debito e di equity (la somma dei flussi spettanti agli investitori, in equity e debito, deve corrispondere al flusso complessivo prodotto nella prospettiva *asset side*) per cui si ha che: $A = (RO - K_D \cdot D) \cdot (1-t_c) \cdot (1-t_{pe}) + K_D \cdot (1-t_c) \cdot (1-t_{pd})$. Sviluppando l'equazione si ha che $A = (RO - K_D \cdot D) \cdot (1-t_c) \cdot (1-t_{pe}) + K_D \cdot (1-t_c) \cdot (1-t_{pd})$, ovvero che $A = RO \cdot (1-t_c) \cdot (1-t_{pe}) - K_D \cdot D \cdot (1-t_c) \cdot (1-t_{pe}) + K_D \cdot D \cdot (1-t_{pd})$, e quindi $A = RO \cdot (1-t_c) \cdot (1-t_{pe}) + K_D \cdot D \cdot [(1-t_{pd}) - (1-t_c) \cdot (1-t_{pe})]$. Assumendo K_T pari a K_D (per cui $K_T = K_D$), attualizzando i flussi relativi ai risparmi di imposta, il valore attuale dei benefici fiscali è stimato pari a: $W_T = \sum_{t=1}^n \frac{K_D \cdot D_{t-1} \cdot [(1-t_{pd}) - (1-t_c) \cdot (1-t_{pe})]}{[1 + (1-t_{pd}) \cdot K_D]^t}$. In un contesto statico, in cui i flussi rappresentano rendite

perpetue costanti e lo stock di debito resta invariato nel tempo, per t che tende all'infinito, i flussi convergono come segue: $W_T = \frac{D \cdot [(1-t_{pd}) - (1-t_c) \cdot (1-t_{pe})]}{(1-t_{pd})}$ ovvero $W_T = D \cdot \frac{[(1-t_{pd}) - (1-t_c) \cdot (1-t_{pe})]}{(1-t_{pd})}$.

Cfr. M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 100-102.

o anche²⁶³:

$$W_T = D \cdot T$$

La valorizzazione dei benefici fiscali varia al variare delle ipotesi di base formulate²⁶⁴. Con il procedimento aggregato il beneficio connesso all'indebitamento è valorizzato in sede di stima del costo del capitale mediante sua rettifica²⁶⁵. Pertanto si rende necessario rettificare le seguenti equazioni²⁶⁶:

$$WACC = K_{EU} = K_{EL} \cdot \left(\frac{E}{E+D} \right) + K_D \cdot \left(\frac{D}{E+D} \right) \cdot (1-t_c)$$

$$K_{EL} = K_{EU} + (K_{EU} - K_{EL}) \cdot \frac{D}{E}$$

²⁶³ Moltiplicando e dividendo il numeratore della frazione $\frac{[(1-t_{pd})-(1-t_c) \cdot (1-t_{pe})]}{(1-t_{pd})}$ per $(1-t_{pd})$ si ottiene

un coefficiente sintetico (T) che esprime il vantaggio netto capitalizzato di un'unità di debito mantenuta perpetuamente ed è pari a: $T = 1 - \frac{(1-t_c) \cdot (1-t_{pe})}{(1-t_{pd})}$. Infatti si ha che $W_T = D \cdot \frac{[(1-t_{pd})-(1-t_c) \cdot (1-t_{pe})] \cdot (1-t_{pd})}{(1-t_{pd})}$,

ovvero $W_T = D \cdot \frac{(1-t_{pd})^2 - (1-t_c) \cdot (1-t_{pe}) \cdot (1-t_{pd})}{(1-t_{pd})^2}$, ovvero $W_T = D \cdot \left[\frac{(1-t_{pd})^2}{(1-t_{pd})^2} - \frac{(1-t_c) \cdot (1-t_{pe}) \cdot (1-t_{pd})}{(1-t_{pd})^2} \right]$, ovvero

$W_T = D \cdot \left[1 - \frac{(1-t_c) \cdot (1-t_{pe})}{(1-t_{pd})} \right]$. Ponendo $T = 1 - \frac{(1-t_c) \cdot (1-t_{pe})}{(1-t_{pd})}$ si ha che $W_T = D \cdot T$. Sul punto si veda

Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 100-102.

²⁶⁴ L'analisi è condotta in un contesto statico. Le conclusioni poggiano su alcune assunzioni le principali delle quali sono: i flussi prospettici attesi sono rendite perpetue costanti; il livello di indebitamento in valore assoluto è costante nel tempo; i flussi inerenti lo scudo fiscale presentano la medesima rischiosità del debito per cui sono attualizzati al medesimo tasso pari al costo del capitale di debito ($K_T = K_D$). Al modificarsi di dette variabili, varia la valorizzazione dei benefici fiscali. Cfr. M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 177-183.

²⁶⁵ M.Massari, L.Zanetti, evidenziano come nel contesto delle valutazioni d'azienda e di acquisizione, l'approccio aggregato è meno convincente rispetto al procedimento disaggregato in quanto: "[...] non consente di evidenziare l'incidenza, rispetto al valore complessivo di stima, del valore attuale dei risparmi fiscali attesi in funzione del profilo di indebitamento, che risultano implicitamente valorizzati"; "[...] nelle formule di K_{EL}^* e $WACC^*$, il rapporto di leva finanziaria deve essere determinato sulla base del valore di mercato dell'impresa, vale a dire sulla base della grandezza oggetto di stima"; "[...] le formule K_{EL}^* e $WACC^*$ assumono che l'indebitamento resti costante in rapporto al valore dell'impresa lungo tutto l'orizzonte della stima (questo implica che l'indebitamento si modifichi in funzione del profilo dei flussi e del valore dell'impresa: ciò rappresenta una forzatura non realistica nella maggioranza dei casi)"; "[...] infine, se i flussi non sono rendite perpetue, pur mantenendo D/E costante, si ottengono risultati approssimati (il margine di errore può essere calcolato confrontando i risultati con quelli ottenuti con il procedimento APV)", in Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 82-83.

²⁶⁶ Dove: K_{EU} , indica il costo dell'equity unlevered per un'azienda non indebitata; K_{EL} , indica il costo dell'equity levered per un'azienda indebitata. Si noti come di base si assume uno scenario statico: i flussi esprimono rendite perpetue costanti ed il livello di indebitamento non varia nel tempo.

In base al procedimento aggregato, il valore *levered* dell'azienda (W_L) è pari al valore attuale dei flussi operativi prospettici attesi²⁶⁷:

$$W_{L\text{-aggregato}} = \frac{FCFO}{WACC}$$

Applicando il procedimento disaggregato, il valore *levered* dell'azienda (W_L), è stimato pari alla somma del suo valore *unlevered* (W_U) e del valore del beneficio fiscale connesso al debito (W_T):

$$W_{L\text{-disaggregato}} = W_U + W_T$$

Il valore dell'azienda *unlevered* (W_U) è stimato pari al valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi attualizzati al costo dell'equity *unlevered* (K_{EU})²⁶⁸:

$$W_U = \frac{FCFO}{K_{EU}}$$

Il valore del beneficio fiscale (W_T) è stimato pari al valore attuale dei flussi di cassa derivanti dallo scudo fiscale attualizzati al tasso K_T ²⁶⁹:

$$W_T = \frac{D \cdot t_c \cdot K_D}{K_T}$$

Al fine di stimare il valore del beneficio fiscale, il problema che si pone è la stima del tasso K_T .

²⁶⁷ Applicando il procedimento aggregato, il valore *levered* dell'azienda (W_L) è stimato pari a:

$$W_{L\text{-aggregato}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} . \text{ Il } WACC' \text{ esprime il WACC rettificato in ragione del valore dei}$$

benefici fiscali connessi al debito. Pertanto è l'incognita. In un contesto statico, in cui i flussi rappresentano rendite perpetue costanti e lo stock di debito resta invariato nel tempo, per t che tende

all'infinito il valore *levered* (W_L) è stimato pari a: $W_{L\text{-aggregato}} = \frac{FCFO}{WACC}$.

²⁶⁸ Il valore *unlevered* dell'azienda è stimato pari a: $W_U = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+K_{EU})^t}$. Trattandosi di flussi di cassa

operativi il costo del capitale da impiegare quale tasso di attualizzazione è il WACC. In assenza di indebitamento, però, il WACC è pari al costo dell'equity (K_E) ovvero al costo dell'equity *unlevered* (K_{EU}). Poiché, poi, in un contesto statico i flussi rappresentano rendite perpetue costanti, per t che tende

all'infinito i flussi di cassa convergono come segue: $W_U = \frac{FCFO}{K_{EU}}$.

²⁶⁹ Il valore del beneficio fiscale connesso al debito è stimato pari a $W_T = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_{t-1} \cdot t_c \cdot K_D}{(1+K_T)^t}$. Poiché, poi, in

un contesto statico i flussi rappresentano rendite perpetue costanti, per t che tende all'infinito i flussi di

cassa convergono come segue: $W_T = \frac{D \cdot t_c \cdot K_D}{K_T}$.

Solitamente si assume K_T pari al costo del capitale di debito (K_D) ipotizzando che i flussi di cassa inerenti il beneficio fiscale presentino il medesimo rischio del debito²⁷⁰.

Questa assunzione non è univocamente accettata. Parte della dottrina²⁷¹, infatti, evidenzia come se l'azienda definisce un rapporto debito-equity obiettivo da mantenere costante nel tempo, allora il livello di indebitamento deve modificarsi costantemente in ragione delle variazioni di valore dell'equity²⁷²: la dimensione del debito è funzione del valore dell'equity e quindi dell'azienda in presenza di differenti scenari. In questo caso il profilo di rischio inerente lo scudo fiscale è simile al rischio inerente gli *asset* dell'azienda²⁷³: i flussi inerenti il beneficio fiscale devono, dunque, essere scontati al costo dell'equity *unlevered* (K_{EU}) per cui $K_T = K_{EU}$ ²⁷⁴.

In termini generali sembra possibile affermare che K_T assume valore compreso tra K_D , che rappresenta il limite inferiore, e K_{EU} che rappresenta il limite superiore ($K_D \leq K_T \leq K_{EU}$)²⁷⁵.

Ponendo $K_T = K_D$, il valore del beneficio fiscale è stimato pari a²⁷⁶: $W_T = D \cdot t_c$, ed il WACC rettificato ($WACC'$) è pari a²⁷⁷:

²⁷⁰ Si assume che il rischio inerente il beneficio fiscale sia pari al rischio correlato alla corresponsione degli oneri finanziari sul debito per cui $K_T = K_D$. Si noti come detta assunzione è valida in presenza di determinate condizioni. In tal senso è necessario che il costo del debito sia stato correttamente stimato e che dal momento della stima non si siano verificati eventi che possono determinare variazione del rischio finanziario dell'azienda ovvero variazione dei tassi di interesse sul mercato.

²⁷¹ Sul tema tra gli altri: J.A.Miles, J.R.Ezzell, The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 15, settembre 1980; R.A.Taggart, Consistent Valuation and Cost of Capital Expressions with Corporate and Personal Taxes, in *Financial Management*, n.20, autunno 1991; S.Kaplan, R.Ruback, The Valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis, in *Journal of Finance*, vol. 50, n.4, settembre 1995.

²⁷² Il livello di indebitamento è ribilanciato continuamente al fine di mantenere costante il rapporto tra questo ed il valore dell'azienda.

²⁷³ M.Massari, L.Zanetti, richiamando lo studio di Miles ed Ezzell (1980) evidenziano come “[...] se un'impresa individua un proprio rapporto-obiettivo di struttura finanziaria e lo mantiene costante ribilanciando sistematicamente il debito in rapporto all'evoluzione del valore dell'equity, allora la dimensione del debito dipende dal valore che la stessa impresa può assumere in corrispondenza di differenti scenari. Conseguentemente [...] il profilo di rischio dello scudo fiscale è simile a quello degli asset e, quindi, deve essere scontato al tasso K_{EU} . In presenza di crescita, i dubbi in merito alla opportunità di impiegare K_d quale tassi di sconto dipendono anche dal fatto che le stesse nuove operazioni di raccolta (e i connessi scudi fiscali) sono subordinate al fatto che la crescita abbia effettivamente luogo. Tale circostanza può indurre ad assimilare il rischio che riguarda la manifestazione dei benefici fiscali relativi alla crescita al rischio operativo, prezato attraverso il tasso K_{EU} ”, in *Valutazione*, 2ª ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 91-92.

²⁷⁴ In presenza di crescita la necessità di stimare il valore dello scudo fiscale facendo ricorso al costo dell'equity *unlevered* (K_{EU}) è più evidente. Le richieste di capitale di debito, infatti, sono anche funzione della effettiva crescita dell'azienda. In tal senso le nuove operazioni di raccolta, ed i connessi scudi fiscali, sono subordinati alla condizione che la crescita dell'azienda si realizzi. Sembra, dunque, più corretto assimilare il rischio inerente i benefici fiscali al rischio connesso alla crescita operativa dell'azienda facendo ricorso al tasso K_{EU} . Cfr. Massari, L.Zanetti, *Valutazione*, 2ª ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 91-92; R.A.Taggart, Consistent Valuation and Cost of Capital Expressions with Corporate and Personal Taxes, in *Financial Management*, n.20, autunno 1991, pagg. 8-20; S.Kaplan, R.Ruback, The valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis, in *Journal of Finance*, vol. 50, n.4, settembre, 1995; R.Ruback, Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flow, in *Financial Management*, estate 2002, pagg. 85-103.

²⁷⁵ Cfr. Massari, L.Zanetti, *Valutazione*, 2ª ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 92.

$$WACC' = K_{EU} \cdot \left(1 - t_c \cdot \frac{D}{D+E} \right)$$

²⁷⁶ Ponendo $K_T = K_D$, il valore del beneficio fiscale è stimato pari a: $W_T = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_{t-1} \cdot t_c \cdot K_D}{(1+K_D)^t}$. In un contesto statico, in cui i flussi rappresentano rendite perpetue costanti e lo stock di debito resta invariato nel tempo, per t che tende all'infinito i flussi convergono come segue: $W_T = \frac{D \cdot t_c \cdot K_D}{K_D}$, e quindi $W_T = D \cdot t_c$.

²⁷⁷ Il valore *levered* dell'azienda (W_L) è stimato, mediante procedimento disaggregato, come segue: $W_{L-disaggregato} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+K_{EU})^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_{t-1} \cdot t_c \cdot K_D}{(1+K_D)^t}$. Differentemente applicando il procedimento aggregato, è stimato come segue: $W_{L-aggregato} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+WACC')^t}$. Pertanto si ha che

$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+WACC')^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+K_{EU})^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_{t-1} \cdot t_c \cdot K_D}{(1+K_D)^t}$. In un contesto statico, in cui i flussi rappresentano rendite

perpetue costanti, per t che tende ad infinito i flussi convergono come segue: $\frac{FCFO}{WACC'} = \frac{FCFO}{K_{EU}} + \frac{D \cdot t_c \cdot K_D}{K_D}$.

Procedendo alle opportune semplificazioni, si ha che: $\frac{FCFO}{WACC'} = \frac{FCFO}{K_{EU}} + D \cdot t_c$. L'incognita

dell'equazione è il $WACC'$ che esprime il WACC rettificato. Al fine di giungere alla sua determinazione si rende opportuno, con riferimento al livello di debito (D), porre la seguente eguaglianza: $D = \frac{D}{E+D} \cdot (E+D)$. Dal momento che $E+D$ indica il valore della struttura finanziaria e poiché il valore

delle fonti deve essere pari al valore degli impieghi ovvero al valore *levered* dell'azienda (W_L) in ottica *Asset side*, ne consegue che $E+D = W_L$. Pertanto $\frac{D}{E+D} \cdot (E+D) = \frac{D}{D+E} \cdot W_L$ da cui $D = \frac{D}{D+E} \cdot W_L$.

Il valore dell'azienda *levered* è pari a $W_L = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+WACC')^t}$. In un contesto statico in cui i flussi

rappresentano rendite perpetue costanti, per t che tende all'infinito i flussi convergono come segue $W_L = \frac{FCFO}{WACC'}$. Sostituendo il valore *levered* ($W_L = \frac{FCFO}{WACC'}$) nell'equazione $D = \frac{D}{D+E} \cdot W_L$, si ha che

$D = \frac{D}{D+E} \cdot \frac{FCFO}{WACC'}$. Pertanto procedendo alla sostituzione di D , così come determinato, nell'equazione

$\frac{FCFO}{WACC'} = \frac{FCFO}{K_{EU}} + D \cdot t_c$, si ha che $\frac{FCFO}{WACC'} = \frac{FCFO}{K_{EU}} + \left(\frac{D}{D+E} \cdot \frac{FCFO}{WACC'} \cdot \frac{K_D \cdot t_c}{K_D} \right)$. A questo punto è possibile

risolvere l'equazione in funzione del $WACC'$. A tal fine dividendo primo e secondo membro per $\frac{1}{FCFO}$

si ha che $\frac{1}{WACC'} = \frac{1}{K_{EU}} + \frac{D}{D+E} \cdot \frac{1}{WACC'} \cdot t_c$, da cui $\frac{1}{K_{EU}} = \frac{1}{WACC'} \cdot \left(1 - \frac{D}{D+E} \cdot t_c \right)$, da cui $K_{EU} = WACC' \cdot \frac{1}{\left(1 - \frac{D}{D+E} \cdot t_c \right)}$,

e quindi $WACC' = K_{EU} \cdot \left(1 - t_c \cdot \frac{D}{D+E} \right)$. Cfr. M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano,

2008, pagg. 107-108.

Determinato il WACC rettificato ($WACC'$) è possibile stimare il costo dell'equity *levered* rettificato (K'_{EL}) in ragione del valore del beneficio fiscale inerente gli oneri finanziari sul debito come segue²⁷⁸:

$$K'_{EL} = K_{EU} + (K_{EU} - K_D) \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{D}{E}$$

Ponendo $K_T = K_{EU}$ il valore del beneficio fiscale connesso alla deducibilità degli oneri finanziari sul debito è stimato pari a²⁷⁹: $W_T = \frac{D \cdot t_c \cdot K_D}{K_{EU}}$, ed il WACC rettificato ($WACC'$) è pari a²⁸⁰:

²⁷⁸ Poiché il $WACC' = K'_{EL} \cdot \left(\frac{E}{E+D}\right) + K_D \cdot \left(\frac{D}{E+D}\right) \cdot (1-t_c)$, e poiché $WACC' = K_{EU} \cdot \left(1-t_c \cdot \frac{D}{D+E}\right)$ ne consegue che $K_{EU} \cdot \left(1-t_c \cdot \frac{D}{D+E}\right) = K'_{EL} \cdot \left(\frac{E}{E+D}\right) + K_D \cdot \left(\frac{D}{E+D}\right) \cdot (1-t_c)$. Risolvendo l'equazione in funzione del costo dell'equity *levered* rettificato (K'_{EL}) si ha che:

$$K_{EU} - K_{EU} \cdot t_c \cdot \frac{D}{E+D} = K'_{EL} \cdot \frac{E}{E+D} + K_D \cdot (1-t_c) \cdot \frac{D}{E+D};$$

$$K'_{EL} \cdot \frac{E}{E+D} = K_{EU} - K_{EU} \cdot t_c \cdot \frac{D}{E+D} - K_D \cdot (1-t_c) \cdot \frac{D}{E+D};$$

$$K'_{EL} = K_{EU} \cdot \frac{E+D}{E} - K_{EU} \cdot t_c \cdot \frac{D}{E+D} \cdot \frac{E+D}{E} - K_D \cdot (1-t_c) \cdot \frac{D}{E+D} \cdot \frac{E+D}{E}; \quad K'_{EL} = K_{EU} \cdot \frac{E+D}{E} - K_{EU} \cdot t_c \cdot \frac{D}{E} - K_D \cdot (1-t_c) \cdot \frac{D}{E};$$

$$K'_{EL} = K_{EU} + K_{EU} \cdot \frac{D}{E} - K_{EU} \cdot t_c \cdot \frac{D}{E} - K_D \cdot (1-t_c) \cdot \frac{D}{E}; \quad K'_{EL} = K_{EU} + K_{EU} \cdot \frac{D}{E} \cdot (1-t_c) - K_D \cdot (1-t_c) \cdot \frac{D}{E};$$

$$K'_{EL} = K_{EU} + (K_{EU} - K_D) \cdot (1-t_c) \cdot \frac{D}{E}.$$

Cfr. M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 108.

²⁷⁹ Ponendo $K_T = K_{EU}$ il valore del beneficio fiscale è stimato pari a: $W_T = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0 \cdot t_c \cdot K_D}{(1+K_{EU})^t}$. In un contesto

statico, in cui i flussi rappresentano rendite perpetue costanti e lo stock di debito resta invariato nel tempo, per t che tende all'infinito i flussi convergono come segue: $W_T = \frac{D \cdot t_c \cdot K_D}{K_{EU}}$.

²⁸⁰ Il valore *levered* dell'azienda stimato mediante procedimento disaggregato è pari a $W_{L-disaggregato} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+K_{EU})^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D \cdot t_c \cdot K_D}{(1+K_{EU})^t}$. Il valore *levered* dell'azienda stimato mediante procedimento

aggregato è pari a $W_{L-aggregato} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+WACC')^t}$. Pertanto si ha che $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+WACC')^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+K_{EU})^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D \cdot t_c \cdot K_D}{(1+K_{EU})^t}$.

In ipotesi di assenza di crescita, in un contesto statico in cui i flussi rappresentano rendite perpetue costanti, per t che tende all'infinito i flussi convergono come segue: $\frac{FCFO}{WACC'} = \frac{FCFO}{K_{EU}} + \frac{D \cdot t_c \cdot K_D}{K_{EU}}$.

L'incognita dell'equazione è $WACC'$ che esprime il WACC rettificato. Al fine di giungere alla sua determinazione si rende opportuno porre la seguente eguaglianza con riferimento al livello di debito (D):

$$D = \frac{D}{E+D} \cdot (E+D). \text{ Poiché } E+D \text{ indica il valore della struttura finanziaria e poiché il valore delle fonti}$$

deve essere pari al valore degli impieghi ovvero al valore dell'azienda *levered* (W_L) in ottica asset side, ne consegue che $E+D = W_L$. Pertanto $\frac{D}{E+D} \cdot (E+D) = \frac{D}{E+D} \cdot W_L$ per cui $D = \frac{D}{D+E} \cdot W_L$. Il valore dell'azienda

levered è pari a $W_L = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+WACC')^t}$. In assenza di crescita i flussi esprimono rendite perpetue costanti nel

$$WACC' = K_{EU} - K_D \cdot t_c \cdot \frac{D}{D+E}$$

Determinato il WACC rettificato ($WACC'$) è possibile stimare il costo dell'equity *levered* rettificato (K'_{EL}) in ragione del valore del beneficio fiscale inerente gli oneri finanziari sul debito come segue²⁸¹:

$$K'_{EL} = K_{EU} + (K_{EU} - K_D) \cdot \frac{D}{E}$$

Se oltre alle imposte sulla società (t_c) si considerano anche le imposte sulla persona fisica (t_p) – in capo agli obbligazionisti (t_{pd}) ed in capo agli azionisti (t_{pe}) – è possibile stimare il $WACC'$ e K'_{EL} in presenza di imposte personali²⁸².

tempo, per cui per t che tende all'infinito questi convergono come segue: $W_L = \frac{FCFO}{WACC'}$. Sostituendo il valore *levered* ($W_L = \frac{FCFO}{WACC'}$) nell'equazione $D = \frac{D}{D+E} \cdot W_L$, si ha che $D = \frac{D}{D+E} \cdot \frac{FCFO}{WACC'}$. Pertanto procedendo alla sostituzione di D , così come determinato, nell'equazione $\frac{FCFO}{WACC'} = \frac{FCFO}{K_{EU}} + \frac{D \cdot t_c \cdot K_D}{K_{EU}}$, si ha che $\frac{FCFO}{WACC'} = \frac{FCFO}{K_{EU}} + \left(\frac{D}{D+E} \cdot \frac{FCFO}{WACC'} \cdot \frac{K_D \cdot t_c}{K_{EU}} \right)$. A questo punto è possibile risolvere l'equazione in funzione del $WACC'$. A tal fine dividendo primo e secondo membro per $\frac{1}{FCFO}$ si che

$$\frac{1}{WACC'} = \frac{1}{K_{EU}} + \left(\frac{D}{D+E} \cdot \frac{1}{WACC'} \cdot t_c \cdot \frac{K_D}{K_{EU}} \right), \quad \text{da cui} \quad \frac{1}{K_{EU}} = \frac{1}{WACC'} \cdot \left(1 - \frac{D}{D+E} \cdot t_c \cdot \frac{K_D}{K_{EU}} \right), \quad \text{da cui}$$

$$K_{EU} = WACC' \cdot \frac{1}{\left(1 - \frac{D}{D+E} \cdot t_c \cdot \frac{K_D}{K_{EU}} \right)}, \quad \text{da cui} \quad WACC' = K_{EU} \cdot \left(1 - \frac{D}{D+E} \cdot t_c \cdot \frac{K_D}{K_{EU}} \right); \quad \text{da cui} \quad WACC' = K_{EU} - K_{EU} \cdot \frac{D}{D+E} \cdot t_c \cdot \frac{K_D}{K_{EU}}; \quad \text{da cui}$$

$WACC' = K_{EU} - K_D \cdot t_c \cdot \frac{D}{D+E}$. Cfr. M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 111-112.

²⁸¹ Poiché il $WACC' = K'_{EL} \cdot \left(\frac{E}{E+D} \right) + K_D \cdot \left(\frac{D}{E+D} \right) \cdot (1-t_c)$, e poiché $WACC' = K_{EU} - K_D \cdot t_c \cdot \frac{D}{D+E}$, ne consegue che

$$K_{EU} - K_D \cdot t_c \cdot \frac{D}{D+E} = K'_{EL} \cdot \left(\frac{E}{E+D} \right) + K_D \cdot \left(\frac{D}{E+D} \right) \cdot (1-t_c). \quad \text{Risolvendo l'equazione in funzione del costo dell'equity}$$

levered rettificato (K'_{EL}) si ha che:

$$K'_{EL} \cdot \frac{E}{E+D} = K_{EU} - K_D \cdot t_c \cdot \frac{D}{E+D} - K_D \cdot (1-t_c) \cdot \frac{D}{E+D};$$

$$K'_{EL} = K_{EU} \cdot \frac{E+D}{E} - K_D \cdot t_c \cdot \frac{D}{E+D} \cdot \frac{E+D}{E} - K_D \cdot (1-t_c) \cdot \frac{D}{E+D} \cdot \frac{E+D}{E};$$

$$K'_{EL} = K_{EU} \cdot \frac{E}{E} + K_{EU} \cdot \frac{D}{E} - K_D \cdot t_c \cdot \frac{D}{E} - K_D \cdot (1-t_c) \cdot \frac{D}{E};$$

$$K'_{EL} = K_{EU} + K_{EU} \cdot \frac{D}{E} - K_D \cdot t_c \cdot \frac{D}{E} - K_D \cdot \frac{D}{E} + K_D \cdot t_c \cdot \frac{D}{E};$$

$$K'_{EL} = K_{EU} + K_{EU} \cdot \frac{D}{E} - K_D \cdot \frac{D}{E};$$

$$K'_{EL} = K_{EU} + (K_{EU} - K_D) \cdot \frac{D}{E}$$

Cfr. M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 112.

²⁸² Cfr. M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 100-112.

Il WACC rettificato ($WACC'$) è stimato pari a²⁸³:

$$WACC' = K_{EU} \cdot \left(1 - T \cdot \frac{D}{D + E} \right)$$

ed il costo dell'equity *levered* rettificato (K'_{EL}) è stimato pari a:

$$K'_{EL} = K_{EU} + [K_{EU} \cdot (1 - T) - K_D \cdot (1 - t_c)] \cdot \frac{D}{E}$$

In presenza delle medesime condizioni, tutte le formule del $WACC'$ danno valori riconducibili a quelli ottenuti con l'APV, che si assumono affidabili in quanto derivanti dalla valorizzazione in via autonoma dello scudo fiscale, se e solo se i flussi sono rendite perpetue²⁸⁴.

A ben vedere tutte le formule del $WACC'$ si strutturano sull'ipotesi che il rapporto tra valore dell'azienda e livello di indebitamento resti costante nel tempo. Ciò sottende che il management sia in grado di ribilanciare continuamente il debito in funzione delle variazioni del valore dell'equity²⁸⁵.

2.3. – I costi del dissesto e del fallimento

L'indebitamento non presenta solo vantaggi, con riferimento ai benefici fiscali inerenti gli oneri finanziari, ma anche svantaggi. L'incremento dell'indebitamento, infatti, genera aumento del rischio finanziario dell'azienda in ragione dell'innalzamento della probabilità di crisi di insolvenza che può portare al dissesto e nei casi più gravi al fallimento²⁸⁶.

Preliminarmente si rende necessario evidenziare come vi sia differenza tra dissesto e fallimento: il dissesto fa riferimento ad una situazione di tensione finanziaria dell'azienda in ragione della incapacità di far fronte agli impegni finanziari; il

²⁸³ Il coefficiente sintetico (T), che esprime il vantaggio netto capitalizzato di un'unità di debito mantenuta perpetuamente, è pari a $T = 1 - \frac{(1-t_c) \cdot (1-t_{pe})}{(1-t_{pd})}$.

²⁸⁴ M.Massari, L.Zanetti, evidenziano come “Sotto le medesime ipotesi, tutte le formule di $WACC^*$ danno valori riconducibili a quelli ottenuti con la tecnica dell'APV (che per definizione sono esatti perché vengono ottenuti attraverso la valorizzazione specifica degli scudi fiscali), se, e solo se, i flussi sono rendite perpetue (costanti, crescenti o decrescenti). Alternativamente, cioè in caso di rendite limitate o di flussi variabili di periodo in periodo, le formule di $WACC^*$ producono risultati riconducibili con quelli ottenuti con la tecnica dell'APV (ovviamente, a parità di ipotesi) solo se benefici fiscali e flussi operativi vengono attualizzati al medesimo tasso (vale a dire K_{EU})”, in Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 44.

²⁸⁵ M.Massari, L.Zanetti, evidenziano come “[...] tutte le formule di $WACC^*$ si basano sull'ipotesi che il rapporto tra valore dell'impresa e dimensione del debito rimanga costante nel tempo e quindi che il management riesca, effettivamente, a ribilanciare lo stock di debito in funzione delle variazioni del valore dell'equity. Ciò rappresenta il loro vero limite nel contesto della valutazione di acquisizioni o di operazioni di private equity [...]”, in Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 94.

²⁸⁶ Cfr. D.Venanzi, Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pag. 8.

fallimento si riferisce al momento di conclusione delle attività aziendali a cui si accompagna, eventualmente, la dismissione dei suoi *asset* in vista del soddisfacimento, al meglio, dei creditori²⁸⁷ mediante la messa in liquidazione²⁸⁸. Non tutte le condizioni di dissesto si traducono in fallimento²⁸⁹.

I costi del dissesto possono essere raggruppati in due grandi famiglie: i costi diretti ed i costi indiretti²⁹⁰. Tanto i primi quanto i secondi riducono il valore dell'azienda. Rappresentano, dunque, un elemento negativo che si accompagna all'indebitamento in contrapposizione all'elemento positivo rappresentato dal valore dello scudo fiscale²⁹¹.

In particolare i costi diretti fanno riferimento ai costi che l'azienda deve sostenere in sede di risanamento. Tipicamente vi rientrano: i costi legali, i costi amministrativi, i costi per consulenze strategiche, organizzative, finanziarie.

²⁸⁷ P.Galbiati evidenzia come “[...] mentre gli azionisti [...] non possono esigere né il pagamento di una remunerazione del capitale investito né tanto meno il suo rimborso, i creditori dell'azienda invece possono reclamare il pagamento del loro credito invocando una tutela giuridica della loro posizione. L'azienda si trova così, nella migliore delle ipotesi, nella scelta tra una cosiddetta sistemazione «stragiudiziale» delle posizioni debitorie ed una procedura giudiziale, atta ad evitare se possibile la fine dell'azienda mediante la richiesta di qualche sacrificio ai creditori. Qualora nemmeno le procedure giudiziali consentano il ripristino della normale attività aziendale, si determina il fallimento dell'impresa, ovvero la fine della sua attività e la dismissione di tutti i suoi beni nell'intento di soddisfare praticamente i creditori al meglio”, in *La struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano, 1999, pag. 73.

²⁸⁸ La messa in liquidazione genera dei costi misurabili in termini di divario tra il valore di liquidazione dell'attivo e valore dell'attivo in ipotesi di funzionamento. Pertanto si tratta di costi connessi sia alla procedura di liquidazione sia alle perdite di valore derivanti dal differenziale negativo tra valore di liquidazione e valore di funzionamento. L'entità di detto differenziale è funzione del grado di specificità delle attività, del relativo grado di illiquidità e del grado di trasferibilità. G.Provenzano evidenzia come “[...] in fase di liquidazione d'azienda il suo attivo non solo non può mai pagare il passivo, ma il suo valore è sempre inferiore a quello contabile. Da ciò le necessarie e conseguenti perdite di liquidazione”, in *Finanza aziendale*, Giappichelli, Torino, 2003, pag. 281. 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, pongono la differenza tra fallimento e liquidazione: il fallimento si verifica quando l'azienda non è in grado di far fronte al debito e comporta il trasferimento della proprietà dagli azionisti agli obbligazionisti; la liquidazione può, differentemente, essere assimilata ad una decisione di investimento che si effettua quando il valore di liquidazione è maggiore del valore di mercato dell'azienda in funzionamento. Sul tema tra gli altri: M.J.Alderson, B.L.Bekter, Liquidation costs and capital structure, in *Journal of Financial Economics*, n. 39, 1995; A.Shleifer, R.W.Vishny, Liquidation value and debt capacity: a market equilibrium approach, in *Journal of finance*, n.4, 1992; D.Venanzi, Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pagg. 11-12.

²⁸⁹ S.Garzella evidenzia come “Nella gestione delle crisi, in una prospettiva di risanamento, un aspetto particolarmente problematico per l'azienda è l'individuazione di ciò che consente di “invertire la rotta” per trasformare una situazione di grave difficoltà in un processo virtuoso”, in *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle “potenzialità inesprese”*, Giappichelli, Torino, 2005, pag. X.

²⁹⁰ A.Salvi evidenzia come “[...] Preferiamo utilizzare la denominazione di «costi di dissesto finanziario» rispetto alla più diffusa «costi di fallimento» perché la riduzione del valore dell'azienda causata da un eccessivo indebitamento può verificarsi anche prima che il fallimento si verifichi effettivamente. I costi del dissesto finanziario possono essere diretti e indiretti”, in M.Dalocchio, A.Salvi, *Finanza d'azienda*, 2ª ed., Egea, Milano, 2004, pag. 446.

²⁹¹ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe evidenziano come “La possibilità di fallimento ha un effetto negativo sul valore dell'impresa. Tuttavia non è il rischio di fallimento in se stesso a ridurre questo valore. Piuttosto sono i costi che ne derivano a ridurlo [...] In un mondo senza costi del fallimento i creditori e gli azionisti si spartiscono l'intera torta. Invece nel mondo reale i costi del fallimento si mangiano una parte di questa, lasciandone di meno a creditori e azionisti”, in *Finanza aziendale*, Il Mulino, Milano, 1997, pag. 552.

I costi indiretti, differentemente, fanno riferimento ai costi derivanti dalle difficoltà gestionali legate alla perdita di fiducia e credibilità dell'azienda nell'ottica degli attori sia interni che esterni ad essa²⁹².

In tal senso meritano particolare attenzione gli effetti negativi che si producono sulla relazione principalmente con clienti, fornitori, sottoscrittori di equity e debito, manager, attori sociali.

I clienti possono ipotizzare una riduzione della qualità del prodotto-servizio offerto in ragione di minori investimenti derivanti dalla scarsità di risorse. In tali contesti anche se non si verifica una modifica "oggettiva" del livello qualitativo del prodotto-servizio, nondimeno vi può essere una variazione della percezione "soggettiva" di detto livello da parte dei clienti con conseguenti effetti negativi sulla domanda.

I fornitori possono imporre variazioni alle condizioni di fornitura in senso sfavorevole all'azienda in ragione del maggior rischio che ritengono di assumersi di non veder onorati i propri crediti con conseguente peggioramento, per l'azienda, delle condizioni di fornitura²⁹³.

I sottoscrittori, sia di equity che di debito, possono modificare le condizioni di finanziamento in senso peggiorativo per l'azienda per effetto dell'incremento del rischio che si traduce in aumento del costo del capitale. La poca credibilità dell'azienda nei mercati finanziari, infatti, determina il difficile accesso a nuove risorse (sia di equity che di debito) con la conseguente impossibilità di finanziare le attività aziendali²⁹⁴. Inoltre è

²⁹² D.Venanzi, analizzando la distinzione tra costi diretti ed indiretti connessi al fallimento, evidenzia come *"Una distinzione più ristretta lega i costi indiretti all'attivazione e svolgimento della procedura fallimentare: perdite di valore economico connesse a interruzioni-ritardi-vincoli nella gestione che la procedura comporta, per effetto degli adempimenti formali [...] che la caratterizzano. Questa categoria di costi include sia le perdite di valore conseguenti a decisioni sub-ottimali ex post, che la procedura, di fatto, determina, sia il costo opportunità delle energie manageriali perse in una gestione resa più complicata dalla procedura fallimentare. Una definizione più ampia include nei costi indiretti di fallimento i costi connessi a decisioni di investimento sub-ottimali in termini di valore che la presenza di debito rischioso (e quindi dell'eventualità che l'impresa non sia in grado di far fronte al servizio del debito) induce ex ante (qui non c'è un legame con l'avvio effettivo della procedura fallimentare). Questi costi scaturiscono in via diretta dalla convenienza, per gli azionisti attuali e per il management che si suppone agisca nel loro interesse, di decisioni che sono sub-ottimali per l'impresa nel complesso, ma che sono ottimali per gli azionisti [...]: costi di underinvestment (mancata realizzazione di progetti con VAN positivo, se da finanziare con capitale proprio, perché comporterebbero redistribuzione di ricchezza a favore dei creditori) e costi di overinvestment (realizzazione di progetti con VAN negativo, se molto rischiosi, perché comportano redistribuzione di ricchezza a danno dei creditori) [...]. I costi di fallimento indiretti, in questa accezione più ampia, comprendono quindi le perdite di valore conseguenti a decisioni di investimento sub-ottimali indotte dalla presenza di debito rischioso [...]"*, in *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson, Milano, 2010, pagg. 8-9.

²⁹³ In contesti di crisi i fornitori possono richiedere la riduzione dei tempi di dilazione dei pagamenti, l'incremento del prezzo delle forniture e la riduzione dei relativi volumi.

²⁹⁴ G.Provenzano evidenzia come *"[...] La poca credibilità dell'impresa sia sul mercato dei capitali, sia su quello dei beni o servizi oggetto della produzione, comporta la fuga dei finanziatori e dei clienti. Si innesta, così, un processo involutivo che riduce le capacità finanziarie dell'impresa, la sua capacità e continuità produttiva, che, a loro volta, comportano l'accrescersi delle perdite, dei fabbisogni finanziari, e così via in un processo involutivo crescente che porta necessariamente al dissesto ed al fallimento"*, in *Finanza aziendale*, Giappichelli, Torino, 2003, pag. 281. D.Venanzi, con riferimento ai costi indiretti, evidenzia come questi comprendano anche *"[...] le perdite di valore conseguenti a decisioni di investimento sub-ottimali indotte dalla presenza di debito rischioso. Questi costi sono maggiori per le imprese nelle quali maggiore è l'incidenza del valore delle opportunità di crescita (con VAN positivo)*

possibile che i sottoscrittori di equity e debito, in una condizione di dissesto, possano spingere verso l'adozione di comportamenti opportunistici che risultino essere, di fatto, a danno dell'azienda stessa. In tal senso si consideri come gli azionisti, ben conoscendo le effettive dinamiche aziendali e la gravità della condizione di crisi, potrebbero essere tenetati di estrarre valore dall'azienda (ad esempio mediante la distribuzione di dividendi straordinari) con conseguente riduzione non solo delle risorse da destinare ai creditori ma anche di quelle destinate agli investimenti. Allo stesso modo potrebbero essere tentati di prediligere investimenti ad alto rendimento ma per questo estremamente rischiosi nella speranza di risanare l'azienda. Dal canto loro i sottoscrittori di debito potrebbero spingere verso la liquidazione dell'azienda ritenendo la cessione degli *asset* sufficiente a ripagare i loro crediti²⁹⁵.

I manager, soprattutto con riferimento alle risorse migliori, in questi contesti sono generalmente spinti a ricollocarsi sul mercato con conseguenti effetti negativi sulla qualità, efficienza ed efficacia della gestione aziendale. A ben vedere gli effetti negativi sulla gestione potrebbero aversi non solo al momento della loro effettiva uscita dall'azienda, ma anche nel periodo antecedente in cui questi cercano nuove opportunità sul mercato. I manager che, differentemente, decidono di non lasciare l'azienda, sono costretti a dedicare gran parte delle loro energie e del loro tempo alla risoluzione delle tensioni che, per effetto della crisi, si generano con i diversi interlocutori al fine di consentire il normale svolgimento dell'attività aziendale tralasciando i progetti di sviluppo. Infine i manager in tali contesti potrebbero anche adottare politiche non del tutto coerenti con la condizione di equilibrio aziendale²⁹⁶.

rispetto al valore delle attività esistenti. Evidentemente è un problema di grado: il valore delle attività reali, anche degli investimenti già realizzati, dipende sempre, in misura maggiore o minore, da decisioni di investimento future, comprende cioè opzioni reali [...]. Tuttavia, per determinati business, è maggiore il peso sul valore delle opzioni reali di crescita futura. Altra condizione perché si configurino i costi [...] è che le opzioni reali perdono o riducono il valore se non esercitate dall'impresa: può trattarsi di opzioni reali firm-specific o che hanno un mercato secondario ridotto o imperfetto (il loro valore di liquidazione è inferiore al valore nell'impresa in funzionamento). Se questa condizione non esiste [...] l'opzione può essere esercitata in proprio e autonomamente dai creditori [...]", in *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson, Milano, 2010, pagg. 9-10.

²⁹⁵ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinzia, evidenziano come: "[...] se si pensa ai costi del dissesto si può notare che essi producono un diverso effetto sui comportamenti degli azionisti e dei terzi finanziatori, per esempio al crescere della probabilità di fallimento:

- gli azionisti, che hanno maggior accesso alle informazioni aziendali, potrebbero acquisire consapevolezza delle difficoltà aziendali prima dei terzi finanziatori ed essere spinti a estrarre valore dall'azienda a discapito dei terzi finanziatori, per esempio distribuendo dividendi straordinari;
- gli azionisti potrebbero non immettere nuovi mezzi per finanziare gli investimenti con un ritorno positivo se quest'ultimo serve solo a ripagare il debito, mentre – se decidono di farlo – è ragionevole pensare che possano prediligere investimenti maggiormente rischiosi purchè con prospettive reddituali elevate, in modo che possa residuare un utile agli azionisti dopo avere ripagato il debito;
- i terzi finanziatori potrebbero spingere per la liquidazione immediata dell'azienda se ritengono che la stessa dispone di mezzi per ripagare il debito, mentre gli azionisti cercherebbero di prendere tempo per condurre in porto dei progetti che offrono extrarendimenti tali da aumentare il valore dell'azienda di modo che possa residuare un valore per gli azionisti dopo il soddisfacimento dei terzi finanziatori. Il problema è che posponendo la liquidazione, il valore dell'azienda potrebbe diminuire ulteriormente e questo nuocerebbe solamente ai terzi finanziatori", in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pag.7.

²⁹⁶ S.A.Ross, R.W.Westerfield, *Finanza aziendale*, il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 556-559.

Le tensioni sociali che questi contesti di crisi generano sono crescenti in ragione della progressiva riduzione di consenso interno ed esterno all'azienda. La condizione di crisi, infatti, prevalentemente impone politiche sui dipendenti estremamente complesse e dolorose per la collettività²⁹⁷.

I principali problemi connessi ai costi del dissesto sono ascrivibili ai costi indiretti. I costi diretti, infatti, oltre ad essere più semplici da stimare, incidono in misura inferiore sul valore dell'azienda rispetto ai costi indiretti: è stato stimato che i costi indiretti determinano una riduzione del valore dell'azienda tra il 10% ed il 30%²⁹⁸ mentre i costi diretti tra il 3% ed il 5%²⁹⁹.

E' bene evidenziare come, al di là di una stima di massima, i costi del dissesto, soprattutto con riferimento ai costi indiretti, sono difficilmente quantificabili. Pertanto da un punto di vista operativo è difficile stabilire la loro effettiva dinamica quantitativa: gli elementi da considerare sono tanti, variabili e legati sistemicamente tra loro.

La differenza tra costi diretti ed indiretti si pone non solo in ragione della diversa natura e del relativo effetto sul valore dell'azienda, ma anche in considerazione del momento in cui trovano concreta manifestazione: mentre i costi diretti si verificano quando il dissesto è già in atto per cui la loro incidenza è di fatto limitata, i costi indiretti trovano manifestazione antecedentemente ad essa quando ancora ci sono margini di manovra. In altri termini quando i costi diretti si manifestano, il valore dell'azienda si è già sostanzialmente ridotto; quando i costi indiretti si manifestano si può ancora evitare la condizione di dissesto³⁰⁰.

Le condizioni generatrici del rischio di dissesto a cui si accompagnano i relativi costi diretti ed indiretti, possono essere differenti in ragione delle caratteristiche dell'azienda³⁰¹ – con riferimento alle attività svolte e alla fase del ciclo di vita in cui si trova³⁰² – e delle caratteristiche del settore di riferimento³⁰³.

²⁹⁷ G.Provenzano evidenzia come “[...] I licenziamenti di personale, la mancata puntualità nel pagamento dei salari e degli stipendi, gli scioperi conseguenti, minano l'accettabilità dell'impresa nel corpo sociale della collettività nella quale essa è inserita, creando un'azione di rigetto difficile da arginare”, in Finanza aziendale, Giappichelli, Torino, 2003, pag. 281.

²⁹⁸ Tra gli altri: E.I.Altman, A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, in Journal of Finance, settembre 1984; G.S.Kaplan, How costly is financial no economic distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed, in Journal of Finance, Ottobre 1998.

²⁹⁹ Tra gli altri: J.B.Warner, Bankruptcy Costs: Some Evidence, in Journal of Finance, maggio, 1977, pagg. 343-345; E.I.Altman, A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, in Journal of Finance, settembre 1984; 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.

³⁰⁰ P.Galbiati evidenzia come “Esiste [...] una profonda differenza tra le due tipologie di costi (diretti e indiretti), non solo per la loro natura ma soprattutto per il momento in cui si manifestano e per la relazione che sussiste fra la loro insorgenza ed il possibile esito della crisi aziendale. Si intende dire che i costi diretti intervengono quando il dissesto è già in atto, la loro incidenza è limitata e tale da non ridurre in modo sensibile il valore dell'azienda. Quelli che la dottrina definisce come costi indiretti sono maggiormente rilevanti perché si manifestano nel momento in cui il rischio di insolvenza si approssima ma rimane qualche spazio per evitare che si trasformi in una crisi manifesta. In un certo senso, quando intervengono i costi diretti il valore dell'azienda può essere già sostanzialmente perso; al contrario i cosiddetti costi indiretti insorgono in un momento precedente in cui si può ancora evitare il peggio”, in La struttura finanziaria delle imprese, Egea, Milano, 1999, pagg. 74-75.

³⁰¹ D.Venanzi evidenzia come “[...] Tra imprese varia la probabilità di fallimento e varia l'entità dei costi di fallimento, in funzione di caratteristiche specifiche di impresa e business di appartenenza”, in Il

2.4. – L’indebitamento e la politica dei dividendi

La relazione tra politiche dell’attivo (impieghi) e politiche del passivo (struttura finanziaria e dividendi), impone in questa sede una riflessione, seppur contenuta e non approfondita, sulle interrelazioni tra indebitamento e politiche dei dividendi. In tal senso si rende necessario comprendere gli effetti delle politiche dei dividendi non solo sull’equity ma anche sul debito in ragione della relazione più generale tra politiche dell’attivo e del passivo.

La creazione di valore per gli investitori in equity è condizione necessaria al fine di attrarre e trattenere capitali a condizioni favorevoli ed in misura adeguata a finanziare le attività aziendali.

In termini generali l’azienda attrae e trattiene capitali se corrisponde all’investitore un rendimento almeno pari a quello che questi conseguirebbe impiegando le proprie risorse in investimenti alternativi a parità di rischio³⁰⁴. In tal senso il rendimento offerto dall’azienda deve essere almeno pari al costo-opportunità del capitale dell’investitore che esprime la soglia minima di rendimento³⁰⁵: il costo-opportunità del capitale

puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pag. 8. P.Galbiati evidenzia come “[...] il rischio di insolvenza ed i costi relativi possono essere molto diversi in relazione alle caratteristiche aziendali, ovvero da un lato a seconda della fase del ciclo di vita in cui l’azienda si trova, dall’altro in conseguenza delle caratteristiche intrinseche dell’attività: in particolare della misura in cui una immagine di solidità e di garanzia di continuità è fondamentale per la prosecuzione dell’attività [...]”, in La struttura finanziaria delle imprese, Egea, Milano, 1999, pag. 75.

³⁰² Le aziende che maggiormente risentono dei costi indiretti del dissesto sono quelle le cui attività sono ad alto contenuto qualitativo, sensibili alla reputazione, all’immagine di serietà ed alla garanzia della continuità. Pertanto nei casi in cui il valore dell’azienda è funzione di beni intangibili (con le caratteristiche ivi indicate), il verificarsi di una crisi ovvero il diffondersi della percezione di essa, determina effetti negativi immediati e considerevoli. Tra gli altri: A.Shapiro, *Modern Corporate Finance*, New York, 1989; S.Titman, *The Effect of Capital Structure on a Firm’s Liquidation Decision*, in *Journal of Financial Economics*, n. 13, 1984.

³⁰³ A.Damodaran evidenzia come “*Se le imprese che operano in un settore condividono caratteristiche comuni, non dovrebbe sorprendere che esse scelgano simili strutture finanziarie. [...] Perciò la scelta di un indice di indebitamento simile a quello del settore in cui l’impresa opera risulta appropriato, a patto che le imprese nel settore si trovino nella stessa fase del ciclo di vita e, in media, scelgano la combinazione delle fonti di finanziamento che meglio si addice a tale fase*”, in *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, 2006, pag. 340. I quozienti medi di indebitamento possono variare da settore a settore in ragione della circostanza che il fabbisogno finanziario esterno è anche funzione delle caratteristiche delle attività. V.Comito evidenzia come “[...] *Peraltro va ricordato che tali costi possono essere molto differenti da settore a settore; così essi saranno meno elevati ad esempio, coeteris paribus, per una società immobiliare (le cui attività principali sono in forma fisica e meno soggette al deterioramento), che non in una società di componentistica elettronica (le cui attività principali sono immateriali, intangibili e costituite dall’accumulazione di conoscenze su di una certa tecnologia, conoscenze proprie del capitale umano dell’impresa e che si deteriorano rapidamente e facilmente)*”, in *Idee e Capitali*, Isedi, Torino, 2001, pag. 188.

³⁰⁴ A.Salvi evidenzia come “[...] *per attrarre capitali, l’azienda deve essere in grado di corrispondere un rendimento almeno pari a quello che il conferente capitali potrebbe conseguire impiegando le proprie risorse in alternative d’investimento confrontabili*” in M.Dalocchio, A.Salvi, *Finanza d’azienda*, 2^a ed., Egea, Milano, 2004, pag. 241.

³⁰⁵ A.Damodaran, nel definire il “*Principio di investimento*” evidenzia come richieda di “*Investire in attività e progetti con un rendimento atteso superiore a una soglia minima di rendimento. Tale soglia deve essere più elevata per i progetti più rischiosi e riflettere la struttura finanziaria utilizzata, ovvero fondi propri (capitale netto) oppure denaro preso in prestito (capitale di terzi)*”, in *Finanza aziendale*, 2^a ed., Apogeo, Milano, 2006, pag. 2.

individua il risultato economico minimo che l'azienda deve ottenere per attrarre e trattenere i capitali in un contesto competitivo³⁰⁶.

Il rendimento dell'investimento in equity è pari alla somma tra dividendi e *capital gain*³⁰⁷. In termini generali la politica dei dividendi indica il sistema delle scelte inerenti le modalità di remunerazione degli investitori in equity³⁰⁸.

I dividendi in danaro esprimono la quota-parte del reddito prodotto dall'azienda trasferita monetariamente all'azionista (*pay-out*): sono, dunque, la forma più immediata e diretta di remunerazione dell'investimento in equity.

Il *capital gain* è funzione della dinamica del valore economico dell'investimento in equity³⁰⁹. Il valore di detto investimento è stimato in ragione delle prospettive di rendimento e del rischio: idealmente è pari al valore attuale dei flussi di dividendi prospettici attesi³¹⁰. Poiché ad essere attualizzati sono flussi di cassa netti, in ragione del principio di coerenza tassi-flussi, il tasso di attualizzazione esprime il costo dell'equity ed indica il rendimento aziendale minimo³¹¹ che discrimina la creazione dalla

³⁰⁶ M.Massari, L.Zanetti evidenziano come “Al costo-opportunità del capitale possono essere assegnati due significati: - ponendosi nella prospettiva del management, il costo del capitale individua il risultato economico minimo che l'impresa deve ottenere per attrarre e trattenere presso di sé i capitali in un contesto competitivo nel quale gli investitori analizzano e confrontano tutte le opportunità di impiego accessibili; ponendosi nella prospettiva degli investitori, il costo del capitale azionario e il costo del capitale di debito misurano i rendimenti attesi sulle risorse finanziarie conferite”, in Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 70.

³⁰⁷ L.Guatri definisce «rendimento globale» o anche «reddito reale per l'investitore» la somma di dividendi e *capital gain*, in La teoria di creazione del valore. Una via Europea, Milano, Egea, 1991, pag. 157.

³⁰⁸ A.Salvi evidenzia come “La politica dei dividendi è l'insieme delle scelte effettuate dall'impresa in tema di modalità di remunerazione dei propri azionisti”, in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2^a ed., Egea, Milano, 2004, pag. 517.

³⁰⁹ M.Galeotti evidenzia come “Fintanto che l'azienda opera impiegando i mezzi finanziari con un rendimento sostanzialmente equivalente al costo del capitale proprio, essa produce un dividendo che risulta in linea con le richieste del mercato finanziario ed è indifferente per l'investitore acquistare o meno azioni dell'azienda, oppure, se già le possiede, mantenerle in portafoglio o venderle. In caso di aumento del reddito prospettico (e quindi dei dividendi attesi) o di riduzione del rischio (con conseguente diminuzione del costo del capitale) si profila una più elevata remunerazione dell'azionista, la quale tende ad incrementare il valore dell'investimento azionario (*capital gain*) fino a riportare in equilibrio la relazione sopra richiamata. L'azienda, quindi, crea valore per l'azionista se consegue un rendimento superiore al costo del capitale; viceversa, distrugge valore per l'azionista nell'ipotesi contraria. E' la prospettiva di realizzare un sovrapprofitto (o reddito residuale), che crea valore incrementando il valore economico dell'investimento azionario. Il sovrapprofitto fornisce dunque la spiegazione delle ragioni alla base della creazione del valore per gli azionisti”, in Governo dell'azienda e indicatori di performance, Giappichelli, Torino, 2006, pagg. 132-133.

³¹⁰ M.Galoetti evidenzia come “Il *capital gain* è espressione [...] della dinamica del valore economico dell'investimento azionario. L'investimento azionario, come qualsiasi asset finanziario, ha un valore determinato in funzione delle prospettive di rendimento e del profilo di rischio. Più precisamente tale valore corrisponde, idealmente, al flusso dei dividendi attesi, attualizzati ad un tasso idoneo ad esprimere il grado di aleatorietà che caratterizza, nella visione *ex-ante*, tale flusso”, in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pag. 34.

³¹¹ In letteratura si fa riferimento alla “redditività aziendale soglia”. Tra gli altri: M.Galeotti, Governo dell'azienda e indicatori di performance, Giappichelli, Torino, 2006, pag. 133; A.Rappaport, La strategia del valore. Le nuove regole della performance aziendale, Franco Angeli, Milano, 1989, pagg. 165 e ss; A.Black, P.Wright, J.E.Bachman, La ricerca del valore nelle imprese. Analisi e gestione dei fattori di successo della performance, Franco Angeli, Milano, 1999, pag. 28.

distruzione di valore per l'azionista³¹². Esso, dunque, sintetizza le aspettative degli azionisti circa la performance prospettica attesa dell'azienda.

Per l'azienda dividendi e *capital gain* sono strutturalmente differenti: i dividendi sono corrisposti dall'azienda; il *capital gain* si realizza sul mercato, e quindi in una dimensione "sovra-aziendale", con conseguente traslazione dell'onere dall'azienda al nuovo investitore³¹³.

Nell'ottica dell'investitore entrambi riflettono le prospettive economiche della gestione³¹⁴: le attese di dividendo esprimono i flussi prospettici attesi in ipotesi di stabilità economica della formula imprenditoriale per cui sono già scontate nel valore attuale dell'investimento azionario; il *capital gain*, differentemente, è funzione della discontinuità nelle prospettive gestionali tale da determinare modifiche strutturali nelle aspettative di dividendo³¹⁵.

La politica dei dividendi che l'azienda può adottare oscilla tra due estremi: da un lato la distribuzione piena del reddito prodotto sottoforma di dividendi correnti; dall'altro la non distribuzione del reddito prodotto con contestuale realizzazione di autofinanziamento.

Entrambe le scelte hanno effetti diretti sul livello di indebitamento in ragione di relazioni sistemiche. In tal senso basti evidenziare come in condizioni di elevato indebitamento: in presenza di distribuzione di dividendi si possono generare effetti negativi sulla condizione di equilibrio economico-finanziario-patrimoniale dell'azienda a valere nel tempo; in presenza di autofinanziamento si pone un problema circa il relativo utilizzo potendo essere impiegato per finanziare nuovi investimenti ovvero per riequilibrare la struttura finanziaria mediante sostituzione di debito con equity.

Da tempo si discute sulla relazione esistente tra politica dei dividendi e valore dell'azienda. La scuola di pensiero che postula l'irrelevanza della politica dei dividendi sul valore dell'azienda³¹⁶, si struttura sull'assunto che in presenza di mercati perfetti, il valore dell'azienda è indipendente dalla politica dei dividendi adottata: essa esprime esclusivamente la quota-parte del valore generato dall'azienda destinata a dividendi e la quota-parte destinata a *capital gain* atteso. In questa prospettiva, infatti, i dividendi sono la liquidazione costante ed anticipata del *capital gain*. La scuola di pensiero che postula la rilevanza della politica dei dividendi sul valore dell'azienda³¹⁷, si struttura

³¹² M.Galeotti, Governo dell'azienda e indicatori di performance, Giappichelli, Torino, 2006, pag. 133.

³¹³ Costituisce una sorta di remunerazione integrativa gravante sui nuovi investitori e non sull'azienda. L.Guatri, S.Vicari, Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto. Creazione di valore in diversi contesti, Milano, Egea, 1994, pag. 216 e ss.

³¹⁴ Tanto per i dividendi quanto per il *capital gain* ciò che rileva è la dimensione prospettica attesa. Sono, infatti, le aspettative sul loro andamento futuro ad orientare il comportamento degli investitori con riferimento alle decisioni di investimento/disinvestimento.

³¹⁵ M.Galeotti, Governo dell'azienda e indicatori di performance, Giappichelli, Torino, 2006, pag. 135. In tal senso si veda anche V.Coda, L'orientamento strategico dell'impresa, Utet, Torino, 1988.

³¹⁶ M.Miller, F.Modigliani, Dividend policy, growth and valuation of shares, in Journal of Business, n. 34, 1961, pagg. 411-433.

³¹⁷ Tra gli altri: J.Lintner, Distribution of incomes of Corporations Among Dividends, retained Earnings, and Taxes, in American Economic Association review, 1956, pagg. 97-113; E.F.Fama, H.Babiak, Dividend Policy: An Empirical Analysis, in Journal of the American Statistical Association, dicembre 1968, pagg. 1132-1161; J.C. Van Horne, Financial Management and Policy, 5ª ed., Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall, 1980, pag. 352; J.F. Weston, E.F. Brigham, managerial Finance, 6ª ed, Hinsdale, Ill., The Dryden Press, 1981, pag. 790; S.Bar, Y. Huffman, The Information Content of Dividends: A

sull'assunto della non perfezione dei mercati: in tale contesto e considerando anche la presenza delle imposte, la politica dei dividendi incide sul valore dell'azienda³¹⁸.

A ben vedere in presenza di mercati non perfetti e di tassazione, a livello societario e personale, la politica dei dividendi non è neutra né nell'ottica dell'azienda né nell'ottica degli investitori. La problematica, dunque, deve essere affrontata in ottica sistemica e dinamica sia nella prospettiva dell'azienda che dell'investitore. In tal senso la politica dei dividendi deve essere analizzata in termini strategici nell'ottica dall'azienda e dell'investitore: la politica dei dividendi "ottimale" è quella capace di mediare tra le attese degli investitori e le esigenze dell'azienda equilibrando le diverse posizioni.

Per l'azienda la politica dei dividendi deve rispondere a logiche di valore. Le variabili di riferimento, dunque, devono essere analizzate in ottica sistemica e dinamica al fine di giungere ad un giudizio complessivo di convenienza. In tal senso le principali variabili a cui, in questa sede, si ritiene opportuno far riferimento sono: i vincoli imposti dall'equilibrio economico-finanziario-patrimoniale dell'azienda; l'utilità marginale degli utili non distribuiti; le fasi del ciclo di sviluppo dell'azienda; la funzione segnaletica verso il mercato; il mantenimento del controllo da parte degli azionisti.

La distribuzione dei dividendi agli azionisti deve rispettare il vincolo dell'equilibrio economico-finanziario-patrimoniale a valere nel tempo. L'azienda può, infatti, distribuire dividendi solo dopo aver valutato le esigenze finanziarie sia con riferimento alla struttura degli impieghi che delle fonti in ottica attuale e prospettica tanto con riferimento al breve che al lungo periodo³¹⁹.

Diverse sono le motivazioni che vincolano la distribuzione dei dividendi all'equilibrio economico-finanziario-patrimoniale dell'azienda. Tra queste le principali fanno riferimento: all'esistenza di una congrua disponibilità finanziaria in assenza della quale la distribuzione di dividendi implica il ricorso a nuovo capitale con variazione della

Signalling Approach, in *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 21, n.1, Marzo 1986, pagg. 47-58.

³¹⁸ F.Black, partendo dall'osservazione del comportamento dell'azienda, evidenzia come "[...] più accuratamente si osservano le politiche dei dividendi, più esse assomigliano a puzzle di difficile soluzione, con tessere che mal si incastrano tra loro", in *The Dividend Puzzle*, in *Journal of Portfolio Management*, 1976, pagg. 634-639.

³¹⁹ Se la distribuzione di dividendi genera un disequilibrio economico-finanziario, la ritenzione degli utili è un obbligo e non una scelta: in detta circostanza la distribuzione di utili potrebbe generare future perdite per cui i dividendi, di fatto, rappresenterebbero una riduzione del capitale. Solo la ricchezza prodotta eccedente le esigenze dell'azienda in ottica attuale e prospettica può essere distribuita agli azionisti senza generare problemi finanziari all'azienda. P.Onida evidenzia come "*La situazione finanziaria dell'azienda, per quanto riguarda anche il futuro non immediato, costituisce una prima condizione che con notevole peso può concorrere a determinare la conveniente distribuzione degli utili*", in *Le dimensioni del capitale d'impresa*, Milano, 1951, pag. 269. P.Capaldo evidenzia come "[...] non sempre [...] l'azienda può destinare interamente al consumo o alla distribuzione gli utili «conseguiti» senza turbare il suo equilibrio economico-finanziario. Ora è evidente che se la detta ipotesi non si verifica, una ritenzione di utili appare indispensabile, anzi potremmo dire che essa si presenta come condizione necessaria perché gli utili rimangano tali. In altre parole, in queste circostanze, gli utili sono da ritenersi tali solo se vengono accantonati. Ed invero, se gli utili fossero distribuiti, risulterebbe turbato l'equilibrio economico-finanziario dell'impresa; il che potrebbe determinare in futuro delle perdite sì che i dividendi in precedenza distribuiti si presenterebbero come una vera e propria diminuzione del capitale", in *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 56.

struttura finanziaria e conseguenti effetti sul profilo di rischio dell'azienda³²⁰; alla realizzazione di un determinato livello di autofinanziamento necessario a garantire, da un lato, la realizzazione della attività aziendali pianificate³²¹ e, dall'altro, la realizzazione ed il mantenimento della struttura finanziaria obiettivo³²².

La distribuzione dei dividendi agli azionisti deve, inoltre, rispettare il principio dell'utilità marginale degli utili non distribuiti³²³. Detto principio statuisce che in sede di definizione della politica dei dividendi, ciò che rileva è il confronto tra rendimento atteso da investimenti realizzati mediante autofinanziamento ed il costo del capitale investito: se il costo del capitale investito risulta maggiore del rendimento atteso dagli investimenti, e fermo restando alcune condizioni, l'azienda può procedere alla distribuzione dei dividendi³²⁴.

La politica dei dividendi deve, dunque, strutturarsi in funzione del tasso di redditività marginale del capitale investito³²⁵: se questo è maggiore del costo del capitale³²⁶,

³²⁰ P.Onida evidenzia come *“Se l'azienda non possedesse le disponibilità monetarie occorrenti per il prelevamento e la distribuzione degli utili o se i bisogni della gestione non consentissero di limitare le disponibilità possedute, il prelevamento degli utili non si potrebbe fare che attingendo nuovi fondi all'economia esterna. Senonchè la negoziazione dei prestiti potrebbe riuscire inopportuna, specialmente quando la vicenda finanziaria della gestione non permettesse di rimborsare dopo breve tempo i prestiti: quando cioè la mancanza delle disponibilità necessarie al prelevamento degli utili non fosse solo temporanea e di breve durata. I nuovi prestiti potrebbero appesantire gravemente la situazione finanziaria dell'azienda ed accrescere in misura anche non lieve gli oneri d'interesse”*, in *Le dimensioni del capitale d'impresa*, Milano, 1951, pag. 269.

³²¹ P.Capaldo evidenzia come *“Il problema in esame, di solito, si pone in termini diversi nelle imprese di società con azioni largamente diffuse tra i risparmiatori ed aventi la possibilità di ricorrere al mercato, anche per attingere capitale con il vincolo di proprietà, e nelle imprese che questa possibilità non hanno. Ed invertito le seconde [...] seguiranno comunemente, anzi saranno costrette a seguire, il comportamento prima ricordato: ritenzione massima degli utili con il duplice intento di ridurre le occorrenze di mezzi esterni e di facilitare il loro reperimento. Le prime, viceversa, oltre a questo, potrebbero seguire un altro comportamento, in un certo senso opposto. Esse, infatti, dal momento che l'assegnazione di congrui dividendi rende più agevole il collocamento di nuove emissioni azionarie potrebbero rinunciare anche totalmente alla ritenzione di utili e procurarsi i mezzi occorrenti mediante aumento di capitale a pagamento”*, in *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1968, pagg. 57-58.

³²² P.Capaldo evidenzia come *“Come è ben noto, in date circostanze, può imporsi all'impresa – indipendentemente da una dilatazione degli investimenti in essere – la esigenza di aumentare i mezzi propri e ridurre corrispondentemente i mezzi di terzi. Questa esigenza può sorgere, tra l'altro: - perché la negoziazione di finanziamenti con il vincolo di credito (necessari per rimborsare altri finanziamenti in scadenza) si presenta, date le condizioni d'azienda e/o di mercato, sostanzialmente impossibile o estremamente onerosa, anche in rapporto eventualmente alle condizioni accessorie [...]; - perché sono in atto profonde modificazioni nell'economia di svolgimento dell'impresa, adducanti a parallele modificazioni nelle prospettive di redditività e nell'atteggiarsi del rischio, che rendono insostenibile l'attuale rapporto e impongono una dilatazione dei mezzi di proprietà anche al fine – ad esempio – di conferire alla gestione, almeno per quanto ha rapporto con il costo del capitale, una maggiore elasticità”*, in *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 59.

³²³ S.B.Block, G.A.Hirt, *“Finanza aziendale”*, McGraw-Hill, Milano, 2007, pag. 548.

³²⁴ A.Damodaran evidenzia come si debba *“[...]Restituire il denaro ai proprietari dell'impresa ogniquale volta non vi siano opportunità di investimento in grado di generare un rendimento superiore alla soglia minima. Per le società quotate in Borsa, la forma di restituzione – dividendi o riacquisto di azioni proprie – dipenderà dalle caratteristiche e preferenze degli azionisti [...]”* in *Finanza aziendale*, 2^a ed., Apogeo, Milano, 2006, pagg. 2-3.

³²⁵ A.Salvi evidenzia come *“La decisione di procedere alla erogazione dei dividendi dovrebbe avvenire quando le possibilità di investimento a valore attuale netto positivo per l'azienda sono esaurite. Se l'azienda continua a investire anche in progetti a VAN negativo, le iniziative realizzate hanno un tasso di*

l'azienda crea valore se adotta una strategia di reinvestimento degli utili prodotti; viceversa se è inferiore e l'azienda procede a reinvestire gli utili prodotti, in capo all'azionista si genera un duplice danno: in primo luogo investimenti a valore attuale netto negativo distruggono valore per l'azienda e, quindi, per l'azionista; in secondo luogo l'azionista perde parte del rendimento che potrebbe realizzare reinvestendo i dividendi ricevuti.

La distribuzione dei dividendi agli azionisti deve anche considerare la fase del ciclo di sviluppo in cui l'azienda versa. Il reinvestimento degli utili prodotti, infatti, non è questione che può essere affrontata autonomamente: deve essere inquadrata nel più ampio complesso delle decisioni aziendali in ottica sistemica e dinamica nel tempo³²⁷.

In termini generali è possibile individuare una tendenziale corrispondenza tra politica dei dividendi adottata dall'azienda e fasi del suo ciclo di sviluppo³²⁸: start-up, crescita, maturità, declino³²⁹.

Nella fase di start-up, il livello dei ricavi è tendenzialmente basso in ragione di una penetrazione di mercato generalmente lenta. I costi e gli investimenti sono sostenuti per cui l'azienda necessita di risorse finanziarie. La possibilità di accedere ai mercati finanziari è tendenzialmente nulla per l'alto profilo di rischio dell'azienda che si traduce in alto costo del capitale. Le opportunità di investimento sono elevate per cui

rendimento inferiore al costo medio ponderato del capitale e distruggono valore. In un'ottica di massimizzazione del valore per l'azionista, la decisione migliore è invece «fermarsi» prima, evitando di reinvestire gli utili «superflui» in progetti a VAN negativo distribuendoli invece agli investitori. In altri termini, la politica dei dividendi dovrebbe essere impostata in funzione del tasso di redditività marginale del capitale investito. Se questo è maggiore del costo medio ponderato del capitale, l'impresa crea valore se adotta una strategia di reinvestimento degli utili, altrimenti tale decisione è dannosa per l'azionista, il quale preferirebbe ricevere i dividendi e investirli lui stesso in altre opportunità più vantaggiose. Qualora la società abbia identificato valide possibilità di investimento, l'azionista dovrebbe dunque preferire rinunciare a un dividendo elevato, accontentandosi di un basso rapporto di distribuzione degli utili (payout ratio)”, in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2^a ed., Egea, Milano, 2004, pagg. 520-521.

³²⁶ A.Black, P.Wright, J.E.Bachman, La ricerca del valore nelle imprese. Analisi e gestione dei fattori di successo della performance, Franco Angeli, Milano, 1999, pag. 28; A.Rappaport, La strategia del valore. Le nuove regole della performance aziendale, Franco Angeli, Milano, 1989, pagg. 165 e ss.

³²⁷ P.Capaldo evidenzia come “[...] il reinvestimento dei profitti – indipendentemente dal fatto che ad essi corrispondono delle disponibilità monetarie – è un problema che non va impostato e risolto in modo autonomo, ma va inquadrato nel complesso contesto dell'economia aziendale, nella sua unità. Basti pensare che il detto reinvestimento determina un accrescimento dei mezzi propri dell'impresa e che questa circostanza modifica, sia pur in misura diversa, i termini di molti giudizi di convenienza dell'impresa stessa”, in L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 75.

³²⁸ A.Damodaran, partendo dall'analisi empirica della politica dei dividendi adottata dalle aziende americane negli ultimi cinquanta anni, evidenzia come “Esistono chiare differenze nelle politiche dei dividendi adottate in diversi momenti del ciclo di vita dell'impresa; tali differenze riflettono variazioni dei tassi di crescita e dei flussi di cassa, e la maggiore o minore disponibilità di valide opportunità di investimento”, in Finanza aziendale, 2^a ed., Apogeo, Milano, 2006, pag. 466. A.Salvi evidenzia come “E' possibile identificare una tendenziale corrispondenza tra ciclo di vita dell'impresa e rapporto di payout: in particolare esso sarà basso nella fase di start-up, quando molti sono gli investimenti necessari, e tenderà ad aumentare nelle fasi di maturità e declino, quando l'impresa raggiunge una situazione di equilibrio e tende ad assumere i tratti caratteristici di una cash cow”, in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2^a ed., Egea, Milano, 2004, pag. 521.

³²⁹ E' molto difficile definire in modo preciso i confini tra le diverse fasi. Esse rappresentano più che altro un iter teorico di riferimento all'interno del quale posizionare in ogni momento l'azienda in ragione delle performance conseguite.

l'eventuale reddito prodotto è reinvestito nella gestione. La necessità di autofinanziamento determina, conseguentemente, l'assenza dei dividendi.

Nella fase di crescita, il livello dei ricavi tende a crescere ad un tasso maggiore rispetto al tasso medio di mercato. I costi e gli investimenti sono sostenuti per effetto di una domanda in espansione per cui vi è necessità di capitali. La possibilità di accedere ai mercati finanziari cresce in ragione della riduzione del profilo di rischio dell'azienda che si traduce in minor costo del capitale. Le opportunità di investimento sono crescenti per cui la gran parte del reddito prodotto è reinvestito nella gestione aziendale. La distribuzione di dividendi più che essere rilevante in termini assoluti, è volta a comunicare al mercato la fiducia del management nelle performance prospettiche attese. Nella fase di maturità, il livello dei ricavi si stabilizza. I costi e gli investimenti sono a regime. La necessità di capitale si riduce e la possibilità di accedere ai mercati finanziari è elevata in ragione del basso profilo di rischio dell'azienda per cui il costo del capitale è contenuto. Le opportunità di investimento tendono a ridursi per cui gran parte del reddito prodotto è distribuito agli azionisti sottoforma di dividendi con conseguente riduzione dell'autofinanziamento.

Nella fase di declino, il livello dei ricavi tende a ridursi. I costi sono stabili e gli investimenti tendono a decrescere. La necessità di capitali si riduce e sovente le risorse finanziarie disponibili sono sufficienti a coprire le necessità gestionali sia in ottica attuale che prospettica. Non si rende necessario, dunque, il ricorso al mercato dei capitali. Le opportunità di investimento sono poche per cui l'intero reddito prodotto è distribuito agli azionisti sottoforma di dividendi.

In sede di definizione della politica dei dividendi, l'azienda deve tener conto anche della "funzione segnaletica" a questa attribuita da parte del mercato. In presenza di asimmetrie informative, la *signalling theory*³³⁰ afferma che la politica dei dividendi è uno strumento di comunicazione efficace tra azienda e mercato, anche se costoso, circa lo stato in cui versa l'azienda e la fiducia del management nelle prospettive di sviluppo³³¹: la politica dei dividendi, infatti, deve essere coerente con la dinamica economico-finanziaria-patrimoniale dell'azienda per essere credibile. Una politica di

³³⁰ Tra gli altri: S.A.Ross, The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, in *Bell Journal of Economics*, n.8, 1977; R.Pettit, Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency, in *Journal of Finance*, 1972; A.I.Swary, Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder Returns: An Empirical Analysis, in *Journal of Finance*, marzo 1980; S.Ross, W.Westerfield, J.F.Jaffe, *Finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 675; M.Miller, K.Rock, Dividend Policy under Asymmetric Information, in *Journal of Finance*, 1985; S.Bhattacharya, nondissipative Signalling Structure and Dividend Policy, in *Quarterly Journal of Economics*, n. 9, 1980; R.Litzenberger, K.Ramaswamy, The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: theory and Empirical Evidence, in *Journal of Financial Economics*, Giugno 1979, pagg. 163-195; J.Aharony, I.Swary, Quarterly Dividends and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", in *Journal of Finance*, n. 36, 1981.

³³¹ A. Salvi evidenzia come "*Nei paesi (come l'Italia) in cui i dividendi sono liquidati 4-6 mesi dopo la chiusura del bilancio d'esercizio, l'ammontare distribuito è generalmente funzione degli utili del periodo precedente e di quello in corso. Pertanto, l'annuncio della distribuzione di un dividendo fornisce implicitamente un'informazione importante – un segnale, appunto – circa gli utili attesi nell'esercizio in corso*", in M.Dalocchio, A.Salvi, *Finanza d'azienda*, 2ª ed., Egea, Milano, 2004, pag. 522.

alti dividendi, dunque, si giustifica solo in presenza di alte aspettative nelle performance prospettiche attese³³².

La politica dei dividendi, infatti, “vincola” l’azienda nel tempo nei confronti del mercato³³³: l’azienda è riluttante a modificare la politica dei dividendi ben consapevole di dover rispettare le aspettative di mercato³³⁴.

In linea generale il mercato sembra prediligere una certa regolarità nel livello di performance tanto con riferimento al reddito prodotto quanto ai dividendi distribuiti³³⁵. In tal senso l’azienda deve stabilizzare la politica dei dividendi³³⁶.

Non sembra, infatti, riscontrabile una interpretazione univoca da parte del mercato circa la politica dei dividendi adottata dall’azienda. In termini generali il mercato può valutare positivamente ovvero negativamente una politica di alti dividendi in ragione delle sue aspettative³³⁷.

Le aziende possono non stabilizzare l’ammontare dei dividendi ma il rapporto di distribuzione degli utili fissandone la relativa percentuale³³⁸.

In questo caso l’andamento dei dividendi segue l’andamento degli utili con un certo ritardo che è specifico per ciascuna azienda ed è funzione del coefficiente di

³³² In termini generali alti dividendi indicano al mercato una buona condizione attuale dell’azienda ed un elevato grado di fiducia del management nella strategia perseguita. Solo in questo caso, infatti, la politica dei dividendi non pregiudica l’equilibrio economico-finanziario-patrimoniale dell’azienda a valere nel tempo. Inoltre l’eventuale incapacità di realizzare le attese degli investitori, attraverso una riduzione futura dei dividendi, determina un rilevante costo derivante dalla perdita di credibilità. P.Capaldo evidenzia come “[...] come l’esperienza insegna, i dividendi, una volta accresciuti, non possono essere successivamente ridotti – salvo il caso in cui la riduzione si riconnetta a fenomeni generali di mercato e sia posta in essere dalla generalità delle società – se si vuole evitare il prodursi di effetti negativi sul corso delle azioni e, di conseguenza, sul credito dell’impresa”, in *L’autofinanziamento nell’economia dell’impresa*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 83.

³³³ A.Damodaran, *Finanza aziendale*, 2^a ed., Apogeo, Milano, 2006, pag. 466-468.

³³⁴ Lo studio condotto da Baker, H.Kent, Gail E. Farrelly, Richard B. Edelman, *A Survey of Management Views on Dividend Policy*, in *Financial Management*, n. 14, 1985, evidenzia come i manager ritengano che il rapporto di distribuzione degli utili influenzi il valore dell’azienda e costituisca un segnale delle prospettive future e della strategia perseguita.

³³⁵ Si veda il modello elaborato da J.Lintner, *Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, in *American Economic Review*, vol. 46, n. 2, maggio 1956.

³³⁶ Si veda la ricerca condotta da A.Brav, J.R.Graham, C.R. Harvey, R.Michaely, *Payout Policy in the 21st Century*, Working Paper, Duke University, Durham, NC, 2004; S.B.Block, G.A.Hirt, *Finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2007, pag. 551.

³³⁷ Il mercato giudicherà positivamente una politica di bassi dividendi se ritiene che l’azienda investe il reddito prodotto in progetti a valore attuale netto positivo con conseguente incremento del suo valore; allo stesso modo valuterà negativamente una politica di alti dividendi se ritiene che ciò rappresenti un segnale dell’incapacità dell’azienda di investire in progetti a valore attuale netto positivo. In termini generali, dunque, sembra corretto affermare che il mercato valuta negativamente una politica di bassi dividendi quando si aspetta alti dividendi così come valuta negativamente una politica di alti dividendi quando si aspetta bassi dividendi.

³³⁸ A.Damodaran, *Finanza aziendale*, 2^a ed., Apogeo, Milano, pagg. 483-484. La scelta di costruire la politica dei dividendi sulla base del reddito prodotto si giustifica, principalmente, in ragione della sua semplice comunicabilità al mercato e relativa comprensione. Pertanto, fissata la percentuale, al crescere degli utili crescono proporzionalmente anche i dividendi; viceversa al ridursi degli utili si riducono proporzionalmente anche i dividendi.

aggiustamento adottato³³⁹: è proprio questo sfasamento temporale tra dividendi ed utili che consente una maggiore regolarità dei primi rispetto ai secondi.

La politica dei dividendi, ancorata agli utili sulla base di un rapporto di distribuzione costante, perde molta della sua funzione segnaletica sino a che non si modifica il rapporto di distribuzione dei dividendi³⁴⁰.

Al fine di stabilizzare la politica dei dividendi sovente le aziende fanno ricorso ad un criterio misto. I dividendi sono determinati in parte in misura fissa, sulla base di una percentuale degli utili prodotti, ed in parte in misura variabile: la parte fissa definisce il livello minimo dei dividendi ed in genere è contenuta proprio per consentire all'azienda di soddisfare le attese degli azionisti e del mercato senza particolari problemi; la parte variabile è definita di volta in volta in ragione delle esigenze aziendali³⁴¹. Così operando la politica dei dividendi è in linea con gli utili prospettici attesi e con le disponibilità di mezzi economici e finanziari³⁴².

Infine la politica dei dividendi è uno strumento di controllo degli azionisti sui manager. La teoria dell'agenzia evidenzia come, in presenza di separazione tra proprietà e

³³⁹ Le conclusioni di J.Lintner (1956) circa il ritardo che si registra nella variazione dei dividendi rispetto alla variazione degli utili è stata confermata dallo studio condotto da E.F.Fama, H.Babiak, Dividend Policy: An Empirical Analysis, in Journal of the American Statistical Association, 1968, pagg. 1132-1161.

³⁴⁰ La variazione del rapporto di distribuzione dei dividendi, infatti, avrebbe il medesimo effetto di una variazione nel livello dei dividendi in presenza di una politica basata sul valore assoluto di essi.

³⁴¹ L'applicazione del criterio misto consente, da un lato, la stabilizzazione della politica dei dividendi su un livello sostenibile nel tempo e, dall'altro, la possibilità di distribuire dividendi straordinari senza che ciò rappresenti un vincolo nel tempo per l'azienda.

³⁴² P.Onida evidenzia come *“Se l'azienda non possedesse le disponibilità monetarie occorrenti per il prelevamento e la distribuzione degli utili o se i bisogni della gestione non consentissero di limitare le disponibilità possedute, il prelevamento degli utili non si potrebbe fare che attingendo nuovi fondi all'economia esterna. Senonché la negoziazione dei prestiti potrebbe riuscire inopportuna, specialmente quando la vicenda finanziaria della gestione non permettesse di rimborsare dopo breve tempo i prestiti: quando cioè la mancanza delle disponibilità necessarie al prelevamento degli utili non fosse solo temporanea e di breve durata. I nuovi prestiti potrebbero appesantire gravemente la situazione finanziaria dell'azienda ed accrescere in misura anche non lieve gli oneri d'interesse”*, in Le dimensioni del capitale d'impresa, Milano, 1951, pag. 269. J.Lintner, Distribution of incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, in American Economic Association review, 1956, pagg. 97-113, sulla base di un'analisi svolta su un campione di aziende, evidenzia la volontà del management di adottare una politica di bassi dividendi e la resistenza a mutare la politica dei dividendi adottata. La motivazione risiede nella convinzione che la maggior parte degli azionisti preferisce un tasso di dividendo stabile nel tempo. Proprio la necessità di dover mantenere una politica dei dividendi stabile nel tempo impone bassi dividendi: alti dividendi, infatti, difficilmente possono essere mantenuti costanti nel tempo. Non sono dunque le previsioni finanziarie correnti ma gli utili attesi in ottica prospettica ad influenzare in modo decisivo la politica dei dividendi adottata. Le conclusioni a cui giunge Lintner sono confermate da altri studiosi. H.Kent Baker, G.E.Farrelly, R.B.Edelman, A Survey of management Views on Dividend Policy, in Financial Management, Autunno 1985, pagg. 78-84, registrano la quasi unanime convergenza di opinione dei manager intervistati circa la necessità di adottare una politica dei dividendi costante nel tempo, di non seguire logiche di breve periodo con la distribuzione di alti dividendi difficilmente ripetibili nel futuro, di spiegare agli azionisti un eventuale cambiamento della politica dei dividendi. Tra gli altri: J.C.Van Horne, Financial Management and policy, 5ª ed., Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall, 1980, pag. 352; J.F. Weston, E.F. Brigham, Managerial Finance, 6ª ed., Hinsdale, Ill., The Dryden Press, 1981, pag. 790; S.Bar, Y.&L.Huffman, The Information Content of Dividends: A Signalling Approach, in Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 21, n. 1, marzo 1986, pagg. 47-58.

controllo, l'esigenza da parte dei manager di corrispondere congrui dividendi agli azionisti impone rigore gestionale³⁴³: i manager devono perseguire la massima efficienza ed efficacia al fine di generare risorse necessarie a sviluppare l'azienda e, nel contempo, a garantire la congrua remunerazione dell'equity³⁴⁴. Pertanto la politica dei dividendi genera benefici di agenzia sull'equity allineando gli interessi dei manager a quelli azionisti.

Se ciò è vero, è altrettanto vero che la politica dei dividendi può generare costi di agenzia sul debito con riferimento alla relazione azionisti-creditori. Una politica di alti dividendi, infatti, non è ben vista da parte dei creditori che la considerano una minaccia alla solidità finanziaria dell'azienda e, quindi, alla sua capacità di onorare i propri debiti³⁴⁵.

Nell'ottica degli investitori la valutazione della politica dei dividendi adottata dall'azienda deve essere condotta in ragione di variabili da analizzare in ottica sistemica e dinamica in vista della creazione di valore a livello personale. In tal senso le principali variabili a cui, in questa sede, si ritiene opportuno far riferimento sono: il costo-opportunità del capitale; l'imposizione fiscale sulla persona fisica; la propensione al rischio.

L'investitore in equity deve valutare la politica dei dividendi adottata dall'azienda in ragione del suo costo-opportunità del capitale. Nell'ottica dell'azionista la realizzazione di investimenti profittevoli da parte dell'azienda non è sufficiente a giustificare una politica di bassi dividendi. Ogni investimento realizzato dall'azienda reinvestendo gli utili prodotti, infatti, non solo deve essere profittevole ma deve anche offrire all'investitore un tasso di rendimento superiore rispetto al rendimento che questi potrebbe realizzare incassando il dividendo ed investendo in altra attività alternativa, a parità di rischio, sul mercato. Pertanto al fine di realizzare l'autofinanziamento in luogo della distribuzione dei dividendi: condizione necessaria è che gli investimenti posti in essere dall'azienda siano profittevoli; condizione sufficiente è che il rendimento offerto dagli investimenti profittevoli sia maggiore rispetto al rendimento offerto, a parità di rischio, da altre forme di investimento sul mercato che l'azionista può realizzare reinvestendo il dividendo percepito.

Si noti come il debito, in ragione degli oneri finanziari, determini variazione dei flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti³⁴⁶. Inoltre il debito, poiché genera variazione del profilo di rischio dell'azienda, determina variazione della congruità del rendimento atteso dai sottoscrittori di equity: non è, dunque, sufficiente che i flussi di cassa netti disponibili a remunerare gli azionisti siano positivi affinché si abbia congrua remunerazione dell'equity. In tal senso è bene evidenziare come la capacità dell'azienda

³⁴³ In presenza di conflitti tra management ed azionisti, i primi potrebbero essere tentati di investire la ricchezza prodotta in nuovi progetti anche se non necessari ed anche se non profittevoli pur di aumentare le dimensioni dell'azienda con conseguenti effetti negativi sull'*equity value*.

³⁴⁴ Si noti come ciò sia tanto più evidente nelle *public company* in cui la non congrua remunerazione degli azionisti determina la sostituzione del management posta in essere dagli attuali azionisti o di nuovi azionisti eventualmente subentrati anche a seguito di scalate ostili.

³⁴⁵ Una politica di alti dividendi non accompagnata da una reale produzione di ricchezza da parte dell'azienda può generare, infatti, una situazione di crescente disequilibrio finanziario che, se non tempestivamente gestito, conduce al dissesto e nei casi più gravi al fallimento.

³⁴⁶ In termini generali, variazioni dei ricavi e costi determinano variazioni del reddito operativo che si traducono in più che proporzionali variazioni del risultato netto in ragione degli oneri finanziari.

di attrarre e trattenere equity, a seguito di sua congrua remunerazione, si traduce anche in maggiore capacità di indebitamento³⁴⁷.

L'investitore in equity, poi, deve valutare la politica dei dividendi adottata dall'azienda in ragione dell'imposizione fiscale. Da un punto di vista teorico, in presenza di date assunzioni e non considerando l'imposizione fiscale, dividendi e *capital gain* possono risultare intercambiabili: un dividendo attuale più contenuto può essere compensato dalla prospettiva di un maggiore *capital gain* e viceversa. In realtà l'imposizione fiscale sulla persona fisica non rende neutra la scelta tra dividendi e *capital gain*³⁴⁸.

Lo svantaggio fiscale connesso ai dividendi rispetto al *capital gain* è evidente in tutti quei regimi fiscali in cui l'aliquota di tassazione sui dividendi è superiore rispetto all'aliquota di tassazione sul *capital gain*. Anche quando le aliquote d'imposta sono uguali in valore assoluto, in termini relativi l'aliquota marginale sul *capital gain* è più bassa rispetto ai dividendi in ragione del *tax planning* che il primo consente differentemente dai secondi³⁴⁹.

In termini generali è possibile individuare una relazione tra dividendi, tassazione sulla persona fisica e tassazione sulla società: se l'aliquota di imposta complessiva che grava sulla persona fisica è superiore rispetto all'aliquota di imposta societaria, allora gli investitori in equity troveranno conveniente realizzare bassi dividendi; viceversa se l'aliquota di imposta complessiva sulla persona fisica è inferiore rispetto all'aliquota di imposta societaria, allora gli investitori troveranno conveniente realizzare alti dividendi. Con la politica dei dividendi l'azienda, di fatto, seleziona il proprio bacino di azionisti. Gli investitori, infatti, sceglieranno l'azienda la cui politica dei dividendi massimizza il valore del pacchetto azionario. Questo fenomeno è noto come "effetto clientela"³⁵⁰:

³⁴⁷ A.Rappaport, La strategia del valore, Franco Angeli, Milano, 1989, pagg. 24 e ss..

³⁴⁸ Sull'impatto della tassazione sulla politica dei dividendi, non vi è una visione univoca. F.Black, The Dividend Puzzle, in Journal of Portfolio Management, Estate 1976, pag. 6, evidenzia come in presenza di imposte gli investitori, e quindi le aziende, non sono indifferenti al livello dei dividendi. In particolare gli investitori preferiscono dividendi ridotti o addirittura nulli. M.Miller, M.S.Scholes, Dividends and Taxes, in Journal of Financial Economics, 1978, n. 6, pagg. 333-364, evidenziano come si possano creare le condizioni affinché gli investitori tassati diventino, di fatto, indifferenti alla scelta tra dividendi e *capital gain* attraverso l'utilizzo di opportunità di investimento. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 663, evidenziano come i dividendi dovrebbero essere eliminati solo se la destinazione alternativa dei fondi risulta più vantaggiosa. Gli Studiosi inoltre criticano l'assunto in base al quale nessuna azienda dovrebbe distribuire dividendi per compiacere gli investitori tassati.

³⁴⁹ Il momento della distribuzione dei dividendi è deciso dall'azienda mentre il momento di realizzazione del *capital gain* è deciso dall'azionista. Il *capital gain*, dunque, differentemente dai dividendi, consente all'investitore la "gestione" del proprio reddito: se si ipotizza di realizzare una plusvalenza in qualsiasi momento sia ceduta la partecipazione, l'azionista tenderà a liquidare l'investimento in presenza di basso reddito imponibile; viceversa in presenza di alto reddito imponibile tenderà a conservare la partecipazione detenuta rinviandone la relativa liquidazione. La preferenza del *capital gain* rispetto ai dividendi in ragione dello svantaggio fiscale a questi connesso, non sempre nella realtà trova riscontro. In tal senso tra gli altri si vedano gli studi condotti da John B. Long Jr., The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider, in Journal of Finance Economics, 6 (2/3), 1978; W.Bailey, Canada's Dual Class Shares: Further Evidence on the Market Value of Cash Dividends, in Journal of Finance, 43 (5), 1988.

³⁵⁰ L'argomento è stato oggetto di profonda analisi da parte della dottrina. Sarebbe ipotizzabile una relazione positiva tra rendimento totale e tassi di dividendo anche se ciò non è universalmente accettato. Per una disamina delle diverse posizioni si vedano tra gli altri: R.R.Pettit, Taxes, Transactions Costs and the Clientele Effect of Dividends, in Journal of Financial Economics, n.5, 1977; F.Black, M.Scholes, The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns, in Journal of Finance Economics, n.1, 1974; R.H.Litzenberger, K.Ramaswamy, The Effect of Personal Taxes and

investitori con alta pressione fiscale e necessità di liquidità contenute, preferiranno investire in aziende che adottano una politica di bassi dividendi³⁵¹; viceversa investitori con bassa pressione fiscale ed elevate necessità di liquidità, preferiranno aziende che adottano una politica di alti dividendi non preoccupandosi particolarmente del *capital gain*³⁵².

L'effetto clientela rende difficoltoso all'azienda modificare la propria politica dei dividendi anche qualora ciò si rendesse necessario. Pertanto il management è chiamato a valutare gli effetti che la variazione della politica dei dividendi ha sugli investitori oltre che sull'azienda³⁵³. Se, infatti, l'azienda adotta una politica dei dividendi che si traduce in uno svantaggio per l'azionista questi, per non liquidare il proprio investimento nell'azienda, richiederà un incremento del rendimento sull'equity con conseguente incremento del costo del capitale per l'azienda³⁵⁴.

Infine l'investitore in equity deve valutare la politica dei dividendi adottata dall'azienda in ragione della sua propensione al rischio.

La politica di alti dividendi³⁵⁵ assume che gli azionisti preferiscano ricevere nel breve periodo consistenti dividendi in virtù della loro avversione al rischio³⁵⁶.

A ben vedere il confronto corretto da porre in essere non è tra dividendo certo ad oggi e *capital gain* atteso domani, ma tra dividendo ad oggi e valore attuale del *capital gain* prospettico atteso che ne esprime il suo equivalente apprezzamento ad oggi.

Se l'azienda statuisce di corrispondere un alto dividendo ad oggi senza modificare né la struttura degli investimenti né il livello di indebitamento complessivo, allora dovrà far ricorso a nuovo equity. In assenza di variazioni del valore di mercato dell'azienda, il valore del pacchetto azionario detenuto dagli azionisti si riduce: al maxi-dividendo corrisponde un minore valore del pacchetto azionario e, conseguentemente, un minor valore attuale del *capital gain* atteso. Pertanto se l'azienda, in ragione degli alti dividendi da corrispondere, fosse costretta a far costante ricorso all'emissione ripetuta di nuove azioni, per l'investitore in equity il tutto si tradurrebbe nella liquidazione

Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, in *Journal of Finance Economics*, n.7, 1979; M.H.Miller, M.S.Scholes, Dividends and Taxes, in *Journal of Financial Economics*, 6(4), 1978.

³⁵¹ In questo caso liquidando al momento opportuno il pacchetto azionario detenuto, l'azionista massimizza il profitto. I titoli che offrono bassi dividendi sono definiti "*titoli growth*". Con riferimento alla politica dei bassi dividendi tra gli altri si veda M.Brennan, "Investor Taxes, Market Valuation and Corporate Finance Policy", in *National Tax Journal*, dicembre 1970.

³⁵² I titoli che offrono elevati dividendi sono definiti "*titoli value*".

³⁵³ Lo studio condotto da Baker, H.Kent, Gail E. Farrelly, Richard B. Edelman, A Survey of Management Views on Dividend Policy, in *Financial Management*, n. 14, 1985, evidenzia come i manager siano convinti che gli investitori decidano di investire in quelle aziende che adottano una politica dei dividendi in linea con le loro esigenze.

³⁵⁴ Black R., Scholes M., The effects of Dividend Yields and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns, in *Journal of Finance Economics*, Vol. 1, 1-22, 1974.

³⁵⁵ Tra gli altri: M.J.Gordon, Optimum Investment and Financing Policy, in *Journal of Finance*, n. 18, maggio 1963; J.Lintner, Dividends, Earnings, Leverage, Stock prices and the supply of capital to the corporation, in *Review of Economics and Statistics*, n. 44, agosto 1962.

³⁵⁶ In tal senso si argomenta che il dividendo percepito oggi è meno rischioso del guadagno atteso in conto capitale di domani: il dividendo è molto meno incerto rispetto al *capital gain* atteso, sia con riferimento al tempo di realizzazione (il dividendo si realizza nel breve periodo mentre il *capital gain* solo nel medio-lungo periodo) sia con riferimento al relativo ammontare.

progressiva nel tempo del suo pacchetto azionario: ai costanti dividendi corrisponderebbe, infatti, una costante riduzione del *capital gain* atteso.

Capitolo 3

LE SCELTE DI INDEBITAMENTO NELLA PERCEZIONE SOGGETTIVA DEGLI INVESTITORI FINANZIARI

3.1. – Il rischio “oggettivo” dell’azienda nella prospettiva dei mercati finanziari

In finanza il rischio è inteso come probabilità di scostamento tra risultati conseguiti e risultati pianificati³⁵⁷; ha, dunque, specifica connotazione statistica: risulta funzione della variabilità dei risultati attesi³⁵⁸ ed è misurato mediante varianza³⁵⁹.

³⁵⁷ A.Damodaran evidenzia come “Ogni investimento viene effettuato con l’obiettivo di ricavarne un certo rendimento lungo un determinato orizzonte temporale. Tuttavia, il rendimento effettivamente realizzato può risultare ben diverso dal rendimento atteso, ed è qui che entra in gioco la nozione di rischio”, e poi “Il rischio [...] deriva dal fatto che il rendimento effettivo di un investimento può essere diverso dal rendimento atteso; tale differenza può risultare da diverse cause, alcune specifiche di un certo investimento (rischio specifico di un progetto o rischio specifico d’impresa), altre comuni a tutti gli investimenti (rischio-mercato o rischio sistematico)”, in Finanza aziendale, 2^a ed., Apogeo, Milano, 2006, pagg. 53-57. Il problema che si pone è la connotazione di un eventuale scostamento positivo. Sul punto la dottrina non è concorde. U.Bertini evidenzia come “Sebbene la tesi del rischio come eventualità sfavorevole abbia raggiunto un numero maggiore di consensi, non sono mancate, specie in epoca recente, prese di posizione a favore dell’altra tesi. Il problema è dunque aperto. [...] In realtà, può il concetto di rischio essere accomunato ad una «prospettiva di guadagno»? Logicamente, a noi parrebbe di no. In fondo, un risultato più favorevole di quello ipotizzato, non solo non crea alcun problema per l’azienda, ma, in un certo senso, è anche sempre sperato dai responsabili della gestione, i quali, in quanto consapevoli del proprio destino di uomini, confidano anche nella buona sorte”, in Introduzione allo studio dei rischi nell’economia aziendale, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 17. A.Salvi, diversamente, evidenzia come “In finanza, le misure di variabilità dei rendimenti definiscono il rischio degli strumenti finanziari. [...] Il concetto di rischio ha un’accezione ampia e non sempre negativa. La semplice variabilità dei rendimenti, cioè la possibilità che i fatti seguano un iter diverso da quello previsto rivelandosi ex-post non rispondenti alle attese formulate ex-ante, può infatti manifestarsi in maniera sia negativa sia positiva rispetto a quanto preventivato. Rischio in finanza è anche la possibilità che le cose vadano meglio del previsto: si può dunque affermare che al concetto di rischio è associato un concetto di discordanza tra quanto si era ipotizzato sul futuro e quanto accade realmente”, in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d’azienda, 2^a ed., Egea, Milano, 2004, pag. 217. S.Bianchi Martini, in ragione della distinzione tra rischio unilaterale (prospettiva di danno) e rischio bilaterale (prospettiva di danno e di guadagno), evidenzia come “Non si può negare, infatti, che in molte situazioni operative è possibile delineare, rispetto alle ipotesi prefigurate, sia prospettive di danno che prospettive di guadagno; [...] Tali situazioni sono perfettamente compatibili con la nozione di base del fenomeno rischioso. Accogliere la distinzione tra rischio unilaterale e bilaterale non significa, quindi, accettare il concetto di “rischio positivo” ma, piuttosto, significa evidenziare che l’assolvimento di alcune funzioni dalle quali possono scaturire conseguenze sfavorevoli possono generare anche conseguenze favorevoli”, in La politica dei rischi nel sistema delle decisioni finanziarie d’azienda, Il Borghetto, Pisa, 1996, pag. 28. Tra gli altri: F.Chessa, La nozione economica di rischio, in Giornale degli Economisti e Rivista di Statistica, Milano, 1927, Serie IV, Anno XLII, Vol. LXVII, pag. 67; S.Sassi, Il sistema dei rischi d’impresa, Vallardi, Milano, 1940. Per altri il rischio può anche essere ricondotto ad uno scostamento positivo. A me sembra che se si definisce il rischio in termini di probabilità di scostamento tra pianificato e realizzato, allora ciò che rileva è la variabilità dei risultati attesi indipendentemente dal relativo segno, negativo o positivo. Il rischio, infatti, si genera nel momento antecedente lo scostamento, ovvero in sede di stima dei risultati attesi e relativa probabilità di realizzazione, per cui è il medesimo sia che al momento della realizzazione degli effettivi risultati si registri uno scostamento negativo che positivo.

³⁵⁸ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come “[...] Non esiste una definizione di rischio universalmente accettata. Un modo di pensare al rischio dei rendimenti delle azioni ordinarie è in termini

In tale accezione il rischio è inteso in termini di probabilità di scostamento e non come scostamento effettivo tra andamenti reali ed andamenti ipotizzati³⁶⁰.

A ben vedere la nozione di rischio così intesa, ed i conseguenti strumenti di sua misurazione, sono il frutto dell'ipotesi di comportamento razionale dell'investitore in sede di decisione in condizioni di incertezza.

di dispersione della distribuzione di frequenza [...]. La dispersione o variabilità di una distribuzione è una misura di quanto un particolare rendimento può differire dal rendimento medio. Se la distribuzione ha una grande variabilità, i rendimenti che risulteranno sono molto incerti. Al contrario, una distribuzione nella quale i rendimenti differiscono di pochi punti percentuali l'uno rispetto all'altro ha una forma più stretta, e i rendimenti sono meno incerti. Le misure che tratteremo sono la varianza e lo scarto quadratico medio [...] Nella statistica classica la distribuzione normale ha un ruolo centrale e lo scarto quadratico medio è lo strumento usuale per rappresentare la dispersione di una distribuzione normale. In una distribuzione normale, la probabilità di avere un rendimento che è sopra o sotto la media di un certo ammontare dipende soltanto dallo scarto quadratico medio ”, in Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 298-300..

³⁵⁹ Indicando con R_{ji} il rendimento atteso dal j-esimo titolo nell'i-esimo degli N possibili stati del mondo, con p_{ji} la probabilità di effettiva realizzazione dei rendimenti attesi, la varianza del rendimento del j-esimo titolo (σ_j^2) rispetto alla sua media \bar{R}_j è pari a: $\sigma_j^2 = \sum_{i=1}^N p_{ji} \cdot (R_{ji} - \bar{R}_j)^2$. A ben vedere la varianza è una misura

quadrata per cui si rende necessario il ricorso alla *Deviazione Standard* (σ_j), ottenuta come radice quadrata della varianza, al fine esprimere il tutto nella medesima unità di misura del rendimento medio, per cui:

$$\sigma_j = \sqrt{\sum_{i=1}^N p_{ji} \cdot (R_{ji} - \bar{R}_j)^2}$$

uno scostamento dalla media tanto negativo (rendimento effettivo inferiore al rendimento medio) quanto positivo (rendimento effettivo superiore al rendimento medio). Molti investitori preferiscono far riferimento al solo eventuale scostamento negativo rispetto alla media. In tal senso in luogo della varianza calcolano la semivarianza concentrandosi sul rischio derivante dagli scarti negativi. La semivarianza misura il *downside risk*. Il rendimento medio è solitamente assunto come punto di riferimento rispetto al quale considerare negativi una parte dei rendimenti attesi (è comunque possibile assumere come punto di riferimento un diverso livello del rendimento). Nella teoria del portafoglio si fa riferimento alla varianza e non a misure del *dawnside risk* per due principali ordini di considerazione: la prima è che le misure di *downside risk* sono molto complesse se ad essere considerato non è un singolo titolo ma un portafoglio di titoli; la seconda è che se i rendimenti hanno una distribuzione di probabilità simmetrica, come nella distribuzione normale, il ragionare in termini di media-varianza ovvero di media-semivarianza non produce sostanziali differenze.

³⁶⁰ Si noti come l'assenza di assunzioni fa venir meno il rischio. I fenomeni non ipotizzabili, infatti, sono privi di rischio: la mancanza di ipotesi esclude di per sè la possibilità di uno scostamento. U.Bertini evidenzia come la “[...] possibilità di scostamento tra ipotesi e realtà costituisce il fondamento della problematica del rischio aziendale” ed evidenzia come “Sebbene l'idea del rischio richiami espressamente la possibilità di uno scarto tra ipotesi e realtà, riteniamo che il fenomeno del rischio non possa essere identificato con uno «scostamento». Questo, infatti, è sempre una entità nota, alla cui determinazione si perviene quando si è manifestato il fenomeno dal quale scaturisce la prospettiva del danno. Il rischio, invece, è per definizione, ignoto nella sua entità e non può essere esattamente determinato [...] Il rischio [...] precede sempre il fenomeno dal quale scaturisce, mentre lo scostamento può essere determinato solo a manifestazione compiuta. Nel momento in cui si determina lo scarto tra ipotesi e realtà il rischio non esiste più. Il rischio, quindi, è indipendente dallo scarto e dai valori che questo può assumere in senso alla combinazione produttiva [...]”], in Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale, Giuffrè, Milano, 1968, pagg. 9,14,15,16. M.Massari evidenzia come “Gli economisti tendono a qualificare come situazioni di rischio i casi nei quali sia possibile assegnare probabilità “oggettive” (ossia basate su osservazioni retrospettive dotate di significato) a una rosa di eventi possibili; le situazioni dette di “incertezza” sarebbero caratterizzate, invece, dalla impossibilità di assegnare probabilità oggettive, nel senso pieno”, in M.Massari, L.Zanetti, Valutazione finanziaria, McGraw-Hill, Milano, 2004, pag. 116.

In questa sede volendo solo richiamare i tratti essenziali della questione, si ritiene possibile schematicamente riassumere affermando che “razionale” è un individuo avverso al rischio e dalle preferenze definite, stabili e consistenti³⁶¹, che sulla base della raccolta e della elaborazione delle informazioni disponibili forma le proprie aspettative³⁶² e che assume come criterio di decisione la massimizzazione della propria utilità attesa³⁶³.

La teoria economica classica assume che l'investitore razionali valuti le alternative di investimento mediante ricorso alle funzioni di utilità³⁶⁴: il valore atteso di una funzione di utilità, infatti, è assunto a base delle decisioni³⁶⁵.

³⁶¹ Nella teoria classica dell'utilità si assume che il problema sia risolto attribuendo a ciascuna alternativa un valore in ragione della somma ponderata di tutti i possibili risultati – dove i pesi svolgono la essenziale funzione di trasformazione di ogni possibile risultato nel valore che si ha per il soggetto – e scegliendo l'alternativa con il valore più elevato. Questa logica di scelta è nota come teorema dell'utilità attesa in quanto la funzione che determina i pesi è, per l'appunto, la funzione di utilità: l'alternativa che si sceglie è quella che presenta il valore di utilità atteso più elevato. Affinché il teorema dell'utilità attesa rappresenti il processo decisionale di un individuo è necessario che siano rispettate alcune principali assunzioni di base circa il suo comportamento. In particolare è necessario che sia rispettato il principio di “non sazietà” (secondo il quale l'individuo preferisce una ricchezza maggiore ad una minore: la funzione di utilità presenta, dunque, derivata prima positiva rispetto alla ricchezza, per cui la funzione è crescente, ma derivata seconda negativa in quanto l'utilità aumenta con la ricchezza ma in misura sempre meno proporzionale) e che le preferenze espresse dall'individuo rispettino i seguenti assiomi: 1) *Comparabilità*, per cui l'individuo è sempre nelle condizioni di esprimere una preferenza tra le diverse alternative con conseguente eventuale disponibilità a pagare un prezzo maggiore per essa; 2) *Transitività*, per cui l'individuo pone in essere scelte coerenti con l'ordine di preferenze assegnato; 3) *Indipendenza forte*, per cui le preferenze sulla base di risultati certi non subiscono variazioni quando questi sono sostituiti con corrispondenti risultati incerti; 4) *Equivalente certo*, per cui esiste sempre un risultato certo che rende l'individuo indifferente alla scelta tra esso ed un'alternativa incerta; 5) *Dominanza*, per cui date due alternative incerte con medesimi risultati possibili, si sceglie quella che attribuisce al risultato preferito la maggiore probabilità. Tra gli altri: J.Von Neumann, O.Morgenstern, *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, Princeton N.J., 1947; E.F.Fama, M.H.Miller, *The Theory of Finance*, Hinsdale, Ill., Dryden Press, 1972; E.J.Elton, M.J.Gruber, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, New York, John Wiley & Sons, 1984; H.R.Varian, *Microeconomic Analysis*, New York, W.W.Norton & Co, 1992.

³⁶² Le aspettative circa gli eventi futuri si esprimono in termini di probabilità degli accadimenti. La probabilità associata agli accadimenti può derivare da un calcolo “oggettivo” (strutturato sulle frequenze di accadimento degli eventi in campioni ampi e rappresentativi in ragione della legge dei grandi numeri: espandendo all'infinito il numero di osservazioni di un certo fenomeno la frequenza di accadimento dell'evento tende alla probabilità dell'evento stesso), ovvero “soggettivo” (strutturato sulla percezione personale) purché esse rispettino gli assiomi classici del calcolo probabilistico.

³⁶³ Si assume che l'individuo faccia ricorso al criterio della massimizzazione dell'utilità attesa ogni qual volta sia chiamato a prendere una decisione considerandone, però, un orizzonte pluriennale di previsione. Pertanto le scelte ritenute ottimali nel breve periodo sono tali se contemplano anche le scelte da operare nei periodi successivi in condizioni di incertezza. Si noti come se la funzione di utilità è indipendente dallo stato del mondo, se i rendimenti di titoli e portafogli sono distribuiti secondo una normale ed in condizioni di avversione al rischio, il comportamento dell'individuo che deve scegliere il consumo e l'investimento ottimale non varia in ragione del numero di periodi in ottica prospettica. Ciò consente di affrontare le scelte di investimento utilizzando come modello di base la teoria del portafoglio di Markowitz dove l'orizzonte temporale che intercorre tra il periodo 1 e 2 ha ampiezza imprecisata. In questo contesto l'individuo massimizza l'utilità attesa selezionando il portafoglio ottimo in base all'approccio media-varianza.

³⁶⁴ D.G.Luenberger, evidenzia come “*Supponiamo che al momento attuale abbiate una serie di differenti opportunità di investimento che potrebbero avere effetto sulla vostra ricchezza alla fine dell'anno.*”

La funzione di utilità consente di classificare le diverse alternative razionali – a rilevare non è il valore numerico reale ma la modalità attraverso la quale la funzione classifica in modo sistematico le alternative in sede di determinazione dell'utilità attesa³⁶⁶ – misurando il grado di avversione al rischio in termini di curvatura della funzione³⁶⁷.

Quando avrete deciso come distribuire il vostro danaro tra le alternative, la vostra ricchezza futura sarà governata dalle corrispondenti variabili aleatorie. Se i risultati di tutte le alternative fossero certi, sarebbe semplice classificare le opzioni e selezionare quella che produce la maggiore ricchezza. Nel caso aleatorio, invece, in generale la scelta non è così ovvia; occorre una procedura che consenta di classificare livelli di ricchezza aleatori. Tale procedura può essere realizzata mediante una funzione di utilità” in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 233.

³⁶⁵ Questo approccio si caratterizza per una valida struttura teorica, semplicità di utilizzo e flessibilità potendo assumere diverse forme. D.G.Luenberger, evidenzia come “*Esiste una buona giustificazione per l'utilizzo del valore atteso di una funzione di utilità come base della decisione. Questo approccio può essere derivato da una serie di validi assiomi che descrivono il comportamento razionale. Nel complesso, questo metodo ha il merito della semplicità, una buona flessibilità, dovuta alla possibilità di scegliere tra diverse funzioni di utilità, e una giustificazione teorica*”, in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 235. Da un punto di vista matematico una funzione di utilità è una funzione U definita sui numeri reali esprimenti differenti livelli di ricchezza: definita la funzione di utilità, infatti, i diversi livelli di ricchezza sono classificati in ragione dei relativi valori di utilità (due variabili aleatorie, x e y , si confrontano in ragione dei corrispondenti valori $E[U(x)]$ ed $E[U(y)]$ dove il valore preferito è quello maggiore). Pertanto la funzione di utilità varia da soggetto a soggetto in ragione della sua propensione al rischio e può assumere diverse forme purché sia rispettato un vincolo generale: deve essere continua e crescente (se x e y sono valori reali ed $x > y$ allora $U(x) > U(y)$). Cfr. D.G.Luenberger, Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pagg. 233-235.

³⁶⁶ D.G.Luenberger, evidenzia come “*Lo scopo principale di una funzione di utilità è fornire un modo sistematico per classificare le alternative che catturi il principio di avversione al rischio. Quest'ultimo requisito è soddisfatto ogni qualvolta la funzione di utilità è concava*”. Se è vero che l'effettivo valore dell'utilità attesa di una variabile di ricchezza aleatoria ha significato solo nel confronto con valori corrispondenti di alternative, è altrettanto vero, però, che è possibile far ricorso ad una misura derivata espressa in unità dotate di significato intuitivo quale l'*equivalente certo*. In termini generali l'equivalente certo di una variabile di ricchezza aleatoria ne esprime il relativo valore di ricchezza certo, ovvero al netto del relativo rischio, la cui utilità è uguale all'utilità attesa della variabile. D.G.Luenberger, evidenzia come “*L'effettivo valore dell'utilità attesa di una variabile di ricchezza aleatoria non ha significato se non nel confronto tra i valori corrispondenti a diverse alternative, tuttavia esiste una misura derivata espressa in unità dotate di significato intuitivo. Questa misura è l'equivalente certo. L'equivalente certo di una variabile di ricchezza aleatoria x è definito come il livello di ricchezza certo (ovvero esente da rischio) avente utilità uguale all'utilità attesa di x . [...] L'equivalente certo di una variabile aleatoria è lo stesso per tutte le funzioni di utilità equivalenti ed è misurato in unità di ricchezza*”. D.G.Luenberger, Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pagg. 235-239.

³⁶⁷ In presenza di avversione al rischio la funzione di utilità è concava per cui la retta che unisce due punti della stessa è posizionata al di sotto della funzione ovvero coincide con essa. In termini generali quanto maggiore è la curvatura della funzione di utilità tanto maggiore è l'avversione al rischio. Nel modello decisionale strutturato sull'utilità attesa, l'investitore avverso al rischio è colui il quale rifiuta un gioco equo: il costo è pari al valore atteso del risultato futuro. In termini formali considerando il costo dell'operazione w che promette un premio w_1 con probabilità π ed un premio w_2 con probabilità $(1 - \pi)$, e considerando la funzione di utilità attesa (U), l'investitore è: *avverso al rischio*, se $U(w) > \pi \cdot U(w_1) + (1 - \pi) \cdot U(w_2)$ (ponendo sull'asse verticale l'utilità attesa e sull'asse orizzontale la ricchezza, si ha una curva con inclinazione positiva ma decrescente al crescere della ricchezza – derivata seconda negativa: $U''(w) < 0$); *neutrale al rischio*, se $U(w) = \pi \cdot U(w_1) + (1 - \pi) \cdot U(w_2)$ (ponendo sull'asse verticale l'utilità attesa e sull'asse orizzontale la ricchezza, si ha una linea retta con inclinazione positiva – derivata prima positiva: $U'(w) > 0$ – costante al crescere della ricchezza – derivata seconda pari a zero: $U''(w) = 0$); *propenso al rischio*, se $U(w) < \pi \cdot U(w_1) + (1 - \pi) \cdot U(w_2)$ (ponendo sull'asse verticale l'utilità

In questo contesto il rischio, inteso come variabilità dei rendimenti attesi e misurato mediante varianza, risulta compatibile con l'approccio dell'utilità attesa ed è a base della teoria del portafoglio. L'investitore razionale avverso al rischio, infatti, massimizza la sua utilità attesa investendo la sua ricchezza non in un solo titolo ma in un portafoglio efficiente costruito sul modello media-varianza.

Per l'investitore che detiene un portafoglio diversificato la decisione di investire in un titolo non è funzione del relativo livello di rischio ma della variazione che questo apporta al rischio e al rendimento complessivo del portafoglio detenuto: ciò che rileva, infatti, è la variazione di rischio-rendimento del portafoglio a seguito dell'investimento nel titolo per effetto delle correlazioni che si generano tra i suoi rendimenti attesi ed i rendimenti attesi degli altri titoli in portafoglio³⁶⁸.

La diversificazione, infatti, consente di ridurre il rischio specifico del titolo: a rilevare è solo la variazione marginale del rischio sistematico del portafoglio³⁶⁹.

attesa e sull'asse orizzontale la ricchezza, si ha una curva con inclinazione positiva e crescente al crescere della ricchezza – derivata seconda positiva: $U''(w) > 0$). In termini analitici il grado di avversione al rischio è definito dal coefficiente di avversione al rischio assoluto di Arrow-Pratt pari al rapporto tra derivata seconda e derivata prima della funzione di utilità: $\alpha(x) = -\frac{U''(x)}{U'(x)}$. La funzione $\alpha(x)$ evidenzia come

l'avversione al rischio si modifica al variare della ricchezza: l'avversione al rischio è tendenzialmente inversamente proporzionale al livello di ricchezza per cui decresce al crescere della ricchezza. In tal senso D.G.Luenberger, evidenzia come “[...] Per molti individui l'avversione al rischio decresce al crescere della ricchezza, riflettendo il fatto che essi sono maggiormente disposti ad assumersi dei rischi quando sono finanziariamente sicuri”, in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 238.

³⁶⁸ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come “[...] Se un individuo possiede un solo titolo, la varianza o lo scarto quadratico medio del titolo è la misura del rischio appropriata. [...] Poiché generalmente gli investitori detengono portafogli diversificati, siamo interessati al contributo di ciascun titolo al rischio dell'intero portafoglio. Siccome in un portafoglio ampiamente diversificato gran parte della varianza di un singolo titolo viene eliminata, né la varianza del titolo né il suo scarto quadratico medio possono essere considerati come il contributo del titolo al rischio di un portafoglio. Questo contributo viene invece misurato efficacemente dalla covarianza tra il titolo e gli altri titoli del portafoglio. Per fare un esempio, consideriamo un titolo azionario i cui rendimenti sono elevati quando i rendimenti del portafoglio sono contenuti, e viceversa. Questo titolo ha una covarianza negativa con il portafoglio; in altre parole agisce da strumento di copertura, ovvero il titolo tende a ridurre il rischio del portafoglio. Nonostante ciò, il titolo azionario potrebbe avere una varianza elevata, comportando un rischio elevato per un investitore che detenesse solo questo titolo”, in Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 281-282 e 305-306. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come “[...] Markowitz ha rivolto la sua attenzione alla comune pratica della diversificazione di portafoglio e ha mostrato esattamente come un investitore possa ridurre lo scarto quadratico medio dei rendimenti del portafoglio scegliendo azioni che non hanno andamenti esattamente concordi”. in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pagg. 165-166.

³⁶⁹ E.Barucci, C.Marsala, M.Nencini, C.Sgarra, evidenziano come “Il principio, che guida le scelte dell'investitore in questo contesto, prende il nome di principio di diversificazione. Esso può essere così sintetizzato: per minimizzare il rischio (varianza) del portafoglio conviene investire un eguale ammontare di denaro in tutte le attività finanziarie. [...] Il principio di diversificazione continua a guidare le scelte del nostro individuo se i due titoli hanno il medesimo rendimento atteso, covarianza pari a zero e varianza diversa. Il portafoglio ottimo è diversificato e si discosta da quello perfettamente diversificato in ragione delle varianze dei titoli. [...] Possiamo prendere la diversificazione come risultato base ottenuto in assenza di correlazione e verificare cosa otteniamo nel caso di titoli correlati ($\rho \neq 0$). Consideriamo in primo luogo due casi limite: perfetta correlazione positiva ($\rho = +1$) e perfetta correlazione negativa

Infatti mentre il rendimento atteso del portafoglio è pari alla media ponderata dei rendimenti attesi degli n titoli che ne fanno parte³⁷⁰, il rischio del portafoglio non è pari alla media dei rischi dei singoli titoli risultando funzione delle correlazioni tra essi esistenti: la varianza del portafoglio³⁷¹ è funzione della varianza dei singoli titoli e delle

($\rho = -1$). *Perfetta correlazione positiva o negativa si verifica se e solo se le due variabili aleatorie sono legate da una relazione lineare [...] I due casi presentati ci illustrano quello che chiameremo principio di assicurazione. Due titoli tra loro correlati entrano nella definizione della varianza del portafoglio non solo per l'entità del loro rumore (varianza), come nel caso di assenza di correlazione, ma anche per la loro correlazione. E' opportuno ricordare che in assenza di correlazione non è possibile eliminare completamente la rischiosità del portafoglio. In presenza di titoli perfettamente correlati le cose cambiano: è possibile costruire un portafoglio con varianza nulla sfruttando il bilanciamento tra le fluttuazioni dei titoli che compongono il portafoglio. Nel caso di titoli perfettamente correlati negativamente avremo che valori elevati di un titolo rispetto alla sua media corrispondono a valori sotto la media dell'altro titolo, di conseguenza detenendo una quantità positiva di ambedue i titoli le oscillazioni dei due titoli si bilanciano e si può costruire un portafoglio diversificato a varianza modesta se non nulla. Nel caso di titoli perfettamente correlati positivamente avremo che valori elevati di un titolo rispetto alla sua media corrispondono a valori elevati dell'altro titolo, di conseguenza detenendo una quantità positiva di un titolo e negativa dell'altro le oscillazioni dei due titoli si bilanciano e si può costruire un portafoglio dalla varianza nulla a patto di vendere allo scoperto il titolo più rischioso e di acquistare quello meno rischioso. Il tenere conto delle compensazioni tra i diversi titoli è riassunto nel principio di assicurazione: una posizione in un titolo è "assicurata" da un'altra posizione nel senso che essa bilancia le sue oscillazioni", in Ingegneria finanziaria, Egea, Milano, 2009, pagg. 63-64 e pagg. 67-68. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come "La differenza tra lo scarto quadratico medio di un singolo titolo azionario e lo scarto quadratico medio di un portafoglio o di un indice dipende dalla diversificazione. Con la diversificazione, i singoli titoli azionari rischiosi possono essere combinati in modo tale che il portafoglio (ossia la combinazione di singoli titoli) è quasi sempre meno rischioso di ciascun titolo considerato singolarmente. L'eliminazione di parte del rischio è possibile perché di solito i rendimenti dei singoli titoli non sono perfettamente correlati tra loro; pertanto parte del rischio viene «eliminata grazie alla diversificazione». La diversificazione è molto efficace per ridurre il rischio, anche se il rischio che deriva dal detenere azioni ordinarie non può essere completamente eliminato attraverso la diversificazione [...] Di fatto la diversificazione rende la misura del rischio di un singolo titolo molto difficile. La ragione è che non siamo interessati tanto allo scarto quadratico medio di un singolo titolo quanto all'impatto di tale scarto quadratico medio sul rischio di un portafoglio", in Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pag. 305.*

³⁷⁰ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come "Il rendimento atteso di un portafoglio è semplicemente una media ponderata dei rendimenti attesi dei singoli titoli [...] Esso implica che il rendimento atteso non viene ridotto investendo in più titoli. Infatti il rendimento atteso di un portafoglio è semplicemente una media ponderata dei rendimenti attesi delle singole attività del portafoglio", Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 326-327. D.G.Luenberger, evidenzia come "Supponiamo che siano disponibili n titoli aventi tassi di rendimento (aleatori) r_1, r_2, \dots, r_n . I rispettivi valori attesi sono $E(r_1) = \bar{r}_1, E(r_2) = \bar{r}_2, \dots, E(r_n) = \bar{r}_n$. Supponiamo di comporre [...] un portafoglio di questi n titoli utilizzando i pesi $w_i, i=1,2,\dots,n$. Il tasso di rendimento del portafoglio, espresso in termini di rendimento dei singoli titoli, è $r = w_1r_1 + w_2r_2 + \dots + w_nr_n$. Possiamo calcolare i valori attesi di entrambi i membri; sfruttando la linearità [...] otteniamo $E(r) = w_1E(r_1) + w_2E(r_2) + \dots + w_nE(r_n)$. In altre parole, il tasso di rendimento atteso del portafoglio si determina calcolando la somma ponderata dei singoli tassi di rendimento attesi. Quindi è facile trovare il rendimento atteso di un portafoglio quando si hanno i tassi di rendimento attesi dei singoli titoli che lo compongono", in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pagg. 155-156.

³⁷¹ Assunzione di base è che i rendimenti dei titoli si distribuiscono secondo una normale la quale può essere definita in ragione di due numeri: il rendimento medio atteso; la varianza o scarto quadratico medio. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come "[...] Quando sono misurati su intervalli temporali brevi, i tassi di rendimento passati di quasi tutte le azioni hanno una forma vicina a una

relative covarianze³⁷². Il rischio del portafoglio può, dunque, essere ridotto inserendo titoli i cui rendimenti non sono correlati positivamente con i rendimenti degli altri titoli in portafoglio³⁷³.

distribuzione normale. Una delle proprietà importanti di una distribuzione normale è che può essere completamente definita da due numeri. Uno è il rendimento medio o “atteso”; l’altro è la varianza o scarto quadratico medio [...] se i rendimenti sono normalmente distribuiti, ci sono solo due misure che un investitore deve prendere in considerazione”, in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 166.

³⁷² D.G.Luenberger, evidenzia come “Denotiamo con σ_i^2 la varianza del rendimento del titolo i e con σ_{ij} la covarianza dei rendimenti dei titoli i e j . Eseguiamo un semplice calcolo:

$$\sigma^2 = E[(r - \bar{r})^2] = E\left[\left(\sum_{i=1}^n w_i r_i - \sum_{i=1}^n w_i \bar{r}_i\right)^2\right] = E\left[\left(\sum_{i=1}^n w_i (r_i - \bar{r}_i)\right) \cdot \left(\sum_{j=1}^n w_j (r_j - \bar{r}_j)\right)\right] = E\left[\sum_{i,j=1}^n w_i w_j (r_i - \bar{r}_i)(r_j - \bar{r}_j)\right] = \sum_{i,j=1}^n w_i w_j \sigma_{i,j}$$

Questo importante risultato mostra come la varianza del rendimento di un portafoglio possa essere ricavata facilmente dalle covarianze delle coppie di rendimenti dei titoli e dei pesi dei titoli all’interno del portafoglio (ricordate che $\sigma_{ii} = \sigma_i^2$)”, in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 156.

S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, con riferimento alla varianza del portafoglio evidenziano, come “[...] La varianza di un portafoglio dipende sia dalla varianza dei singoli titoli che dalla covarianza tra i due titoli. La varianza di un titolo misura la variabilità del rendimento di un singolo titolo. La covarianza misura la relazione tra i due titoli. Date le varianze dei singoli titoli, una relazione positiva o covarianza positiva tra i due titoli fa aumentare la varianza dell’intero portafoglio. Una relazione negativa o covarianza negativa tra i due titoli riduce la varianza dell’intero portafoglio. Questo importante risultato sembra ragionevole: se il rendimento di uno dei titoli tende a salire quanto l’altro scende, o viceversa, i due titoli si compensano. In questo modo otteniamo quella che in finanza viene chiamata una copertura (hedge), e il rischio dell’intero portafoglio sarà basso. Tuttavia, se i rendimenti di entrambi i titoli aumentano e diminuiscono contemporaneamente, non ci stiamo proteggendo affatto, perciò il rischio dell’intero portafoglio sarà maggiore”, ed ancora “La varianza del rendimento di un portafoglio con molti titoli dipende in misura maggiore dalle covarianze tra i titoli che dalle varianze dei singoli titoli”, in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 328 e pag. 341.

³⁷³ Se i rendimenti offerti dai titoli del portafoglio non sono perfettamente correlati positivamente tra loro, la riduzione del rendimento dell’ i -esimo titolo è compensata dall’incremento del rendimento del j -esimo titolo con conseguente riduzione del rischio complessivo del portafoglio. Se, invece, la correlazione è perfetta, ($\rho = 1$), la deviazione standard del portafoglio di mercato coincide con la media ponderata delle deviazioni standard dei singoli titoli che lo compongono per cui non vi è diversificazione. A livello teorico la massima diversificazione si ottiene in presenza di correlazione perfettamente negativa laddove si registrano andamenti dei titoli di segno opposto. A ben vedere si tratta di una ipotesi solo teorica in quanto i titoli, per quanto non correlati, hanno come comune denominatore il mercato. In tal senso è teorica anche l’ipotesi di assenza di correlazione. In termini generali, dunque, condizione necessaria e sufficiente per avere diversificazione è che la correlazione tra i rendimenti dei titoli all’interno del portafoglio non sia perfetta (coefficiente di correlazione inferiore di 1 ovvero $\rho < 1$): quanto più il livello di correlazione è inferiore ad 1, tanto più la diversificazione risulta efficace. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come “Se $\rho < 1$ lo scarto quadratico medio di un portafoglio con due titoli è minore della media ponderata degli scarti quadratici medi dei singoli titoli. In altre parole, l’effetto diversificazione si ha non appena la correlazione è meno che perfetta (cioè $\rho < 1$)”, Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 331. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come “La diversificazione riduce il rischio solo quando la correlazione è minore di 1. Il miglior risultato che si può ottenere con la diversificazione si ha quando le due azioni sono correlate negativamente. Purtroppo, ciò non avviene quasi mai con azioni vere [...]. Quando la correlazione è perfettamente negativa, c’è sempre una strategia di portafoglio (rappresentata da un insieme specifico di ponderazioni del portafoglio), che elimina completamente il rischio”, in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 154. D.G.Luenberger, evidenzia come “I portafogli composti da pochi titoli possono essere soggetti a un alto livello di rischio, rappresentato da una varianza relativamente alta. Come regola generale, la

E' possibile rappresentare graficamente l'effetto della diversificazione sul rischio specifico e sistematico come segue³⁷⁴:

varianza del rendimento di un portafoglio può essere ridotta inserendo nel portafoglio altri titoli: questa operazione, che prende il nome di diversificazione, riflette la massima "non mettere tutte le uova nello stesso paniere". Gli effetti della diversificazione possono essere quantificati utilizzando le formule per la combinazione delle varianze. Supponiamo ad esempio che siano disponibili molti titoli e che questi non siano correlati tra loro, ovvero che il rendimento di ciascun titolo non sia correlato con quello di alcun altro titolo del gruppo. Supponiamo inoltre che il tasso di rendimento di ognuno di questi titoli abbia media m e varianza σ^2 . Supponiamo ora di costruire un portafoglio con quantità uguali di n di questi

titoli; ovvero, $w_i = 1/n$ per ogni i . Il tasso di rendimento complessivo del portafoglio è $r = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n r_i$. Il

valore medio di questo tasso è $\bar{r} - m$, ed è indipendente da n . La corrispondente varianza è

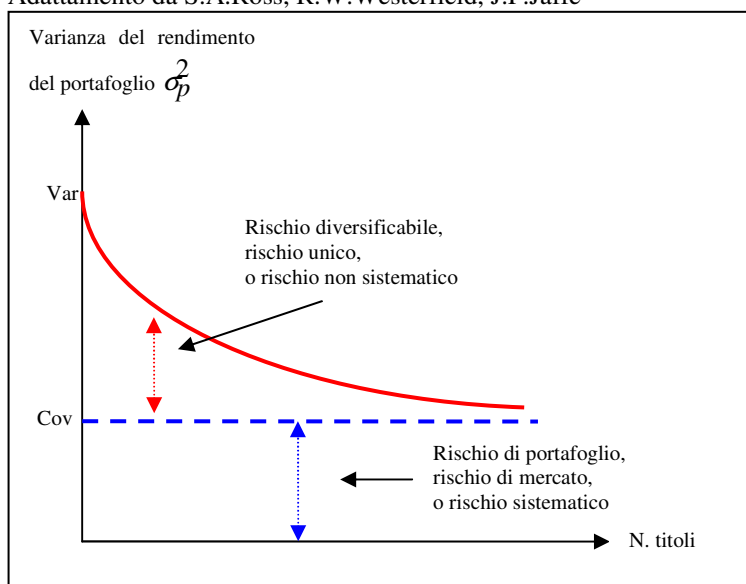
$\text{var}(r) = \frac{1}{n^2} \cdot \sum_{i=1}^n \sigma^2 = \frac{\sigma^2}{n}$. Per determinarla abbiamo sfruttato il fatto che i singoli rendimenti non sono

correlati. La varianza decresce rapidamente al crescere di n [...]. La situazione è piuttosto differente se i rendimenti dei titoli disponibili sono correlati [...]. Da questa semplice analisi si trae comunque un'importante lezione: se i rendimenti non sono correlati, tramite la diversificazione è possibile ridurre la varianza del portafoglio sostanzialmente a zero utilizzando un valore di n alto. Viceversa, se i rendimenti sono correlati positivamente è più difficile ridurre la varianza, e il valore di tale varianza potrebbe essere limitato inferiormente", in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pagg. 157.158. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come "[...] quando N cresce, la varianza del portafoglio si approssima alla covarianza media. Se la covarianza media fosse zero, sarebbe possibile eliminare tutto il rischio detenendo un numero di titoli sufficiente. Purtroppo, le azioni hanno andamenti concordi e non indipendenti tra loro. Così, la maggioranza delle azioni che un investitore può acquistare è legata da una covarianza positiva che pone dei limiti ai benefici offerti dalla diversificazione. Ora, potete capire il significato esatto del termine rischio del mercato o rischio sistematico [...] Il rischio sistematico è la covarianza media di tutti i titoli. Questo è il rischio "duro" che rimane dopo che la diversificazione ha esercitato i suoi effetti", in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pagg. 155-156

³⁷⁴ Adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 344. Si veda anche R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 151.

R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come "[...] quando N cresce, la varianza del portafoglio si approssima alla covarianza media. Se la covarianza media fosse zero, sarebbe possibile eliminare tutto il rischio detenendo un numero di titoli sufficiente. Purtroppo, le azioni hanno andamenti concordi e non indipendenti tra loro. Così, la maggioranza delle azioni che un investitore può acquistare è legata da una covarianza positiva che pone dei limiti ai benefici offerti dalla diversificazione. Ora, potete capire il significato esatto del termine rischio del mercato o rischio sistematico [...] Il rischio sistematico è la covarianza media di tutti i titoli. Questo è il rischio "duro" che rimane dopo che la diversificazione ha esercitato i suoi effetti", in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pagg. 155-156.

Figura 3.1. Rischio diversificabile e rischio sistematico
Adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe



Pertanto solo per l'investitore finanziario che non detiene un portafoglio diversificato il rischio assunto è pari al rischio del singolo titolo; diversamente per l'investitore finanziario diversificato il rischio inerente il titolo rileva solo per l'effetto prodotto sul rischio del portafoglio in ragione delle correlazioni tra i rendimenti dei titoli detenuti³⁷⁵.

³⁷⁵ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come “Un investitore razionale e avverso al rischio considera la varianza (o lo scarto quadratico medio) del rendimento del proprio portafoglio come la misura appropriata del rischio del proprio portafoglio. Se per qualche ragione l'investitore può detenere un solo titolo, la varianza del rendimento di quel titolo diventa la varianza del rendimento del portafoglio, perciò, la varianza del rendimento del titolo è la misura appropriata del rischio del titolo. Se un individuo detiene un portafoglio diversificato, egli continua a considerare la varianza (o lo scarto quadratico medio) del proprio portafoglio come la misura appropriata del rischio del portafoglio. Tuttavia, non è più interessato alla varianza del rendimento di ogni singolo titolo; è interessato invece al contributo di un singolo titolo alla varianza del portafoglio”, in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 356. E.Barucci, C.Marsala, M.Nencini, C.Sgarra evidenziano come “[...] Un individuo avverso al rischio tiene in considerazione almeno due profili della sua ricchezza futura [...]: in primo luogo preferisce avere più denaro piuttosto che averne di meno in ogni stato del mondo [...], in secondo luogo essendo avverso al rischio ha una avversione per un profilo di ricchezza che presenta forti differenze nei diversi stati del mondo [...]. Nel caso di un solo titolo il primo argomento risulta essere decisivo e porta un individuo caratterizzato da funzione di utilità crescente e concava a detenere un titolo rischioso se e solo se il premio per il rischio è positivo [...] Poiché l'utilità marginale è positiva giungiamo a dimostrare che il titolo rischioso viene acquistato (venduto) se e solo se il premio per il rischio è positivo (negativo)”, ed ancora “Valutare il portafoglio ottimo nel caso $N > 1$ è assai complesso, in particolare risulta difficile individuare una relazione tra premio per il rischio del titolo e scelta di portafoglio. [...] giungiamo a stabilire che il premio per il rischio di un titolo è positivo se e solo se la covarianza del suo rendimento con l'utilità marginale della ricchezza associata al portafoglio ottimo dell'individuo è negativa. Diversamente il premio sarà negativo [...] un titolo con un premio per il rischio negativo sarà acquistato/venduto dall'individuo in modo tale che il suo rendimento covari positivamente con l'utilità marginale della ricchezza ottima”, in Ingegneria finanziaria, Egea, Milano, 2009, pagg. 73-74 e pagg. 76-77.

In presenza di portafoglio efficiente, infatti, il premio per il rischio riflettere il contributo che il singolo titolo apporta al rischio del portafoglio³⁷⁶ in ragione di una relazione lineare tra il rendimento atteso del titolo ed il suo contributo marginale al rischio del portafoglio³⁷⁷.

Gli investitori razionali, dunque, mediante la costruzione dei portafogli diversificati, distribuiscono il rischio³⁷⁸ consentendo all'azienda di accedere al capitale a condizioni favorevoli³⁷⁹.

³⁷⁶ Se l'*i*-esimo titolo considerato genera un effetto marginale maggiore sul rischio del portafoglio rispetto al *j*-esimo titolo, questi deve avere un rendimento atteso proporzionalmente maggiore. Pertanto il rendimento atteso dagli investitori non è stimato in ragione del rischio specifico connesso al titolo ma in ragione del contributo marginale che questo apporta al rischio del portafoglio.

³⁷⁷ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come “*Il premio per il rischio riflette sempre il contributo al rischio del portafoglio. Immaginate di dover scegliere un portafoglio. Alcune azioni aumentano il rischio del portafoglio, di conseguenza sarete disposti ad acquistarle solo se aumentano anche il rendimento atteso. Altre azioni ridurranno il rischio del portafoglio e sarete disposti ad acquistarle anche se riducono il rendimento atteso del portafoglio. Se il portafoglio che avete scelto è efficiente, ogni investimento deve dare un risultato equivalente. Così, se un'azione ha un effetto marginale maggiore sul rischio del portafoglio di un'altra azione, deve anche avere un rendimento atteso proporzionalmente maggiore. Ciò significa che se ponete su un grafico il rendimento atteso di ogni azione e il suo contributo marginale al rischio del portafoglio efficiente, troverete che le azioni si collocano lungo una linea retta [...]. Questo accade sempre: se un portafoglio è efficiente ci deve essere una relazione strettamente lineare tra il rendimento atteso di ogni azione e il contributo marginale al rischio del portafoglio. E' vero anche il contrario: se non c'è una relazione lineare il portafoglio non è efficiente*”, ed ancora “*I principi fondamentali della selezione di portafoglio convergono sull'affermazione banale che gli investitori cercano di aumentare il rendimento atteso del loro portafoglio e di ridurre lo scarto quadratico medio di tale rendimento. Un portafoglio che dà il maggior rendimento per un dato scarto quadratico medio, o il minor scarto quadratico medio per un dato rendimento atteso, è detto portafoglio efficiente. Per stabilire quali portafoglio sono efficienti, occorre essere capaci di calcolare il rendimento atteso e lo scarto quadratico medio di ogni azione, nonché il coefficiente di correlazione fra ciascuna coppia di azioni. [...] Il contributo marginale di un'azione al rischio di un portafoglio è misurato dalla sua sensibilità alle variazioni di valore del portafoglio. Se un portafoglio è efficiente, c'è una relazione lineare tra il rendimento atteso di ogni azione e il suo contributo al rischio del portafoglio*”, in *Principi di finanza aziendale*, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 175 e 189.

³⁷⁸ A.Damodaran, evidenzia come “*Diversificare consente di ridurre o eliminare il rischio specifico d'impresa per due motivi. Il primo è che ciascun investimento in un portafoglio ben diversificato costituirà solo una piccola percentuale dell'intero portafoglio. In tal modo ogni fattore che incrementa o riduce il valore del singolo investimento (o di un piccolo gruppo di investimenti) avrà un impatto minimo sull'intero portafoglio. Il secondo motivo è che, in ciascun periodo, le specifiche politiche aziendali avranno effetti talora di segno positivo, talaltra di segno negativo sui prezzi di ciascun titolo. In un portafoglio di una certa dimensione questi effetti tenderanno a cancellarsi a vicenda e il rischio specifico d'impresa non influirà significativamente sul valore complessivo del portafoglio. Invece, gli effetti di oscillazioni in variabili di mercato avranno probabilmente lo stesso segno per la gran parte degli investimenti in un portafoglio, anche se alcuni possono essere più colpiti di altri. Per esempio, a parità di condizioni, un incremento dei tassi di interesse riduce il valore della maggior parte degli investimenti in un portafoglio. Una maggiore diversificazione non elimina il rischio-mercato, anche se detenere titoli in diverse classi (titoli azionari, titoli obbligazionari ecc.) può ridurre l'impatto*”, in *Finanza Aziendale*, Apogeo, 2001, pagg. 58-59.

³⁷⁹ R.G.Rajan, L.Zingales, evidenziano come “*Negli anni '50, le ricerche svolte da Harry Markowitz e James Tobin, che fruttarono a entrambi il premio Nobel per l'economia, dimostrarono che il rischio di un investimento va considerato non in modo isolato ma nel contesto dell'intero portafoglio investimenti di un individuo o di una impresa [...] Con una buona diversificazione del portafoglio, un investitore può tollerare un investimento rischioso che invece non sarebbe disposto ad accettare se si trattasse di un*

Teoricamente la massima diversificazione si realizza per un numero n di titoli tendente all'infinito. Nella realtà il processo di diversificazione presenta costi oltre che benefici: si rende, dunque, necessario per l' n -esimo titolo da inserire nel portafoglio confrontare il costo marginale con il relativo beneficio marginale derivante dal processo di diversificazione³⁸⁰. La diversificazione, inoltre, può produrre, contestualmente alla riduzione del rischio del portafoglio, anche la riduzione del suo rendimento atteso. Pertanto si rende necessario comprendere il limite oltre il quale non risulta conveniente diversificare³⁸¹.

investimento isolato [...] Grazie a maggiori risorse di capitale pronte a finanziare i rischi unite a una maggiore tolleranza del pericolo, possono essere finanziati progetti più vasti e azzardati, e l'accesso al credito ne risulta ampliato", ed ancora "[...] l'evidenza dei fatti indica che i mercati finanziari aperti, distribuendo il rischio e allocandolo in modo efficiente, possono ridurre la quantità di risorse che si richiedono alle imprese. Il risultato è che si finanziano iniziative imprenditoriali valide ma rischiose [...] è in gran parte perché i mercati finanziari tengono basso il costo del capitale che negli Stati Uniti, solo nel 2000, le principali industrie farmaceutiche hanno speso 26 miliardi di dollari per lo sviluppo di farmaci salvavita. I finanziatori contribuiscono a costruire strade e ospedali, e persino a trovare nuove medicine, ma in modo più che invisibile ai più. Mentre le azioni sono strumenti piuttosto rudimentali per distribuire i rischi, i derivati finanziari permettono di ripartirli con maggiore previsione, trasferendoli su chi può sostenerli nel migliore dei modi e facilitando ulteriormente il finanziamento di attività rischiose [...] Più in generale, la gestione del rischio tramite gli strumenti derivati e le strategie di copertura consente a società finanziarie come banche e banche d'investimento di ridurre a livelli accettabili i rischi associati all'attività creditizia. Questo permette loro di raccogliere il denaro dagli investitori e finanziare le aziende in progetti rischiosi ma validi, ampliando in tal modo l'accesso al credito e distribuendo la ricchezza", in *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Einaudi, Tirno, 2004, pagg. 51-52, 53 e 55.

³⁸⁰ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come "[...] le varianze dei titoli scompaiono completamente quando il numero dei titoli diventa elevato; tuttavia le covarianze rimangono. In effetti, la varianza del portafoglio diventa la covarianza media, COV . Spesso si sente dire che è opportuno diversificare; in altre parole, non si dovrebbero mettere tutte le uova nello stesso paniere. [...] Le varianze dei singoli titoli si annullano a causa della diversificazione, ma questo non può cancellare i termini di covarianza. [...] Poiché la varianza di un portafoglio tende asintoticamente a COV , ogni titolo in più riduce ulteriormente il rischio. Quindi, se non ci fossero commissioni né altri costi di transazione, si potrebbe sostenere che non si può mai ottenere troppa diversificazione; tuttavia, nella realtà esiste un costo di diversificazione. [...] Confrontando i costi e i benefici della diversificazione, Meir Statman afferma che per raggiungere la diversificazione ottimale è necessario un portafoglio di circa 30 azioni", in *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 343-344. Cfr. M.Statman, *How Many Stocks Make a Diversified Portfolio?*, in *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, settembre 1987.

³⁸¹ I benefici marginali derivanti dalla diversificazione si riducono all'aumentare del numero dei titoli in portafoglio: la riduzione di rischio del portafoglio derivante dall'apporto dell' $n+1$ -esimo titolo è minore rispetto alla riduzione derivante dall'apporto dell' n -esimo titolo; i costi marginali della diversificazione aumentano all'aumentare del numero dei titoli in portafoglio: il costo marginale associato all' $n+1$ -esimo titolo è maggiore rispetto al costo marginale inerente l' n -esimo titolo. È stato calcolato che la diversificazione ottimale si raggiunge per un numero di titoli pari a circa 30. M.Statman, *How Many Stocks Make a Diversified Portfolio?*, in *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, settembre 1987. Se da un lato la diversificazione riduce il rischio complessivo del portafoglio, dall'altro, inevitabilmente, riduce il suo rendimento atteso. In termini generali una buona diversificazione si ottiene se la riduzione del rischio del portafoglio è più che proporzionale rispetto alla riduzione del rendimento atteso; diversamente una diversificazione non efficiente, genera un effetto leva negativo dove a piccole riduzioni di varianza, e quindi di rischio, si accompagnano più che proporzionali riduzioni nei rendimenti del portafoglio. D.G.Luenberger, evidenzia come "*In generale la diversificazione può produrre, contestualmente alla riduzione della varianza, una riduzione del rendimento atteso complessivo. La maggior parte degli investitori non desidera sacrificare in modo consistente il rendimento atteso in cambio di una piccola diminuzione della varianza, quindi una diversificazione indiscriminata, effettuata*

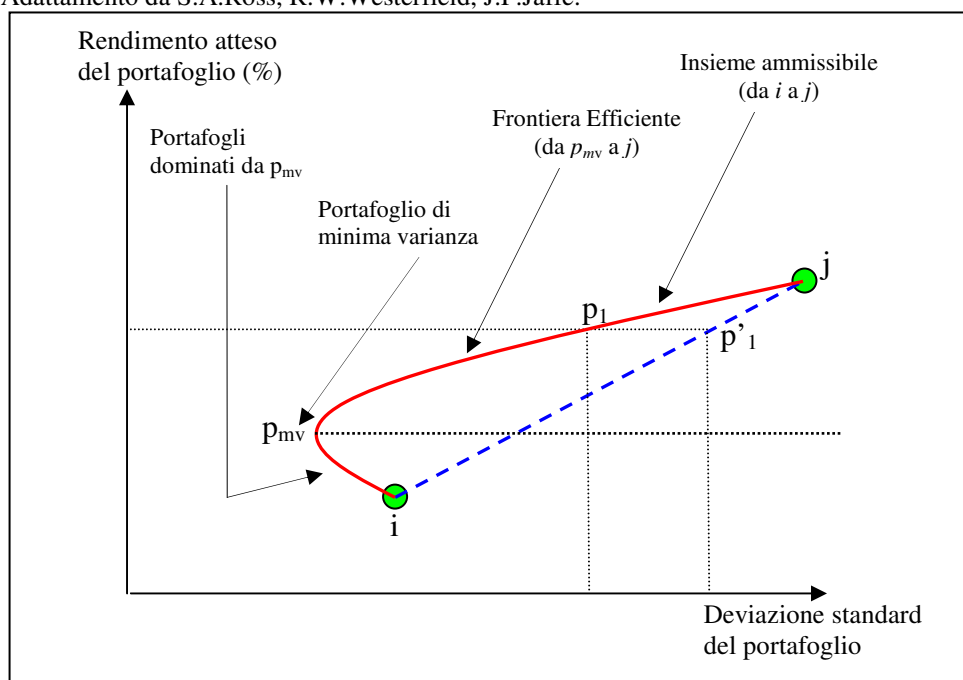
E' bene evidenziare come diversificare non significa semplicemente aumentare il numero dei titoli in portafoglio. Se, infatti, è vero che ciò ha effetti positivi sul rischio specifico del titolo, non è altrettanto vero che si hanno effetti sul rischio sistematico del portafoglio. Affinché ciò si verifichi si rende necessario diversificare selezionando i titoli in modo tale che i relativi rendimenti attesi siano tra loro poco correlati³⁸².

Per meglio comprendere gli elementi del problema si ritiene opportuno da prima considerare la combinazione di due soli titoli e, di poi, allargare il ragionamento considerando la combinazione di n titoli.

In tal senso è possibile rappresentare su un piano *deviazione standard - rendimento atteso* i possibili portafogli ottenibili dalla combinazione di due titoli (l'*i-esimo* ed il *j-esimo*) che si caratterizzano per diversi profili rischio-rendimento³⁸³.

Figura 3.2. Portafogli ottenibili dalla combinazione di due titoli.

Adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe.



senza studiare i suoi effetti sulla media e sulla varianza del rendimento, non è necessariamente desiderabile. Questa considerazione è la motivazione alla base dell'approccio media-varianza sviluppato da Markowitz. In esso i rapporti tra media e varianza vengono resi espliciti", in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 158.

³⁸² R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, evidenziano come "Il semplice aumento di titoli in portafoglio ha un effetto certamente positivo sul rischio specifico. Per incidere sul rischio sistematico, tuttavia, si deve diversificare in modo intelligente inserendo titoli i cui rendimenti siano fra loro poco legati (bassa covarianza); ciò accade quando vi sia una differenziazione dei risultati per ogni dato scenario, ad esempio quando il cattivo risultato di un certo titolo trova compensazione nel buon risultato di un altro", in La mente finanziaria, il Mulino, Bologna, 2011, pag. 107.

³⁸³ I due titoli sono posizionati nel medesimo grafico in ragione del relativo profilo rischio-rendimento: in questo caso il piano esprime la deviazione standard-rendimento atteso dei titoli dove l'*i-esimo* titolo presenta un rendimento atteso ed un rischio inferiori rispetto al *j-esimo* titolo. Il grafico proposto è un adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 333.

La retta che unisce l'*i*-esimo ed il *j*-esimo titolo rappresenta l'insieme dei possibili portafogli ottenibili variando i rispettivi pesi, in presenza di una perfetta correlazione positiva dei loro rendimenti ($\rho_{ij} = 1$). In presenza di una correlazione non perfetta ($\rho_{ij} < 1$), i possibili portafogli ottenibili, mediante variazione dei rispettivi pesi, si posizionano lungo una curva che è sempre a sinistra della retta³⁸⁴. I portafogli posizionati sulla curva, a parità di rendimento, hanno deviazione standard inferiore rispetto ai portafogli posizionati sulla retta: il minor rischio è legato all'effetto diversificazione. I punti della curva, che indicano i portafogli realizzabili combinando i due titoli non perfettamente correlati positivamente, definiscono l'*insieme ammissibile* (curva che va da *i* a *j*)³⁸⁵. Il portafoglio p_{mv} è definito portafoglio di *minima varianza*³⁸⁶: è il portafoglio che realizza la minore varianza possibile³⁸⁷.

³⁸⁴ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come “Abbiamo affermato che l'effetto diversificazione si verifica quando la correlazione tra i due titoli è minore di 1. [...] L'effetto diversificazione può essere illustrato facendo un confronto con il segmento che collega il punto Supertech [il nostro punto i] con il punto Slowpoke [il nostro punto j]. Tale segmento rappresenta i punti che sarebbero stati generati se il coefficiente di correlazione tra i due titoli fosse stato 1. L'effetto diversificazione è illustrato nella figura in quanto la linea curva è tutta a sinistra del segmento [...] Sebbene il segmento e la curva siano entrambi rappresentati nella figura [...] non possono esistere contemporaneamente [...]. In altre parole, sebbene un investitore possa scegliere tra diversi punti sulla curva [...] non può scegliere tra punti sulla curva e punti sul segmento”, Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 333-334.

³⁸⁵ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come “Un individuo che considera un investimento in un portafoglio [...] si trova di fronte a un insieme delle opportunità disponibili, o insieme ammissibile, rappresentato dalla curva [...] cioè può raggiungere qualsiasi punto sulla curva scegliendo la combinazione appropriata tra i due titoli. Non può raggiungere alcun posto sopra la curva perché non può far aumentare il rendimento dei singoli titoli, ridurre lo scarto quadratico medio dei titoli, o ridurre la correlazione tra i due titoli. Né può raggiungere punti sotto la curva perché non può far diminuire i rendimenti dei singoli titoli, aumentare lo scarto quadratico medio dei titoli, o aumentare la correlazione (naturalmente, anche se potesse farlo, non vorrebbe raggiungere punti sotto la curva)”, in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 334.

³⁸⁶ E' bene evidenziare che se anche in letteratura si utilizza l'espressione “minima varianza” si fa comunque riferimento non alla varianza ma alla deviazione standard.

³⁸⁷ Il portafoglio p_1 posizionato sulla curva ed il portafoglio p'_1 posizionato sulla retta presentano la medesima combinazione dei pesi dei titoli ed il medesimo rendimento atteso ma la deviazione standard di p_1 è inferiore rispetto alla deviazione standard di p'_1 : il rischio di p_1 è inferiore rispetto al rischio di p'_1 . La comparazione tra i portafogli p_1 e p'_1 ha solo valore esplicativo volendo evidenziare in modo grafico ed immediato l'effetto di diversificazione: non è, infatti, possibile scegliere tra una combinazione dei titoli sulla retta o sulla curva ma solo tra diversi punti della retta ovvero tra diversi punti della curva. Questo perché i rendimenti dei titoli considerati o sono perfettamente correlati tra loro ($\rho_{ij} = 1$) (per cui è possibile scegliere una loro combinazione spostandosi lungo la retta e non lungo la curva) oppure non sono perfettamente correlati tra loro ($\rho_{ij} < 1$) (per cui è possibile scegliere una loro combinazione spostandosi lungo la curva e non lungo la retta). S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, con riferimento al portafoglio di minima varianza, evidenziano come esso sia “[...] il portafoglio caratterizzato dalla minore varianza possibile. Per definizione questo portafoglio deve anche avere lo scarto quadratico medio più piccolo possibile (il termine portafoglio di minima varianza è standard in letteratura e noi lo useremo; in realtà forse sarebbe meglio parlare di scarto quadratico medio, visto che è lo scarto quadratico medio e non la varianza, a essere misurato sull'asse delle ascisse [...]) Un investitore che volesse correre il minor rischio possibile sceglierebbe MV [nel nostro caso p_{mv}] il portafoglio di minima varianza o con scarto quadratico medio minimo”, in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 334.

In presenza di correlazione negativa ($\rho \leq 0$)³⁸⁸ la curva è inclinata all'indietro (da i a p_{mv})³⁸⁹: aggiungere al portafoglio una piccola quantità del titolo ad alto rischio³⁹⁰ genera un incremento del rendimento atteso del portafoglio³⁹¹ e, per effetto della diversificazione, una riduzione della sua deviazione standard con conseguente inclinazione all'indietro della curva. Tale effetto, però, si ha solo per una parte della curva: all'aumentare del peso del titolo ad alto rischio nel portafoglio si ha un incremento del rischio complessivo (da p_{mv} a j)³⁹².

Se è vero che la curva (da i a j) indica tutti i portafogli ottenibili data la diversa combinazione dei titoli, per cui esprime l'"insieme ammissibile", è altrettanto vero che i portafogli compresi tra il punto i ed il punto p_{mv} presentano, rispetto al portafoglio di minima varianza, minor rendimento atteso e maggiore deviazione standard: tutti i portafogli posizionati lungo questa parte di curva si dicono "dominati" dal portafoglio di minima varianza. Pertanto ad essere presi in considerazione sono i portafogli posizionati sulla parte di curva che va da p_{mv} a j : detta parte di curva è definita "frontiera efficiente"³⁹³. Essa indica tutti i portafogli che per un dato livello di rischio

³⁸⁸ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come esso sia "[...] quanto minore è la correlazione, tanto più la curva è inclinata. Questo indica che l'effetto diversificazione aumenta al decrescere di ρ . L'inclinazione maggiore si ha nel caso limite in cui $\rho = -1$, che è il caso di perfetta correlazione negativa. Sebbene questo caso estremo in cui $\rho = -1$ sembri affascinare gli studenti, ha un'importanza pratica modesta: di fatto la maggior parte delle coppie di titoli esibisce correlazione positiva. Forti correlazioni negative, e a maggior ragione correlazioni negative perfette, sono di fatto eventi improbabili", in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 336.

³⁸⁹ Si noti che mentre detto effetto è sempre presente per valori della correlazione inferiori o uguali a zero ($\rho \leq 0$), può anche verificarsi per valori positivi della correlazione purché inferiori ad 1 ($0 < \rho < 1$).

³⁹⁰ Il j -esimo titolo presenta una deviazione standard, e dunque rischio, maggiore rispetto all' i -esimo titolo.

³⁹¹ Il rendimento atteso del portafoglio è pari alla media ponderata dei rendimenti attesi dei titoli che ne fanno parte. Aumentare il peso del j -esimo titolo incrementa il rendimento atteso del portafoglio per effetto del suo maggior rendimento atteso.

³⁹² S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, con riferimento all'inclinazione all'indietro della curva, evidenziano come "Osserviamo che la curva è inclinata all'indietro tra il punto Slowpoke [il nostro punto i] e il punto Mv [il nostro punto p_{mv}]. Questo indica che, in una parte dell'insieme ammissibile, in realtà lo scarto quadratico medio decresce al crescere del rendimento atteso. Gli studenti spesso chiedono: «Come può un aumento della proporzione del titolo rischioso, Supertech [nel nostro caso j], far diminuire il rischio del portafoglio?». Questo risultato sorprendente è dovuto all'effetto diversificazione. I rendimenti dei due titoli sono negativamente correlati tra loro: il rendimento di un titoli tende a salire quanto l'altro scende e viceversa. Pertanto aggiungere una piccola quantità di Supertech [nel nostro caso j] agisce come una protezione per un portafoglio composto solo di Slowpoke [nel nostro caso i]: il rischio del portafoglio viene ridotto, il che causa l'inclinazione all'indietro. In realtà, l'inclinazione all'indietro si verifica sempre se $\rho \leq 0$; quando $\rho > 0$ può verificarsi o meno. Naturalmente, la curva è inclinata all'indietro solo per una parte della sua lunghezza. Continuando a incrementare la percentuale di Supertech [nel nostro caso j] nel portafoglio, l'alto scarto quadratico medio di questo titolo alla fine fa aumentare lo scarto quadratico medio dell'intero portafoglio", in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 334-335.

³⁹³ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come "Nessun investitore vorrebbe detenere un portafoglio con un rendimento atteso inferiore a quello del portafoglio di minima varianza [...] Sebbene l'intera curva dal punto Slowpoke [nel nostro caso i] al punto Supertech [nel nostro caso j] sia chiamata insieme ammissibile, gli investitori considerano solo la curva dal punto Mv [nel nostro caso p_{mv}] al punto Supertech [nel nostro caso j]. Perciò la curva dal punto Mv [nel nostro caso p_{mv}] al punto Supertech [nel nostro caso j] è chiamata frontiera efficiente". Inoltre evidenziano come "E' possibile generare la

massimizzano il rendimento atteso ovvero che per un dato livello di rendimento atteso minimizzano il rischio.

Mentre gli investitori avversi al rischio³⁹⁴, sono alla continua ricerca del portafoglio di minima varianza, gli investitori con maggiore propensione al rischio³⁹⁵ preferiscono posizionarsi sulla frontiera efficiente³⁹⁶.

Allargando il ragionamento ad n titoli³⁹⁷ è possibile rappresentare su un piano *rendimento atteso* (r) – *deviazione standard* (σ)³⁹⁸ l'area all'interno della quale sono presenti tutti i portafoglio realizzabili dalla loro combinazione mediante variazione dei rispettivi pesi³⁹⁹:

frontiera efficiente anche a partire da due attività che sono esse stesse portafogli", in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 335 e pag. 336.

³⁹⁴ D.G.Luenberger, sul punto evidenzia come "Supponiamo che la scelta di portafoglio di un investimento sia limitata ai punti possibili giacenti su una determinata linea orizzontale per piano $\bar{r} - \sigma$. Tutti i portafogli che si trovano su questa linea hanno lo stesso tasso di rendimento medio, ma deviazioni standard (o varianze) differenti. La maggior parte degli investitori preferirà il portafoglio corrispondente all'estremità sinistra della linea; ovvero scieglierà il punto cui corrisponde la deviazione standard minima per la media data. Gli investitori che concordano con questo punto di vista sono detti avversi al rischio (risk-averse), dal momento che cercano di minimizzare il rischio (misurato dalla deviazione standard). Un investitore che seleziona un punto differente da quello corrispondente alla minima deviazione standard si dice propenso al rischio (risk-preferring)" ed evidenzia come gli investitori avversi al rischio, che preferiscono minimizzare la deviazione standard "[...] sono interessati ai punti dell'insieme di minima varianza", in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 162.

³⁹⁵ D.G.Luenberger, riprendendo il ragionamento svolto sugli investitori avversi al rischio, evidenzia come "Possiamo applicare la stessa argomentazione ai portafogli corrispondenti ai punti di una linea verticale, ovvero ai portafogli aventi uguale deviazione standard, ma valori medi differenti. La maggior parte degli investitori preferirà il punto più alto di tale linea; in altre parole, selezionerà il portafoglio con la maggiore media tra quelli aventi una determinata deviazione standard. Questa caratteristica degli investitori è detta insaziabilità, termine che riflette il fatto che, a parità degli altri fattori, gli investitori desiderano sempre ricevere più danaro; per una determinata deviazione standard preferiscono, quindi, il più alto rendimento atteso possibile", in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pagg. 162-163.

³⁹⁶ D.G.Luenberger, sul punto evidenzia come "[...] gli investitori avversi al rischio e caratterizzati da insaziabilità saranno interessati solo alla parte superiore dell'insieme di minima varianza. Questa parte è denominata frontiera efficiente della regione possibile [...]. Quelli individuati sono i portafogli efficienti, nel senso che per la maggior parte degli investitori essi forniscono le migliori combinazioni media-varianza", in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 163.

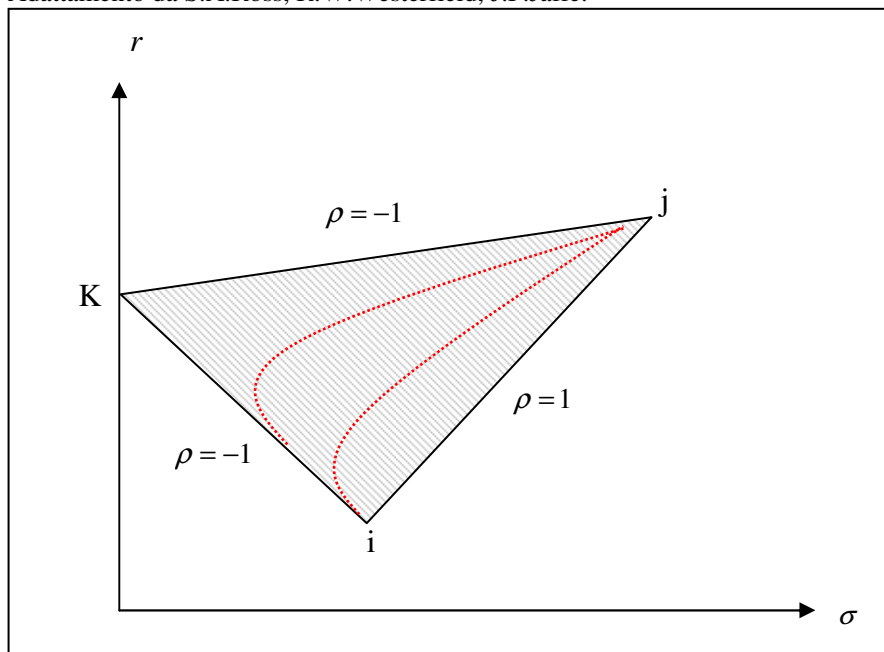
³⁹⁷ D.G.Luenberger, evidenzia come considerando N titoli è possibile "[...] rappresentarli come punti nel diagramma media-deviazione standard. Immaginiamo poi di comporre dei portafogli costituiti da questi n titoli, utilizzando tutti gli schemi di pesi possibili. Avremo portafogli composti solo con uno degli n titoli, altri costituiti da combinazioni di due titoli, da combinazioni di tre e così via, fino a combinazioni arbitrarie di tutti gli n titoli. Questi portafogli vengono costituiti variando i coefficienti w_i in modo da realizzare tutte le combinazioni tali che $\sum_{i=1}^n w_i = 1$. L'insieme dei punti corrispondenti a questi portafogli è

chiamato insieme possibile o regione possibile", in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pagg. 160-161. E' bene evidenziare come le diverse combinazioni di titoli danno vita a portafogli che si posizionano all'interno di un'area delimitata dalla frontiera efficiente. Sul tema tra gli altri: S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 337 e ss.

³⁹⁸ Adattamento S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, in Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pag. 335. Si veda anche D.G.Luenberger, Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 159.

³⁹⁹ In termini analitici se si considera una variabile α che indica tutti i possibili portafogli ottenibili dalla combinazione del i -esimo e del j -esimo titolo (per $\alpha = 0$ si ha un portafoglio composto solo dall' i -esimo titolo; per $\alpha = 1$ si ha un portafoglio composto solo dal j -esimo titolo) per cui i rispettivi pesi sono

Figura 3.3. Portafogli ottenibili dalla combinazione di n titoli.
Adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe.



Nel diagramma le covarianze tra i titoli non sono indicate: non può, dunque, essere individuata l'esatta posizione del portafoglio⁴⁰⁰. Si hanno, infatti, curve diverse in ragione delle diverse correlazioni tra i titoli: quanto minore è la correlazione tanto maggiore è l'inclinazione della curva. La massima inclinazione si raggiunge in presenza di perfetta correlazione negativa. Questo perché l'effetto diversificazione aumenta al

espressi in termini di $w_i = 1 - \alpha$ e di $w_j = \alpha$ al variare di α tra 0 ed 1 ($0 \leq \alpha \leq 1$) si ottengono diverse combinazioni dei due titoli. Al variare di α i portafogli ottenibili dalla combinazione non negativa dei titoli disegnano una curva il cui andamento dipende dalla covarianza tra i titoli. Questa, però, non può essere rappresentata sul diagramma non essendo analiticamente individuabile. E' comunque possibile definire la regione all'interno della quale è posizionata. Detta regione è triangolare i cui punti sono dati da: rendimento atteso e deviazione standard dell'i-esimo e del j-esimo titolo; punto K sulla retta dei rendimenti attesi pari a $\frac{(\bar{r}_i \cdot \sigma_j + \bar{r}_j \cdot \sigma_i)}{\sigma_i + \sigma_j}$. Sul punto D.G.Luenberger, evidenzia come "La curva definita

in un diagramma $\bar{r} - \sigma$ da combinazioni non negative dei due titoli 1 e 2 giace all'interno della regione triangolare definita dai due titoli originali e dal punto dell'asse verticale di altezza $A = \frac{(\bar{r}_1 \cdot \sigma_2 + \bar{r}_2 \cdot \sigma_1)}{\sigma_1 + \sigma_2}$ ", in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 159.

⁴⁰⁰ D.G.Luenberger, evidenzia come "Supponiamo che due titoli vengano rappresentati in un diagramma media-deviazione standard. Questi due titoli possono essere combinati con determinati pesi per comporre un portafoglio ovvero un nuovo titolo. Il valore medio e la deviazione standard del tasso di rendimento di questo nuovo titolo possono essere calcolati sulla base della media, della varianza e delle covarianze dei rendimenti dei titoli originali. Tuttavia, dal momento che le covarianze non sono rappresentate nel diagramma, l'esatta posizione del punto che rappresenta il nuovo titolo non può essere ricavata dalla posizione nel diagramma dei due titoli originali. Esistono molte possibilità, dipendenti dalla covarianza dei rendimenti di questi titoli", in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 158.

ridursi della correlazione⁴⁰¹. Detti portafogli costituiscono l'“insieme possibile” anche nota come “regione possibile”⁴⁰².

⁴⁰¹ Seguendo il ragionamento proposto da D.G.Luenberger, Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pagg. 159-160, è possibile dimostrare analiticamente quanto detto. Il rendimento medio del portafoglio è pari a: $r_p(\alpha) = (1-\alpha) \cdot r_i + \alpha \cdot r_j$. L'equazione evidenzia come il valore medio sia compreso tra le medie originali e sia direttamente proporzionale alle quantità dei titoli. Il peso dei due titoli, espresso in termini di α e di $(1-\alpha)$, è pari all'investimento realizzato in essi. Perento la deviazione standard del portafoglio è pari a: $\sigma_p(\alpha) = \sqrt{(1-\alpha)^2 \cdot \sigma_i^2 + 2 \cdot \alpha \cdot (1-\alpha) \cdot \sigma_{(i,j)} + \alpha^2 \cdot \sigma_j^2}$. Ricordando che il coefficiente di correlazione $\rho_{(i,j)}$ è pari a: $\rho_{(i,j)} = \frac{\sigma_{(i,j)}}{\sigma_i \cdot \sigma_j}$, è possibile esprimere la deviazione standard del

portafoglio: $\sigma_p(\alpha) = \sqrt{(1-\alpha)^2 \cdot \sigma_i^2 + 2 \cdot \rho_{(i,j)} \cdot \alpha \cdot (1-\alpha) \cdot \sigma_i \cdot \sigma_j + \alpha^2 \cdot \sigma_j^2}$. Ricordando, poi, che l'indice di correlazione assume valori compresi tra -1 ed 1 ($-1 \leq \rho_{(i,j)} \leq 1$), ponendo $\rho_{(i,j)} = 1$, è possibile determinare il limite superiore:

$$\sigma_p(\alpha) = \sqrt{(1-\alpha)^2 \cdot \sigma_i^2 + 2 \cdot \alpha \cdot (1-\alpha) \cdot \sigma_i \cdot \sigma_j + \alpha^2 \cdot \sigma_j^2} = \sqrt{[(1-\alpha) \cdot \sigma_i + \alpha \cdot \sigma_j]^2} = (1-\alpha) \cdot \sigma_i + \alpha \cdot \sigma_j$$

(l'espressione è lineare in α , così come lo è l'espressione del rendimento atteso e della deviazione standard i quali variano linearmente al variare di α . Pertanto al variare di α tra 0 ed 1 il portafoglio si sposta lungo la retta che unisce il titolo i-esimo ed il titolo j-esimo. All'interno della regione è indicata una delle possibili curve, tratteggiata in rosso, costituita dai punti corrispondenti ai portafogli per un dato valore della covarianza tra il titolo i-esimo ed il titolo j-esimo, $\sigma_{(i,j)}$, come misurata dal relativo coefficiente di correlazione $\rho_{(i,j)}$). Ponendo $\rho_{(i,j)} = -1$ è possibile determinare il limite inferiore:

$$\sigma_p(\alpha) = \sqrt{(1-\alpha)^2 \cdot \sigma_i^2 + 2 \cdot \alpha \cdot (1-\alpha) \cdot \sigma_i \cdot \sigma_j + \alpha^2 \cdot \sigma_j^2} = \sqrt{[(1-\alpha) \cdot \sigma_i + \alpha \cdot \sigma_j]^2} = |(1-\alpha) \cdot \sigma_i + \alpha \cdot \sigma_j|$$

(anche questa espressione è lineare in α indipendentemente dal valore assoluto. Quando α è piccolo allora il termine all'interno del valore assoluto è positivo per cui si ha che $|(1-\alpha) \cdot \sigma_i + \alpha \cdot \sigma_j| = (1-\alpha) \cdot \sigma_i + \alpha \cdot \sigma_j$. Nel punto A si ha il cambiamento di segno ovvero da positivo in negativo: è positivo sino a che $\alpha = \frac{\sigma_i}{(\sigma_i + \sigma_j)}$)

per poi mutare di segno diventando negativo per cui il valore assoluto diventa $|(1-\alpha) \cdot \sigma_i + \alpha \cdot \sigma_j| = \alpha \cdot \sigma_j - (1-\alpha) \cdot \sigma_i$). Per quanto detto la curva costituita dai punti corrispondenti ai portafogli deve giacere all'interno della regione.

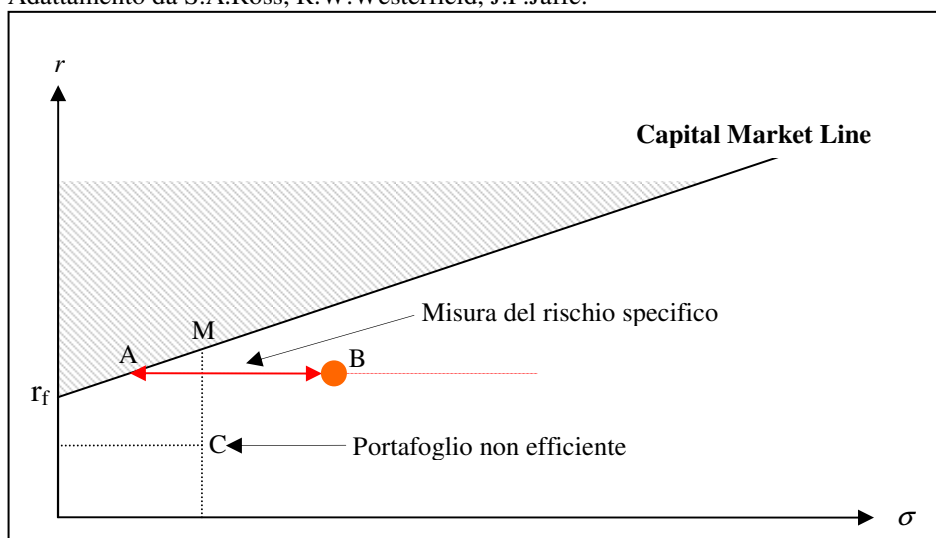
⁴⁰² D.G.Luenberger, evidenzia come considerando n titoli è possibile “[...] rappresentarli come punti nel diagramma media-deviazione standard. Immaginiamo poi di comporre dei portafogli costituiti da questi n titoli, utilizzando tutti gli schemi di pesi possibili. Avremo portfogli compoti solo con uno degli n titoli, altri costituiti da combinazioni di due titoli, da combinazioni di tre e così via, fino a combinazioni arbitrarie di tutti gli n titoli. Questi portafogli vengono costituiti variando i coefficienti w_i in modo da realizzare tutte le combinazioni tali che $\sum_{i=1}^n w_i = 1$. L'insieme dei punti corrispondenti a questi portafogli

è chiamato insieme possibile o regione possibile. L'insieme possibile soddisfa due importanti proprietà. 1. Se si hanno almeno tre titoli (non perfettamente correlati e aventi medie differenti), l'insieme possibile sarà una regione bidimensionale continua. [...] Si considerino tre titoli di base: 1, 2 e 3. Sappiamo che ogni coppia di titoli definisce una linea (curva) tra i punti che rappresentano i tassi stessi; i punti della curva corrispondono alle diverse combinazioni. [...] Se ora i titoli 2 e 3, ad esempio, vengono combinati per costituire il titolo 4, quest'ultimo può essere combinato con 1 definendo una curva che unisce i punti 1 e 4. Quando il punto 4 si muove tra 2 e 3, la curva tra 1 e 4 traccia una regione continua. 2. La regione possibile è convessa verso sinistra. Questo significa che, dati due punti qualsiasi della regione, la retta che li unisce non attraversa il bordo sinistro dell'insieme possibile. Ciò discende dal fatto che tutti i portafogli (con pesi positivi) realizzati con due titoli si trovano a sinistra della linea che unisce i titoli, oppure sulla linea stessa”, in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pagg. 160-161.

Pertanto mentre in presenza di due titoli i portafogli ottenibili dalla loro combinazione disegnano una curva su cui posizionarsi, in presenza di n titoli i portafogli ottenibili date le possibili combinazioni definiscono non una curva bensì un'area all'interno della quale posizionarsi.

In presenza di mercati efficienti, il portafoglio di mercato è quello più efficiente in ragione del principio di equilibrio⁴⁰³ e può essere rappresentato facendo ricorso alla *Capital Market Line* (CML). La CML indica, per ogni dato livello di rischio-rendimento atteso, il relativo portafoglio efficiente; tutti i portafogli efficienti, dunque, devono giacere su di essa⁴⁰⁴.

Figura 3.4. La Capital Market Line
Adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe.



⁴⁰³ D.G.Luenberger, evidenzia come “[...] Nella situazione in cui tutti adottano la metodologia media-varianza con le stesse stime dei parametri, sappiamo che il fondo efficiente di titoli rischiosi è il portafoglio di mercato. Quindi, dati questi assunti, non è necessario formulare il problema media-varianza, stimare i parametri fondamentali o risolvere il sistema di equazioni che definisce il portafoglio ottimale. Sappiamo infatti che il portafoglio ottimale risulterà essere il portafoglio di mercato”. Con riferimento al principio di equilibrio, evidenzia come “[...] In un mondo ideale, in cui tutti gli investitori applicano il criterio media-varianza ed effettuano le stesse stime, tutti acquistano lo stesso portafoglio, il quale deve essere uguale al portafoglio di mercato. In altre parole, i prezzi si regolano in modo da condurre il mercato verso l'efficienza. Dopo che gli altri investitori hanno effettuato gli aggiustamenti, possiamo essere certi che il portafoglio efficiente sia il portafoglio di mercato, quindi non occorre che effettuiamo alcun calcolo. Questa teoria dell'equilibrio è solitamente applicata ai titoli che vengono scambiati ripetutamente nel tempo, come quelli del mercato azionario.”, in *Finanza e investimenti*, Apogeo, Milano, 2006, pagg. 179-181.

⁴⁰⁴ L'inclinazione della retta è definita *prezzo per il rischio di mercato*. In tal senso la CML è anche nota come *retta dei prezzi*. Sul punto D.G.Luenberger, evidenzia come “[...] L'insieme efficiente è costituito, quindi, da un'unica linea retta, uscente dal punto non rischioso e passante per il portafoglio di mercato. Questa retta [...] è detta *capital market line* e mostra la relazione tra tasso di rendimento atteso e il rischio di rendimento (misurato dalla deviazione standard) per i titoli o i portafogli efficienti. E' detta anche “*retta dei prezzi*”, dal momento che i prezzi dovrebbero regolarsi in modo che i titoli efficienti giacciono su di essa. La *capital market line* è di grande interesse da un punto di vista intuitivo: stabilisce che all'aumentare del rischio deve aumentare anche il corrispondente tasso di rendimento atteso. Come detto, questa relazione può essere descritta da una linea retta se il rischio viene misurato dalla deviazione standard [...]”, in *Finanza e investimenti*, Apogeo, Milano, 2006, pag. 181.

La CML esprime la relazione esistente tra rischio – come misurato dalla deviazione standard (σ) – e rendimento atteso (r) di un portafoglio di titoli⁴⁰⁵. Poiché racchiude tutti i portafogli efficienti, per ogni dato livello di rischio-rendimento atteso, e poiché il portafoglio efficiente è il portafoglio di mercato, ne consegue che essa rappresenta il portafoglio di mercato (M) per ogni data combinazione rischio-rendimento atteso: tutti i portafogli che non si posizionano sulla retta non sono portafogli di mercato e, quindi, non sono portafogli efficienti. La CML, dunque, rappresenta il confine efficiente dei possibili portafogli⁴⁰⁶. E' possibile, dunque, considerare la CML con riferimento alla frontiera efficiente⁴⁰⁷.

⁴⁰⁵ Il rendimento atteso dall' i -esimo titolo efficiente su di essa posizionato è pari a: $r_i = r_f + \sigma_i \cdot \left(\frac{r_m - r_f}{\sigma_m} \right)$

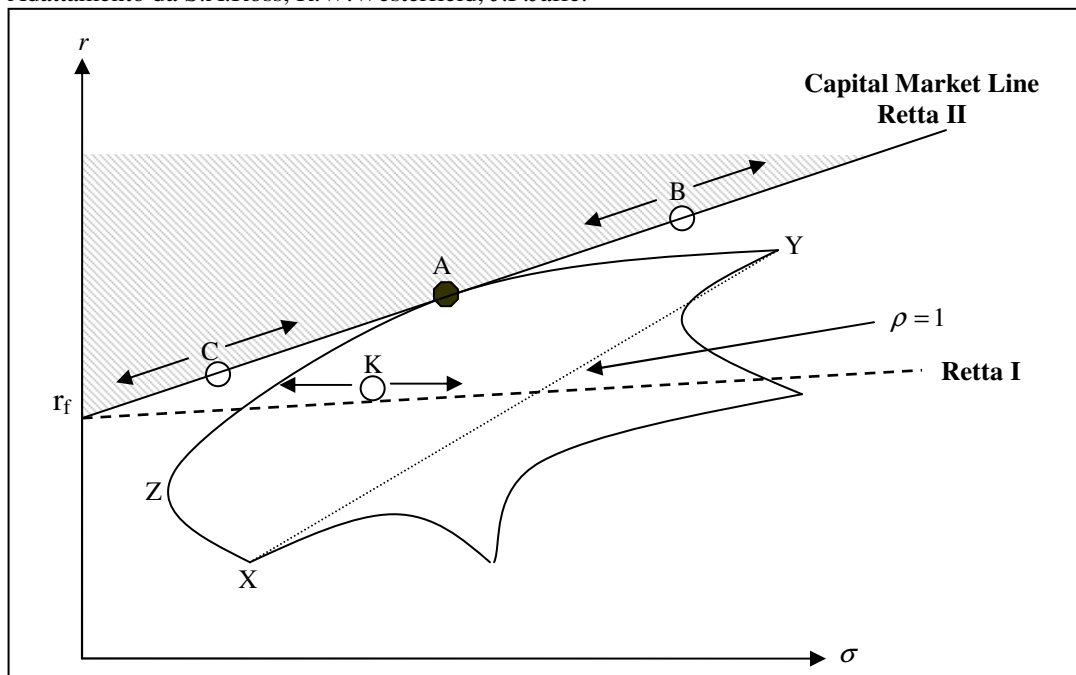
per cui la sua deviazione standard è pari a: $\sigma_i = \frac{(r_i - r_f) \cdot \sigma_m}{r_m - r_f}$ (dove: r_i : indica il rendimento atteso dell' i -esimo titolo efficiente posizionato sulla CML; r_m : indica il rendimento atteso del portafoglio di mercato; r_f : indica il tasso *free-risk*; σ_m : indica la deviazione standard del portafoglio di mercato; σ_i : indica la deviazione standard dell' i -esimo titolo efficiente posizionato sulla CML). Il rapporto $\frac{r_m - r_f}{\sigma_m}$, noto come

prezzo del rischio, determina l'inclinazione della CML ed indica l'aumento che deve avere il tasso di rendimento atteso di un portafoglio in presenza dell'aumento della deviazione standard di una unità. All'aumentare del rapporto aumenta la pendenza della retta per cui a parità di rischio, ovvero di deviazione standard, aumenta il rendimento atteso.

⁴⁰⁶ Sul punto sono possibili due principali ordini di considerazione. In primo luogo, la CML consente di individuare i titoli soggetti a rischio specifico. Poiché essa esprime solo il rischio sistematico, quanto più ci si sposta verso destra tanto maggiore è il rischio specifico del titolo: la distanza orizzontale dalla CML cresce al crescere del rischio specifico del titolo rappresentando una sua misurazione. In secondo luogo, l'analisi della CML evidenzia come gli investitori non siano interessati alla performance del singolo titolo quanto alla performance complessiva dell'intero portafoglio detenuto. Ciò che rileva è, infatti, l'interazione dei titoli che migliora la performance del portafoglio generando, in ragione della logica media-varianza: lo spostamento della CML verso alto; lo spostamento in senso orizzontale verso la CML di quei titoli che si posizionano in basso e a destra rispetto ad essa con conseguente eliminazione del relativo rischio specifico.

⁴⁰⁷ Adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pag. 349.

Figura 3.5. La Capital Market Line e la frontiera efficiente
 Adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe.



La CML è definita come la frontiera efficiente di tutte le attività rischiose e non rischiose⁴⁰⁸. Il punto di tangenza della CML con la frontiera efficiente (A), rappresenta un portafoglio composto da titoli rischiose⁴⁰⁹. Pertanto l'investitore individuato il punto

⁴⁰⁸ Per qualsiasi punto della Retta I esiste un punto sulla CML che presenta un rendimento atteso maggiore a parità di deviazione standard. Infatti data la tangenza della CML alla frontiera efficiente, questa rappresenta l'insieme delle migliori opportunità per un investitore. Si noti come il punto K indica un portafoglio composto da titoli rischiose e da titoli *free-risk* all'interno della regione possibile: quanto più K si sposta verso sinistra tanto più la quota-parte dei titoli *free-risk* aumenta all'interno del portafoglio rispetto ai titoli rischiose; quanto più K si sposta verso destra tanto più aumenta la quota-parte dei titoli rischiose all'interno del portafoglio rispetto ai titoli *free-risk*. Indipendentemente dalla posizione di K, nessun punto sulla Retta I è ottimale. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come la "[...] Qualsiasi punto un individuo possa raggiungere sulla retta I, sulla retta II esiste un punto con lo stesso scarto quadratico medio e con un rendimento atteso maggiore. In effetti, poiché la retta II è tangente alla frontiera efficiente, rappresenta l'insieme delle migliori opportunità possibili per l'investitore. In altre parole la retta II, che spesso viene chiamata linea del mercato dei capitali, può essere vista come la frontiera efficiente di tutte le attività, rischiose e non", in Finanza aziendale, il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 350-351.

⁴⁰⁹ I punti della retta a sinistra del punto A (ad esempio C) indicano tutti i possibili portafogli ottenibili combinando i titoli *free-risk* con il portafoglio di titoli rischiose; i punti a destra del punto A (ad esempio B) indicano i portafogli di titoli rischiose ottenibili prendendo danaro a prestito al tasso *free-risk* ed investendolo in essi. In termini generali quanto maggiore è la propensione al rischio, tanto maggiore è la quota-parte di titoli rischiose detenuti nel portafoglio rispetto ai titoli *free-risk* avvicinandosi al punto A; viceversa quanto più si è avversi al rischio tanto maggiore è la quota-parte dei titoli *free-risk* detenuti in portafoglio rispetto ai titoli rischiose avvicinandosi a r_f . Indipendentemente dal grado di avversione al rischio, l'investitore non sceglierà un diverso punto sulla frontiera efficiente delle attività rischiose (curva ZAY) né un diverso punto all'interno della regione ammissibile. L'eventuale minore propensione al rischio si traduce nel sostituire titoli di A con titoli *free-risk*, ottenendo il portafoglio C; l'eventuale maggiore propensione al rischio si traduce nel prendere a prestito danaro al tasso *free-risk* investendolo in

A, si sposta lungo la CML in ragione del suo grado di avversione al rischio in ragione del principio di separazione⁴¹⁰.

La relazione che la CML esprime tra tasso di rendimento atteso di un portafoglio e relativa deviazione standard, è espressa per il singolo titolo⁴¹¹ dal *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)⁴¹² che formalizza la relazione tra rischio-rendimento, così come postulata dalla “legge fondamentale”⁴¹³ della finanza, ed indica la condizione di tangenza rispetto alla CML⁴¹⁴.

A, ottenendo il portafoglio B. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come la “[...] *Se esiste la possibilità di investire e prendere a prestito senza rischio, il portafoglio di attività rischiose detenuto da qualsiasi investitore è sempre il punto A. Indipendentemente dal grado di avversione al rischio dell’investitore, egli non sceglierà mai alcun altro punto sulla frontiera efficiente delle attività rischiose [...] né alcun altro punto all’interno della regione ammissibile. Piuttosto, combinerà i titoli di A con l’attività priva di rischio nel caso in cui abbia un’alta avversione al rischio. Prenderà invece a prestito l’attività non rischiosa per investire più fondi in A nel caso in cui abbia bassa avversione al rischio. Questo risultato stabilisce quello che gli economisti finanziari chiamano il principio di separazione*”, in *Finanza aziendale*, il Mulino, Bologna, 1997, pag. 351.

⁴¹⁰ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, con riferimento al principio di separazione evidenziano come “[...] *l’investitore prende due decisioni distinte: 1) Dopo aver stimato a) il rendimento atteso e le varianze dei singoli titoli e b) le covarianze tra le coppie di titoli, l’investitore determina la frontiera efficiente delle attività rischiose [...]. Successivamente individua il punto A, cioè il punto di tangenza tra il tasso privo di rischio e la frontiera efficiente delle attività rischiose [...]. Il punto A rappresenta il portafoglio delle attività rischiose che l’investitore deterrà ed è determinato unicamente dalle sue stime di rendimento, varianze e covarianze. Nessuna caratteristica personale, come il grado di avversione al rischio, è necessaria in questa fase. 2) Ora l’investitore deve determinare come combinare il punto A, il suo portafoglio di attività rischiose, con l’attività priva di rischio. Potrebbe investire parte dei suoi fondi nell’attività priva di rischio e parte nel portafoglio A, cosicché finirebbe in un punto del segmento tra R_F e A. Alternativamente, potrebbe prendere a prestito al tasso privo di rischio una somma da investire con i propri fondi nel portafoglio A; in tal caso finirebbe in un punto sulla retta II oltre A. La sua posizione nell’attività non rischiosa, cioè la scelta del punto nel quale trovarsi sulla retta, è determinata dalle sue caratteristiche personali, come la sua attitudine verso il rischio*”, in *Finanza aziendale*, il Mulino, Bologna, 1997, pag. 351.

⁴¹¹ D.G.Luenberger, evidenzia come “*La capital market line pone in relazione il tasso di rendimento atteso di un portafoglio e la sua deviazione standard, ma non mostra la relazione tra il tasso di rendimento atteso di un singolo titolo e il corrispondente rischio. Questa relazione è invece espressa dal Capital Asset Pricing Model*”, in *Finanza e investimenti*, Apogeo, Milano, 2006, pag. 183.

⁴¹² Il modello è stato sviluppato negli anni 1960 ed è attribuibile congiuntamente a: W.F. Sharpe, *Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk*, in *Journal of Finance*, n.19, 1964; J. Lintner, *The Valuation of risk Assets and the Selection of Risk Investment in Stock Portfolios and Capital Budget*, in *Review of Economics and Statistics*, n. 47, 1965, J. Treynor il cui articolo non è stato pubblicato. Sul punto R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come “*Alla metà degli anni Sessanta, tre economisti – Jack Treynor, William Sharpe e John Lintner – hanno dato una risposta [...]. La loro risposta è nota come capital asset pricing model. Il messaggio del modello è stupefacente e semplice. In un mercato concorrenziale il premio atteso per il rischio varia in modo direttamente proporzionale al beta. Ciò significa che [...] tutti gli investimenti si devono collocare sulla linea inclinata, conosciuta come linea del mercato azionario. Il premio atteso per il rischio di un investimento con un beta pari a 0.5 è di conseguenza la metà del premio atteso per il rischio del mercato; e il premio atteso per il rischio di un investimento con un beta pari a 2.0 è il doppio del premio atteso per il rischio di mercato*”, in *Principi di finanza aziendale*, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 172.

⁴¹³ Questa legge, a mio parere la più importante nella finanza rappresentando un pilastro stesso dell’intero sistema, postula l’esistenza di una relazione positiva tra rischio e rendimento: al crescere del rischio dell’investimento deve aumentare il rendimento atteso. Solo in presenza di un premio per il rischio, infatti, gli investitori, che sono avversi al rischio, saranno disposti ad investire. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come “[...] *pochi discutono il concetto secondo il quale gli investitori richiedono*

Il CAPM – partendo dalle funzioni di utilità individuali e considerando ulteriori ipotesi circa la perfezione dei mercati dei capitali ed il comportamento razionale degli investitori⁴¹⁵ – formalizza, per la prima volta, la relazione lineare tra rischio-rendimento⁴¹⁶. In termini formali⁴¹⁷:

un rendimento aggiuntivo per accollarsi del rischio. [...] Chi sarebbe mai disposto a investire in azioni rischiose se queste offrissero lo stesso rendimento atteso dei titoli di Stato? Noi non lo faremmo, e sospettiamo che neanche voi sareste disposti a farlo”, in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 177.

⁴¹⁴ D.G.Luenberger, evidenzia come “Se il portafoglio di mercato M è efficiente, il tasso di rendimento \bar{r}_i di qualunque titolo i soddisfa $\bar{r}_i - r_f = \beta_i \cdot (\bar{r}_M - r_f)$ dove $\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$ ” ed ancora “Questa curva non può

intersecarsi con la capital market line; se lo facesse, il portafoglio corrispondente a un punto al di sopra della retta violerebbe la definizione stessa di capital market line come confine efficiente dell’insieme possibile. Quindi, quando α è zero la curva deve essere tangente alla capital market line in M . Questa tangenza è la condizione che sfruttiamo per ricavare la formula. La condizione di tangenza può essere tradotta nella condizione che l’inclinazione della curva sia uguale all’inclinazione della capital market line nel punto M ”, in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 183.

⁴¹⁵ Il comportamento razionale degli investitori si traduce, principalmente, nell’omogeneità delle aspettative di rischio e di rendimento.

⁴¹⁶ Il CAPM postula una relazione lineare tra rischio e rendimento: al crescere del rischio sistematico cresce in modo proporzionalmente costante il rendimento atteso. Il rendimento atteso del j -esimo titolo rischioso (R_j) è pari al rendimento offerto dai titoli *free-risk* (R_f) a cui deve sommarsi un premio per il rischio di mercato *risk premium* (p_r). Il *risk premium* è pari al prodotto tra il coefficiente beta del titolo, che ne esprime il rischio sistematico relativo (è pari al rapporto tra la covarianza dei rendimenti attesi del titolo e rendimenti attesi del portafoglio di mercato, e la varianza del rendimento atteso del portafoglio di mercato), ed il premio per unità di rischio determinato dal mercato, *market risk premium* – MRP (pari alla differenza tra rendimento atteso del portafoglio di mercato, contenente tutti i beni di investimento rischiosi, (R_m) e rendimento offerto dai titoli *free-risk* (R_f)). Con riferimento alla stima delle variabili si rendono necessarie delle assunzioni. In tal senso A.Damodaran, evidenzia come “Il metodo più comune per stimare il premio (o i premi) per il rischio nei modelli di rischio e rendimento è l’extrapolazione da dati storici. [...] Nel CAPM il premio viene calcolato come differenza fra rendimenti medi azionari e rendimenti medi su titoli privi di rischio lungo un esteso periodo di tempo. Nella maggior parte dei casi, questo tipo di approccio consta di tre tappe successive: 1) definire un arco temporale per la stima; 2) calcolare il rendimento medio di un indice azionario e il rendimento medio di un titolo privo di rischio nel periodo in questione; 3) calcolare la differenza fra tali rendimenti e utilizzarla come stima del premio per il rischio atteso per il futuro. Così facendo, si ipotizza implicitamente che: 1. L’avversione al rischio degli investitori non sia cambiata in modo sistematico nel tempo (vale a dire, si ipotizza che, pur variando di anno in anno, l’avversione al rischio si muove comunque intorno alla sua media storica). 2. La rischiosità media del portafoglio “rischioso” (l’indice azionario nel nostro caso) non sia cambiata in modo sistematico nel tempo”, in Finanza aziendale, 2^a ed., Apogeo, Milano, 2006, pag. 97.

⁴¹⁷ A.Damodaran, con riferimento al premio per il rischio evidenzia come “Nel CAPM il premio per il rischio misura il rendimento addizionale richiesto in media dagli investitori per spostarsi da un investimento privo di rischio a investimenti rischiosi (il portafoglio di mercato). Ne consegue che il premio per il rischio dovrebbe essere una funzione di due variabili: 1. L’avversione degli investitori al rischio. Maggiore l’avversione al rischio, maggiore il premio richiesto dagli investitori. Tale avversione al rischio è in parte congenita, ma dipende anche dalla situazione economica [...] e dalla recente performance del mercato [...]. 2. La rischiosità dell’investimento rischioso medio. Maggiore la rischiosità dell’investimento rischioso medio, maggiore il premio richiesto dagli investitori. Questo dipende dalle caratteristiche delle imprese quotate e dalla loro capacità di gestire il rischio”, in Finanza aziendale, 2^a ed., Apogeo, Milano, 2006, pag. 95. Dall’equazione del CAPM è possibile determinare l’extra-rendimento derivante dall’investimento rischioso rispetto al rendimento offerto dai titoli *free-risk*

$$R_j = R_f + \beta_j \cdot (R_m - R_f)$$

E' bene evidenziare come il rendimento atteso, espresso dal CAPM, è un "rendimento equo" per cui è sia il rendimento atteso sia il rendimento richiesto dall'investitore in ragione del rischio assunto⁴¹⁸.

Il CAPM è il modello teorico di riferimento nella stima del costo-opportunità del capitale⁴¹⁹. E' un modello statico, lineare, monofattoriale, costruito su alcune ipotesi di base⁴²⁰, opera secondo la logica media-varianza rappresentandone l'ultimo *step*

ovvero il premio per il rischio: $\overline{R}_j - R_f = \beta_j \cdot (\overline{R}_m - R_f)$. La differenza tra il rendimento atteso offerto dal mercato ed il rendimento atteso offerto dai titoli *free-risk* ($\overline{R}_m - R_f$), indica l'extrarendimento atteso dall'investimento rischioso rispetto all'investimento *free-risk* ed è definito premio atteso per il rischio di mercato, *risk premium*; la differenza tra il rendimento atteso dall'investimento rischioso ed il rendimento offerto dai titolo *free-risk* ($\overline{R}_j - R_f$) indica il *surplus* di rendimento offerto dall'investimento rischioso rispetto all'investimento sicuro. Pertanto fermo restando il rendimento offerto dai titoli *free-risk*, i rendimenti attesi derivanti dall'investimento rischioso sono proporzionali ai rendimenti attesi del portafoglio di mercato dove il beta esprime il coefficiente di proporzionalità. Si noti come al medesimo risultato si giunge se si considera che il coefficiente beta è pari al rapporto tra la covarianza dei rendimenti dell'i-esimo titolo (rappresentativi del valore di mercato dell'i-esima azienda) con i rendimenti del portafoglio di mercato e la varianza del portafoglio di mercato: $\beta = \frac{\text{cov}(r_i; r_m)}{\text{var}(r_m)}$. Pertanto il rendimento

atteso dell'i-esimo titolo risulta direttamente proporzionale alla sua covarianza con il portafoglio di mercato. L. Guatri, M.Bini, evidenziano come "Il premio per il rischio della specifica impresa è infatti pari a: $E(R_j) - R_f = ERP \cdot \beta_j$ ", in Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, 2005, pag. 312;

Cfr. D.G.Luenberger, Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pagg. 184-185.

⁴¹⁸ In condizioni di equilibrio del mercato finanziario il rendimento atteso coincide con il rendimento richiesto dagli investitori. Pertanto il prezzo ed il rendimento atteso sono due facce della medesima medaglia e sono legate da una relazione inversa in base alla legge fondamentale della finanza: se il rendimento atteso cresce deve calare il prezzo corrente e viceversa. Cfr. R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, La mente finanziaria, il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 141-142.

⁴¹⁹ L.Guatri, M.Bini, evidenziano come "Il Capital Asset Pricing Model (CAPM) è il modello teorico di riferimento in assoluto più utilizzato nella stima del costo-opportunità del capitale, tanto che è stato a volte definito come il gold standard dei modelli di stima del costo del capitale. Si tratta senza dubbio del modello teorico più condiviso nelle valutazioni, a motivo della facilità d'uso e della relativamente buona stabilità dei risultati nel tempo", in Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2005, pag. 310. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come "Il capital asset pricing model considera questi concetti in modo semplice. Questa è la ragione per cui molti operatori finanziari trovano che sia lo strumento più conveniente per trattare la nozione piuttosto sfuggente di rischio. Ed è anche la ragione per la quale gli economisti spesso utilizzano il capital asset pricing model per dimostrare concetti finanziari importanti anche quando ci sono altri modi per provarli. Questo non significa che il capital asset pricing model sia la verità rivelata", in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pagg. 177-178.

⁴²⁰ Le principali ipotesi su cui si struttura il modello sono: l'avversione al rischio degli investitori; l'esistenza di mercati efficienti; per tutti gli investitori il ricorso alla medesima logica media-varianza, all'omogeneità nelle aspettative circa i rendimenti attesi e la relativa variabilità, alla combinazione lineare di titoli *free-risk* e titoli rischiosi in ragione del portafoglio di mercato; il ricorso ad un indice di mercato quale rappresentativo del portafoglio di mercato; la necessità di investire in un numero limitato di titoli laddove i benefici marginali della diversificazione si riducono al crescere del numero dei titoli considerati; la possibilità di trattare sui mercati tutti i possibili investimenti sia di natura finanziaria che industriale; la divisibilità all'infinito degli investimenti e relativa possibilità di operazioni sulle singole

evoluto, condivide con gli altri modelli *asset pricing* alcune caratteristiche di base⁴²¹ e si struttura sulla teoria della diversificazione del portafoglio⁴²²: solo i fattori di rischio che co-variano con le fonti di rischio sistematico influenzano il rendimento atteso degli investitori e dunque il costo del capitale per l'azienda⁴²³.

Il coefficiente *beta*, infatti, è stimato rispetto al portafoglio di mercato ed è pari al rapporto tra la covarianza dei rendimenti attesi dell'*j-esimo* titolo rischioso con i rendimenti attesi del portafoglio di mercato e la varianza di questi ultimi. In termini formali⁴²⁴:

frazioni ottenute; la possibilità di ricorrere in modo illimitato al capitale di debito. Cfr. M. Blume, I. Friend, *The Asset Structure of Individual Portfolios and Some Implication for Utility Function*, in "The Journal of Finance", maggio 1974.

⁴²¹ Tra queste le principali sono: il principio di avversione al rischio degli investitori; la distinzione tra rendimento offerto da attività *free-risk* e rendimenti offerti da investimenti in attività rischiose; la distinzione tra rischio sistematico legato al mercato e rischio specifico inerente l'azienda; la determinazione del rischio sistematico del portafoglio in ragione della componente marginale di rischio sistematico che il titolo apporta al portafoglio; il ricorso al coefficiente *beta* per la misura del rischio sistematico; il portafoglio di mercato quale portafoglio efficiente. Cfr. Brealey, Myers, Sandri, *Principi di finanza aziendale*, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pagg. 174 e ss..

⁴²² Cfr. H.Markowitz, *Portfolio Selection*, in *Journal of Finance*, n.7, 1952.

⁴²³ L.Guatri, M.Bini, evidenziano come "*Il CAPM è un modello statico, lineare e monofattoriale, che fa discendere il costo-opportunità del capitale dall'esposizione dell'impresa al rischio di mercato finanziario, misurato dal coefficiente beta. Il messaggio centrale della teoria del CAPM è che solo i fattori di rischio che co-variano con le fonti di rischio sistematico influenzano il costo del capitale. Le fonti di rischio sistematico sono quelle che influenzano il livello di ricchezza complessiva*", in *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005, pag. 311. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come "[...] *Il contributo marginale di un'azione al rischio di un portafoglio è misurato dalla sua sensibilità alle variazioni di valore del portafoglio. Se un portafoglio è efficiente, c'è una relazione lineare tra il rendimento atteso di ogni azione e il suo contributo al rischio del portafoglio. Il contributo marginale di un'azione al rischio del portafoglio di mercato è misurato dal beta. Così, se il portafoglio di mercato è efficiente, ci sarà una relazione lineare tra il rendimento atteso e il beta di ogni azione. Questo è il concetto fondamentale che sta dietro al capital asset pricing model*", in *Principi di finanza aziendale*, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 189.

⁴²⁴ In termini analitici indicando con r_A i rendimenti attesi dell'*a-esimo* titolo rischioso, con r_m i rendimenti attesi dell'indice di mercato, il coefficiente *beta* dell'*a-esimo* titolo è pari a:

$$\beta_A = \frac{\text{cov}(r_A; r_m)}{\text{var}(r_m)} = \frac{\sigma_{A,m}}{\sigma_m^2}. \text{ Il coefficiente beta può essere espresso facendo riferimento agli extrarendimenti.}$$

In tal caso esso è pari al rapporto tra la covarianza dell'extrarendimento atteso dell'*i-esimo* titolo e dell'extrarendimento atteso del mercato e la varianza del rendimento atteso del mercato. In termini analitici si ha che $\beta_i = [\text{cov}(r_i - r_f; r_m - r_f) / \text{var}(r_m - r_f)]$, dove $(r_i - r_f)$ indica l'extrarendimento atteso dell'*i-esimo* titolo, ossia il maggior rendimento del titolo rispetto al rendimento offerto da un titolo *free-risk*; $(r_m - r_f)$ indica l'extrarendimento atteso del mercato rispetto al rendimento offerto da un titolo *free-risk*. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come "*Uno statistico definirebbe il beta dell'azione i in questi termini: $\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$ dove σ_{im} è la covarianza fra i rendimenti dell'azione i e i rendimenti del*

mercato e σ_m^2 è la varianza dei rendimenti del mercato. Ne deriva che il rapporto fra covarianza e varianza misura il contributo di un titolo al rischio di un portafoglio", in *Principi di finanza aziendale*, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 158. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come "*Alcuni ricercatori hanno dimostrato che la migliore misura del rischio di un titolo in un ampio portafoglio è il beta del titolo [...] l'intuizione di fondo è che il beta misura la reattività del rendimento di un singolo titolo rispetto alla variazione del rendimento del portafoglio di mercato. Un'utile proprietà è*

$$\beta_j = \frac{\text{cov}(R_j; R_m)}{\text{var}(R_m)} = \frac{\sigma_{j,m}}{\sigma_m^2}$$

L'espressione analitica, evidenzia come il rischio del titolo sia considerato solo per la quota-parte che genera variazione del rischio sistematico del portafoglio⁴²⁵: è stimato in ragione della volatilità sistematica standardizzata dei rendimenti del *j-esimo* titolo rischioso rispetto alla volatilità del portafoglio di mercato⁴²⁶.

Il coefficiente *beta* può assumere diversi valori⁴²⁷ in ragione della tendenza dei rendimenti attesi del titolo considerato a variare nella stessa direzione e con pari intensità del portafoglio di mercato.

che il beta medio tra tutti i titoli, quando ponderato con la proporzione del valore di mercato di ogni titolo rispetto al portafoglio di mercato, è 1", in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 353.

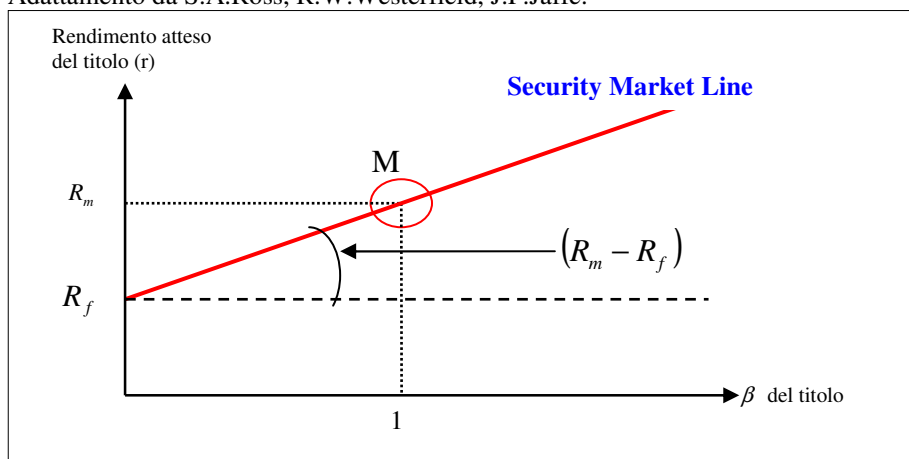
⁴²⁵ Il coefficiente beta è, infatti, pari alla covarianza standardizzata degli extrarendimenti attesi del titolo rispetto all'extrarendimento atteso del mercato e risulta, dunque, proporzionale alla co-variabilità dei rendimenti dell'azienda con i rendimenti dei titoli facenti parte del portafoglio. Cfr. L. Guatri, M. Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Giuffrè, Milano, 2005, pag. 353. D.G.Luenberger, evidenzia come "Il CAPM implica una speciale proprietà strutturale per il rendimento di un titolo, e questa proprietà consente di comprendere meglio il motivo per cui il valore del beta è la più importante misura del rischio. Per sviluppare questo risultato esprimiamo il tasso di rendimento (aleatorio) del titolo *i* come: $r_i = r_f + \beta_i \cdot (r_M - r_f) + \varepsilon_i$. [...] La variabile aleatoria ε_i viene scelta in modo da soddisfarla. La formula del CAPM fornisce però diverse informazioni su ε_i . Prima di tutto, calcolando il valore atteso [...] il CAPM stabilisce che $E(\varepsilon_i) = 0$. In secondo luogo, calcolando la correlazione [...] con r_M (e utilizzando la definizione di β_i) troviamo $\text{cov}(\varepsilon_i, \sigma_M) = 0$. Possiamo quindi scrivere $\sigma_i^2 = \beta_i^2 \cdot \sigma_M^2 + \text{var}(\varepsilon_i)$ e vediamo che σ_i^2 è la somma di due parti. La prima parte, $\beta_i^2 \cdot \sigma_M^2$, è chiamata rischio sistematico. È il rischio associato al mercato nel suo complesso. Questo rischio non può essere ridotto mediante diversificazione, perché il rischio è insito in ogni titolo avente beta diverso da zero. La seconda parte, $\text{var}(\varepsilon_i)$ è denominata rischio non sistematico, idiosincratico o specifico. Questo rischio non è correlato con il mercato e può essere ridotto mediante diversificazione. Il rischio sistematico (o non diversificabile), misurato dal beta, è il più importante, perché si combina direttamente con il rischio sistematico di altri titoli", in Finanza e investimenti, Apogeo, Milano, 2006, pag. 188.

⁴²⁶ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come "[...] Il rischio totale [...] è il rischio che si corre detenendo un solo titolo. Il rischio di portafoglio [...] è il rischio corso anche dopo aver raggiunto la completa diversificazione. Il rischio di portafoglio è spesso chiamato anche rischio sistematico o rischio di mercato. Il rischio diversificabile, unico o non sistematico, che per definizione deve essere $(\overline{\text{var}} - \overline{\text{cov}})$, è quel rischio che in un ampio portafoglio può essere eliminato per mezzo della diversificazione. Per un individuo che sceglie un portafoglio diversificato, il rischio totale di un singolo titolo non è importante. Quando considera l'opportunità di aggiungere un altro titolo a un portafoglio diversificato, l'individuo si preoccupa della parte del rischio del titolo che non può essere eliminata con la diversificazione. Alternativamente questo rischio può essere visto come il contributo di un titolo al rischio dell'intero portafoglio", in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 344-345.

⁴²⁷ Per valori di: $\beta = 1$, il titolo presenta la medesima sensibilità ad eventi macro-economici del portafoglio di mercato, per cui la variazione attesa nei suoi rendimenti segue la variazione attesa nei rendimenti del portafoglio di mercato: il titolo varia nella stessa direzione e con pari intensità del mercato; $\beta > 1$, il titolo tende ad amplificare le variazioni di mercato per cui il suo profilo di rischio risulta superiore rispetto a quello medio di mercato: il titolo è più sensibile ad eventi macro-economico rispetto al portafoglio di mercato richiedendo, quindi, un maggiore rendimento (il titolo è definito "aggressivo"); $\beta < 1$, il titolo tende a contenere le variazioni di mercato per cui il suo profilo di rischio risulta inferiore

In ragione dell'equazione del CAPM è possibile individuare la “linea di equilibrio rischio-rendimento” – meglio nota come “linea di mercato degli investimenti” o *Security Market Line (SML)* – la quale esprime i rendimenti attesi dal mercato per investimenti rischiosi⁴²⁸.

Figura 3.6. La Security Market Line
Adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe.



Sulla SML si posizionano i rendimenti attesi corrispondenti a diversi livelli di rischio degli investimenti come misurati dal coefficiente *beta*: ogni punto sulla SML, dunque, indica un diverso profilo di rischio-rendimento⁴²⁹. In condizioni di equilibrio, pertanto, tutti gli investimenti rischiosi si posizionano sulla SML⁴³⁰.

rispetto al rischio medio di mercato: il titolo risulta meno sensibile ad eventi macro-economici rispetto al portafoglio di mercato richiedendo, quindi, un rendimento minore (il titolo è definito “difensivo”); $\beta = 0$, il titolo è insensibile alle variazioni di mercato per cui non presenta alcun rischio sistematico: i rendimenti attesi del titolo non variano al variare dei rendimenti attesi del portafoglio di mercato. Sul punto R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come “*Il contributo di un titolo al rischio di un portafoglio ben diversificato dipende dalla reazione del titolo a una caduta generale del mercato. Questa sensibilità ai movimenti del mercato è conosciuta come beta (β). Il beta misura la variazione attesa della quotazione di un titolo per ogni variazione di un punto percentuale del mercato. Il beta medio di tutte le azioni è 1.0. Un’azione con un beta maggiore di 1 è particolarmente sensibile ai movimenti del mercato. Un’azione con un beta minore di 1 è particolarmente insensibile ai movimenti di mercato*”, in *Principi di finanza aziendale*, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 162. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come “*In termini statistici il coefficiente beta indica la tendenza di un titolo azionario a variare nella stessa direzione del mercato [...]. Un titolo azionario con un beta pari a uno tende a salire o a scendere nella stessa percentuale del mercato. Titoli azionari con un coefficiente beta inferiore a uno tendono a oscillare in termini percentuali meno del mercato. Similmente, un titolo azionario con un beta maggiore di uno tenderà a oscillare più del mercato. In altre parole, il beta misura la reattività del rendimento di un singolo titolo rispetto al rendimento del portafoglio di mercato*”, in *Finanza aziendale*, il Mulino, Bologna, 1997, pag. 306.

⁴²⁸ Adattamento da S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 358.

⁴²⁹ La SML è costruita in ragione: del tasso di rendimento atteso offerto da investimenti *free-risk* (r_f), del rendimento atteso offerto dal portafoglio di mercato efficiente (pari al rendimento atteso medio di mercato) e dal coefficiente beta pari ad 1. L'intercetta della retta è pari al rendimento atteso dagli investimenti *free-risk* (R_f) mentre la sua pendenza è pari al premio atteso per il rischio di mercato (p_r)

Per gli investitori diversificati, il rischio connesso ad un titolo è funzione del rischio aggiuntivo che esso apporta al portafoglio. In tal senso ciò che rileva è la “sensibilità” del titolo alle variazioni di mercato come misurata dal coefficiente β ⁴³¹: questo è stimato in ragione della volatilità sistematica standardizzata dei rendimenti del titolo rispetto alla volatilità del portafoglio di mercato⁴³². Il rischio sistematico del portafoglio

ovvero $(R_m - R_f)$ dove il coefficiente beta è riportato sull'asse delle ascisse. La retta è positivamente inclinata in quanto il rendimento di mercato è maggiore del rendimento offerto dai titoli *free-risk*: quanto maggiore è p_r , tanto maggiore è la pendenza della retta. La SML, pertanto, esprime la relazione lineare – ipotizzata dal CAPM – tra rischio e rendimento in ragione del coefficiente beta: il rendimento atteso sull'investimento rischioso cresce linearmente al crescere del coefficiente beta. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, dopo aver evidenziato come il CAPM possa essere espresso graficamente mediante la SML, affermano “*Come qualsiasi retta, la SML ha sia una pendenza che un'intercetta. R_f , il tasso privo di rischio, è l'intercetta. Poiché il beta di un titolo è riportato sull'asse orizzontale, $R_M - R_F$ è la pendenza: la retta è positivamente inclinata se il rendimento atteso del mercato è maggiore del tasso privo di rischio. Poiché il portafoglio di mercato è un'attività rischiosa, la teoria suggerisce che il suo rendimento atteso sia superiore al tasso non rischioso*”, in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 359.

⁴³⁰ In un mercato efficiente in cui tutti gli investitori sono razionali, hanno aspettative omogenee circa i rendimenti attesi ed impiegano la medesima logica media-varianza, nessun investitore è disposto a sostenere un investimento rischioso che offra un premio atteso per il rischio inferiore a $\beta \cdot (R_m - R_f)$.

Poiché ogni punto della SML indica un diverso profilo rischio-rendimento quando un titolo è posizionato: al di sopra della SML, si determina una maggiore domanda del titolo con conseguente incremento del prezzo a cui si accompagna la riduzione del rendimento con conseguente riposizionamento sulla SML; al di sotto della SML, si determina una maggiore offerta del titolo con conseguente decremento del prezzo a cui si accompagna l'incremento del rendimento con conseguente riposizionamento sulla SML.

⁴³¹ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come “*Uno statistico definirebbe il beta dell'azione i in questi termini: $\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$ dove σ_{im} è la covarianza fra i rendimenti dell'azione i e i rendimenti del*

mercato e σ_m^2 è la varianza dei rendimenti del mercato. Ne deriva che il rapporto fra covarianza e varianza misura il contributo di un titolo al rischio di un portafoglio”, in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 158. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come “*Alcuni ricercatori hanno dimostrato che la migliore misura del rischio di un titolo in un ampio portafoglio è il beta del titolo [...] l'intuizione di fondo è che il beta misura la reattività del rendimento di un singolo titolo rispetto alla variazione del rendimento del portafoglio di mercato. Un'utile proprietà è che il beta medio tra tutti i titoli, quando ponderato con la proporzione del valore di mercato di ogni titolo rispetto al portafoglio di mercato, è 1*”, in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 353.

⁴³² R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come “*Il contributo di un titolo al rischio di un portafoglio ben diversificato dipende dalla reazione del titolo a una caduta generale del mercato. Questa sensibilità ai movimenti del mercato è conosciuta come beta (β). Il beta misura la variazione attesa della quotazione di un titolo per ogni variazione di un punto percentuale del mercato. Il beta medio di tutte le azioni è 1.0. Un'azione con un beta maggiore di 1 è particolarmente sensibile ai movimenti del mercato. Un'azione con un beta minore di 1 è particolarmente insensibile ai movimenti di mercato*”, in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 162. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come “*[...] In termini statistici il coefficiente beta indica la tendenza di un titolo azionario a variare nella stessa direzione del mercato [...]. Un titolo azionario con un beta pari a uno tende a salire o a scendere nella stessa percentuale del mercato. Titoli azionari con un coefficiente beta inferiore a uno tendono a oscillare in termini percentuali meno del mercato. Similmente, un titolo azionario con un beta maggiore di uno tenderà a oscillare più del mercato. In altre parole, il beta misura la reattività del rendimento di un singolo titolo rispetto al rendimento del portafoglio di mercato*”, in Finanza aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 306. J.J.Siegel, evidenzia come “*[...] Se il beta è*

è, infatti, funzione del suo coefficiente *beta* che è pari alla media ponderata dei coefficienti *beta* dei titoli che ve ne fanno parte⁴³³.

Obiettivo degli investitori finanziari è gestire al meglio, in ogni momento, la relazione rischio-rendimento⁴³⁴. Ciò vale tanto con riferimento ai portafogli azionari che obbligazionari. In tal senso le diverse strategie di diversificazione adottabili⁴³⁵ (tanto

maggiore di 1, occorre che il rendimento dell'azione sia maggiore di quello di mercato; se è minore di uno, il rendimento dell'azione deve essere inferiore a quello del mercato", in Rendimenti finanziari e strategie d'investimento, Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 156.

⁴³³ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come "[...] il rischio di un portafoglio ben diversificato è proporzionale al beta del portafoglio. Tale beta è uguale alla media dei beta dei titoli che sono inclusi nel portafoglio. Questo spiega perché il rischio di un portafoglio dipende dai beta dei singoli titoli", ed ancora "[...] Lo scarto quadratico medio di un portafoglio ben diversificato è proporzionale al suo beta. Allora, un portafoglio diversificato con un beta uguale a 2.0 è due volte più rischioso di un portafoglio diversificato con un beta pari a 1.0." in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 158 e pag. 162. R.J.Fuller, J.L.Farrell, Jr., evidenziano come "[...] le caratteristiche cruciali del portafoglio sono l'esposizione del portafoglio al rischio di mercato e il grado di diversificazione del portafoglio. Il beta del portafoglio offre una misura di esposizione al rischio di mercato, mentre il coefficiente di determinazione (R²) offre una misura della diversificazione. Questi parametri possono essere utilizzati come misure dell'esposizione al rischio di mercato e della diversificazione del portafoglio [...]", in Analisi degli investimenti finanziari, McGraw-Hill, Milano, 1993, pag. 586.

⁴³⁴ L'investitore razionale ricerca quella combinazione tra rendimento atteso e rischio che massimizza la sua utilità. Ferme le assunzioni di distribuzione normale dei rendimenti attesi e di avversione al rischio, l'utilità attesa aumenta (in ragione di una relazione di proporzionalità diretta) al crescere del rendimento e diminuisce (in ragione di una relazione di proporzionalità inversa) al crescere del rischio. E' proprio questo *trade-off* tra rischio e rendimento alla base della non coincidenza tra la migliore soluzione ed il portafoglio che massimizza il rendimento atteso. Infatti se da un lato la legge fondamentale della finanza stabilisce una relazione di proporzionalità diretta tra rischio (variabile indipendente) e rendimento (variabile dipendente), dall'altra gli investitori sono avversi al rischio. Pertanto non è detto che la massimizzazione del rendimento determini, nel contempo, la massimizzazione dell'utilità attesa. In tal senso basti considerare come per gli investitori molto avversi al rischio la migliore soluzione è rappresentata da portafogli a basso rischio e basso rendimento, mentre per gli investitori poco avversi al rischio la soluzione migliore è rappresentata da portafogli ad alto rischio ed alto rendimento. E.Barucci, C.Marsala, M.Nencini, C.Sgarra evidenziano come "[...] E' il principio di assicurazione a guidare le scelte dell'investitore: un individuo avverso al rischio desidera ridurre la dispersione della sua ricchezza, un titolo dal rendimento correlato positivamente con il rendimento del portafoglio ottimo non contribuisce a ridimensionare la variabilità della sua ricchezza, anzi la amplifica. Per questo titolo il nostro individuo domanda un premio per il rischio positivo. Un titolo dal rendimento correlato negativamente con il rendimento del portafoglio ottimo contribuisce invece a ridimensionare la variabilità della ricchezza. Per questo titolo il nostro individuo è disposto ad accettare un premio per il rischio negativo in quanto lo stesso porta con sé un vantaggio rappresentato dall'assicurazione nei confronti del portafoglio. Alla luce di questi risultati, il premio per il rischio di un titolo deve essere valutato all'interno del portafoglio ottimo nel suo complesso con riferimento alla sua covarianza con il rendimento del portafoglio ottimo o con l'utilità marginale ad esso associata", in Ingegneria finanziaria, Egea, Milano, 2009, pag. 78 e pag. 122. J.J.Siegel, evidenzia come "Il portafoglio «migliore» in termini di rischio e rendimento, definito portafoglio efficiente, non è quello che presenta il rischio minore ma quello con la migliore combinazione rischio-rendimento", in Rendimenti finanziari e strategie d'investimento, Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 185

⁴³⁵ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come "[...] la scelta del portafoglio preferito all'interno della frontiera efficiente tocca a noi [...] non esiste un programma per computer che può scegliere il portafoglio preferito", in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pag. 326. Cfr. J.J.Siegel, in Rendimenti finanziari e strategie d'investimento, Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 183 e pagg. 188-189.

con riferimento ai portafogli azionari che obbligazionari) possono essere raggruppate in due grandi famiglie: le strategie passive e le strategie attive⁴³⁶.

Con le strategie attive, gli investitori finanziari specializzati tendono a costruire e gestire in modo dinamico nel tempo il loro portafoglio. In tal senso, dunque, si opera facendo ricorso ad un fondo specificatamente costituito in ragione delle aspettative dell'investitore⁴³⁷.

Il processo di costruzione e gestione dinamica del portafoglio diversificato può essere sintetizzato in tre principali fasi: *capital allocation*, con la quale si stabilisce quanta parte della ricchezza investire in titoli sicuri e quanta in titoli rischiosi; *asset allocation*, con la quale si stabilisce la ripartizione della quota destinata alle attività rischiose tra le diverse macroclassi; *security allocation*, con la quale si individuano in modo specifico i singoli titoli o fondi che devono essere inseriti in ciascuna delle macroclassi prescelte⁴³⁸. Data la dinamicità della gestione, le fasi indicate si ripetono in modo continuativo, al fine di selezionare, di volta in volta, i titoli in vista della migliore diversificazione in ogni dato tempo.

In tale contesto il titolo da detenere in portafoglio deve essere individuato sulla base del legame – in termini di correlazioni tra rendimenti attesi per ogni dato tempo – tra il suo specifico profilo di rischio-rendimento e i profili di rischio-rendimento degli altri titoli già detenuti in portafoglio⁴³⁹. E' proprio in ragione di dette strategie attive che il *beta*

⁴³⁶ Questa distinzione è certamente semplicistica ma funzionale ai fini del presente lavoro. R.J.Fuller, J.L.Farrell, Jr., evidenziano come “*Le tecniche di gestione degli investimenti possono essere classificate in due ampie categorie: passive e attive*”, in *Analisi degli investimenti finanziari*, McGraw-Hill, Milano, 1993, pag. 133.

⁴³⁷ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come “*La gestione attiva implica la detenzione di posizioni diverse da quelle determinate da un portafoglio passivo, in funzione delle aspettative future*”, in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 792. R.J.Fuller, J.L.Farrell, Jr., evidenziano come “*I gestori attivi [...] non credono che i mercati siano perfettamente efficienti e tendono a dedicare un considerevole sforzo alla ricerca di titoli non correttamente valutati. Poiché è improbabile che i titoli rimangano non correttamente valutati molto a lungo, questi gestori tendono a impostare un trading relativamente attivo, con acquisti e vendite a intervalli frequenti, nel tentativo di conseguire rendimenti anormali e “battere il mercato”*”, in *Analisi degli investimenti finanziari*, McGraw-Hill, Milano, 1993, pag. 133.

⁴³⁸ R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, evidenziano come “*Da un punto di vista pratico, la corretta composizione del portafoglio di investimenti comporta la risposta a tre domande: a) Quanta parte della ricchezza disponibile va investita in titoli sicuri, ma a basso rendimento, e quanta in beni rischiosi, ma a più alto rendimento? b) Come va ripartita la quota di beni rischiosi fra le diverse macro-classi: azioni, obbligazioni, immobili, attività in valuta, commodities, fondi hedge, etc.? c) Quali singoli titoli/fondi vanno effettivamente inseriti in ciascuna delle macroclassi prescelte? Queste tre domande sono note come capital allocation (a), asset allocation (b) e security selection (c)*”, in *La mente finanziaria*, il Mulino, Bologna, 2011, pag. 163.

⁴³⁹ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come “*Supponiamo che un investitore abbia delle stime dei rendimenti attesi, degli scarti quadratici medi dei singoli titoli e delle correlazioni tra i titoli. In quale modo l'investitore sceglie la migliore combinazione di titoli, o portafoglio, da detenere? Ovviamente l'investitore vorrebbe un portafoglio con un rendimento atteso elevato e un basso scarto quadratico medio dei rendimenti. Pertanto è opportuno considerare: - la relazione tra il rendimento atteso dei singoli titoli e il rendimento atteso di un portafoglio composto da questi titoli; - la relazione tra gli scarti quadratici medi dei singoli titoli, le correlazioni tra questi titoli e lo scarto quadratico medio di un portafoglio composto da questi titoli*”, in *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 325-326. J.J.Siegel, evidenzia come “*Rischio e rendimento sono i mattoni nella costruzione della finanza e nella gestione del portafoglio. Una volta specificati il rischio e il rendimento atteso di ciascuna attività*

dello specifico titolo è da intendersi in senso dinamico e non statico: esso, infatti, varia in ragione della variabilità dei rendimenti attesi dei titoli che in un dato momento sono presenti nel portafoglio.

Con riferimento ai portafogli azionari⁴⁴⁰, le strategie attive che è possibile porre in essere possono essere raggruppate in tre grandi classi⁴⁴¹: *market timer*, dove oggetto di analisi è il *beta* del portafoglio che viene modificato in ragione delle previsioni circa l'andamento prospettico atteso del mercato⁴⁴²; *sector selector*, dove i titoli sono selezionati in ragione del settore o dell'industria di riferimento sulla base di previsioni positive o negative⁴⁴³; *security selector*, dove la selezione è operata sui singoli titoli

finanziaria, la teoria finanziaria moderna è in grado di determinare il portafoglio ottimale per l'investitore", ed ancora "[...] Il coefficiente di correlazione, che varia da -1 a +1, misura la correlazione tra i rendimenti di un titolo e quelli del resto del portafoglio; quanto minore è il coefficiente di correlazione, tanto più è indicato quel particolare titolo per la diversificazione del portafoglio. I titoli a coefficiente negativo sono particolarmente adatti a questo scopo. All'aumentare del coefficiente di correlazione fra i rendimenti del titolo e del portafoglio diminuisce la capacità di diversificazione del titolo" e infine "La moderna teoria del portafoglio spiega come sia possibile cambiare il rischio e il rendimento di un portafoglio variando la combinazione delle attività finanziarie in esso presenti", in Rendimenti finanziari e strategie d'investimento, Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 39, 46, 48.

⁴⁴⁰ Le strategie attive indicate, sia con riferimento ai portafogli azionari che obbligazionari, sono solo alcune delle possibili.

⁴⁴¹ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come "[...] Sebbene non ci sia un accordo universalmente condiviso riguardo una ben delineata classificazione degli stili della gestione dinamica, è, comunque, utile dividerli in tre gruppi: 1. i *market timer*; 2. i *selezionatori settoriali (sector selector)*; 3. *coloro che scelgono determinati titoli (security selector)*", in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pagg. 792-793.

⁴⁴² R.J.Fuller, J.L.Farrell, Jr., evidenziano come "*Gli investitori attivi che adottano una strategia attiva nei confronti della componente del mercato vengono detti market timers. Questi investitori implementano la loro strategia variando, a seconda delle previsioni sulla direzione futura del mercato, la posizione di liquidità o il beta della componente azionaria del portafoglio*", in *Analisi degli investimenti finanziari*, McGraw-Hill, Milano, 1993, pag. 583. E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come i *market timer* "[...] modificano il beta di portafoglio in base alle previsioni relative al futuro andamento del mercato; in particolare, essi possono cambiare il beta dell'intero aggregato oppure soltanto quello relativo alla componente azionaria [...] o ancora variare l'importo investito nelle obbligazioni a breve termine", in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 793.

⁴⁴³ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come "*Un'altra tecnica di gestione del portafoglio frequentemente impiegata consiste nell'attuare una selezione di titoli in considerazione del settore o dell'industria di appartenenza. Tale metodo, comunemente chiamato rotazione settoriale (sector selection) è molto simile alla security selection, dalla quale si differenzia solo per il fattore d'interesse, che, nel caso della sector selection, è per l'appunto rappresentato da un'industria o un settore. Sulla base di un'analisi, si procede a effettuare una scommessa positiva o negativa su un determinato settore. Tuttavia, si precisa che mentre la suddivisione dell'intera popolazione di azioni tra le varie industrie è sufficientemente chiara (anche se rimane un po' d'incertezza su come distribuire i titoli all'interno delle industrie), la ripartizione settoriale appare molto ambigua [...] In sostanza, i gestori che seguono tale strategia possono far aumentare o diminuire il peso relativo di un settore o di una industria rispetto al peso che hanno nel benchmark, a seconda che si attendano una performance superiore o inferiore alla media di mercato*", in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 793. R.J.Fuller, J.L.Farrell, Jr., evidenziano come "*Una strategia attiva rispetto ai settori industriali o agli ampi raggruppamenti di titoli sul mercato è definita una politica di "rotazione dei gruppi" (group rotation). L'adozione di una tale strategia comporterebbe la variazione del peso nel portafoglio del raggruppamento o del settore, a seconda delle previsioni sull'andamento dei gruppi e dei settori*", in *Analisi degli investimenti finanziari*, McGraw-Hill, Milano, 1993, pag. 583.

ritenendo che le ponderazioni di mercato non siano corrette per cui si aumenta ovvero si riduce il peso dei titoli in portafoglio a seconda che siano considerati sotto o sovrastimati⁴⁴⁴.

Con riferimento, poi, ai portafogli obbligazionari, la strategia *market timing* si struttura sulle aspettative circa l'andamento futuro dei tassi di interesse. Essa ha successo se si dispone di previsioni affidabili ed aspettative differenti rispetto a quelle incorporate nei prezzi di mercato⁴⁴⁵. Particolarmente seguita poi è la strategia volta alla realizzazione di un extra-rendimento in ragione del rischio di debito all'interno del portafoglio⁴⁴⁶. Per un portafoglio ampiamente diversificato, la probabilità di *default* è bassa. Pertanto in presenza di un premio per il rischio si realizza un extra-rendimento. Al fine di tenere basso il rischio di *default* del portafoglio si rende necessario valutare le singole aziende, in ragione del relativo profilo di rischio, non includendo nel portafoglio quelle che presentano un alto rischio di *default*. Due sono gli aspetti critici⁴⁴⁷: si potrebbero avere più casi di *default* rispetto a quanto ipotizzato; si potrebbe generare una variazione del premio per il rischio in ragione dell'andamento del differenziale di rendimento tra un'obbligazione corporate ed un'obbligazione governativa.

⁴⁴⁴ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come “[...] Gli investitori che praticano la *security selection* stanno implicitamente scommettendo sul fatto che le ponderazioni di mercato dei titoli non rappresentano la proporzione ottimale da detenere di ciascun titolo, pertanto, aumentano (ovvero fanno una scommessa positiva) o, al contrario, diminuiscono il peso degli asset a seconda che si tratti rispettivamente di titoli sotto o sovrastimati. Molti gestori azionari attivi utilizzano la *security selection*”, in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 793. R.J.Fuller, J.L.Farrell, Jr., evidenziano come “Una strategia diffusamente adottata dagli investitori istituzionali è la strategia attiva nei confronti dei singoli titoli (*stock selection* o *selezione dei titoli*). I titoli identificati come i più promettenti dovrebbero essere inseriti nel portafoglio con un peso superiore rispetto al loro peso sull'indice di mercato, mentre quelli non promettenti non sarebbero tenuti o verrebbero sotto pesati rispetto al loro peso sull'indice”, in *Analisi degli investimenti finanziari*, McGraw-Hill, Milano, 1993, pag. 584.

⁴⁴⁵ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, con riferimento alla strategia *market timing*, evidenziano “[...] la più popolare e maggiormente utilizzata nel comparto dei *bond* rimanga il *market timing*, che si basa sulle aspettative circa il futuro andamento dei tassi d'interesse. [...] affinché il *timing* abbia successo sono necessarie non solo una certa accuratezza della previsione, ma anche la presenza di aspettative differenti rispetto a quelle già incorporate nei prezzi di mercato”, in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 797.

⁴⁴⁶ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come “Un'altra strategia seguita da alcuni gestori consiste nella realizzazione di un extra rendimento dovuto alla presenza del rischio di credito all'interno del portafoglio. Se si detiene un aggregato sufficientemente ampio, la probabilità che una parte consistente di esso vada in *default* è bassa e, in presenza di un premio per il rischio positivo, si consegue un extra rendimento. Il gestore di un portafoglio con un elevato rischio in genere tenterà di migliorarne la performance utilizzando l'analisi fondamentale per escludere le obbligazioni con maggiori probabilità d'insolvenza e identificare quelle che, invece, mostrano un possibile miglioramento del merito creditizio”, in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 798.

⁴⁴⁷ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come “[...] tale strategia si rivela doppiamente rischiosa. Per prima cosa, il gestore potrebbe sperimentare più casi di *default* rispetto a quanto ci si attende, il numero dei quali [...] varia molto da un anno all'altro ed è strettamente connessa alle vigenti condizioni economiche. [...] Il secondo rischio legato all'implementazione della precedente strategia è rappresentato da una variazione del premio per il rischio”, in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 798.

Di particolare interesse è anche la strategia struttura sul differenziale del premio al rischio tra l'obbligazione corporate e l'obbligazione governativa⁴⁴⁸: se si ritiene che questo differenziale possa aumentare, allora ad essere privilegiate sono tendenzialmente le obbligazioni governative; viceversa se si ritiene che questo differenziale possa diminuire, ad essere privilegiate sono tendenzialmente le obbligazioni corporate.

Infine è possibile far ricorso alla strategia dei *security selection*. Questa, in ambito obbligazionario, ha però minori possibilità di realizzare extra-rendimenti rispetto ai portafogli azionari⁴⁴⁹. Due sono gli approcci che si possono seguire⁴⁵⁰: identificare, mediante analisi dei fondamentali dell'azienda, le obbligazioni il cui rischio di *default* non è stato correttamente stimato; identificare le obbligazioni che non sono state adeguatamente valutate in ragione delle loro caratteristiche.

Con le strategie passive, differentemente, gli investitori finanziari fanno ricorso ad un fondo indicizzato costruito replicando fedelmente un indice di mercato: il portafoglio è costituito dai medesimi titoli dell'indice ed in pari proporzione⁴⁵¹. In tal senso si assume

⁴⁴⁸ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come una strategia attiva molto simile alla politica di sector rotation sia quella in base alla quale “[...] *Se un gestore prevede che la forbice del premio al rischio tra l'obbligazione corporate Aaa e quella governativa aumenterà in modo significativo, allora il passaggio dal primo strumento di debito al secondo dovrebbe risultare in una migliore performance del portafoglio in esame. In modo del tutto analogo, se la previsione è di una diminuzione o tutt'al più di una sostanziale stabilità del differenziale, allora dovrebbe essere l'obbligazione corporate a conseguire il miglior risultato. Questa strategia può essere a buon diritto compresa tra quelle appartenenti alla sector selection*”, in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 798.

⁴⁴⁹ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, con riferimento alla *security selection* evidenziano come “[...] *applicata ai portafogli obbligazionari è la stessa analizzata in ambito azionario, anche se per il comparto dei bond ha la possibilità di realizzare rendimenti in eccesso è molto più ridotta*”, in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 799.

⁴⁵⁰ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come “*Generalmente, l'implementazione di tale strategia coinvolge due approcci, che si escludono a vicenda. Il primo consiste nell'identificazione di quei titoli il cui rischio di default non è stato correttamente stimato [...]. Il secondo approccio consiste, invece, nell'identificazione di quelle obbligazioni che, date le loro caratteristiche, non sono state adeguatamente valutate. [...] In sostanza, secondo la logica sottostante questo approccio, la strategia di security selection consiste nell'acquisto di quelle obbligazioni il cui rendimento effettivo a scadenza differisce da quello ricavato dall'applicazione del modello. Generalmente, il precedente differenziale risulta molto piccolo e, quindi, anche il conseguente extra rendimento assume valori piuttosto modesti, nonostante il rendimento effettivo si discosti da quello teorico*”, in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 799.

⁴⁵¹ R.J.Fuller, J.L.Farrell, Jr., evidenziano come “*I money manager passivi credono generalmente che i mercati siano efficienti e che quindi tutti i titoli siano quotati in modo da generare un rendimento normale. Sebbene i gestori passivi possano costruire portafogli a seconda delle preferenze di rischio e rendimento dei loro singoli clienti, ciò nonostante non adottano una strategia mirata a “battere il mercato” [...] tendono a selezionare un gruppo di titoli ben diversificato, con caratteristiche di rischiosità appropriate per i loro clienti, per poi detenere questi titoli per periodi di tempo relativamente lunghi, minimizzando così i costi di transazione. A questa strategia operativa ci si riferisce spesso come “indicizzazione”*”, in *Analisi degli investimenti finanziari*, McGraw-Hill, Milano, 1993, pag. 133. Si noti come sebbene la tecnica più semplice per la creazione di un portafoglio indicizzato sia la replica fedele del benchmark di riferimento, molti fondi indicizzati sono costruiti differentemente in ragione delle decisioni imposte dal *trade-off* tra accuratezza della replica e costi di transazione. In tal senso E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come “*I fondi gestiti passivamente sono cresciuti in modo piuttosto veloce fino a raggiungere dimensioni significative. [...] Il caso più semplice di gestione passiva è rappresentato da un fondo indicizzato, creato per replicare fedelmente un indice azionario ben*

che l'indice di mercato prescelto approssimi il portafoglio di mercato: si assume il rendimento atteso offerto da un indice di borsa quale *proxy* dei rendimenti attesi del portafoglio di mercato⁴⁵².

Tra le principali motivazioni che conducono all'adozione di una strategia passiva in luogo di una attiva, vi è una maggiore semplicità operativa.

La maggiore complessità delle strategie attive è ascrivibile principalmente ad una elevata sensibilità del processo di diversificazione alla stima degli input. A tal proposito basti considerare come piccole variazioni nei rendimenti attesi e nelle varianze-covarianze dei titoli considerati generino significative differenze in sede di diversificazione⁴⁵³.

La volontà di evitare errori di stima degli input induce, poi, sovente in un differente errore quale la definizione di portafogli concentrati in poche attività finanziarie⁴⁵⁴. Ciò

definito [...] il portafoglio acquista ciascuna azione dell'indice nella medesima proporzione con la quale il titolo è presente nel benchmark [...] Sebbene la tecnica più semplice impiegata nella creazione di un portafoglio indicizzato sia rappresentata dalla replica fedele del benchmark, molti fondi indicizzati non vengono costruiti seguendo questo criterio. Infatti, nella fase di progettazione dello strumento, i gestori di tali portafogli devono affrontare una serie di decisioni, che comportano un certo trade-off tra accuratezza della replica [...] e costi di transazione”, in Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti, Apogeo, Milano, 2007, pagg. 788-789.

⁴⁵² Si tratta di un'assunzione. Un indice, infatti, può, al più, rappresentare solo una quota-parte dell'intero mercato. Con riferimento allo S&P 500 J.J.Siegel, evidenzia come “*Lo S&P 500 Index non contiene i cinquecento titoli maggiori [...] D'altra parte, lo S&P 500 Index comprende ben poche piccole imprese, essenzialmente imprese il cui valore è crollato e che aspettano solo di essere rimpiazzate. Nel marzo 2007 il valore complessivo delle aziende dello S&P 500 Index era circa 12.700 miliardi di dollari, meno del 75% del valore di tutte le azioni quotate negli Stati Uniti, una proporzione decisamente inferiore rispetto al 90% di cinquant'anni fa*”, in Rendimenti finanziari e strategie d'investimento, Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 59. S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come “[...] *In pratica, gli economisti finanziari usano un indice con un'ampia base come lo Standard&Poor's (S&P) 500 come proxy per il portafoglio di mercato. Naturalmente in realtà gli investitori non detengono tutti lo stesso portafoglio, però sappiamo che un gran numero di investitori detiene portafogli diversificati; è il caso per esempio dei fondi comuni d'investimento e dei fondi pensione. Un indice con un'ampia base è una buona variabile proxy per i portafogli altamente diversificati di molti investitori*”, in Finanza Aziendale, Il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 352-353.

⁴⁵³ J.J.Siegel, afferma che “[...] *Nonostante l'abbondanza di dati storici non si può mai essere certi che i fattori alla base dei prezzi delle attività finanziarie siano rimasti invariati. Non si possono effettuare, come nelle scienze fisiche, esperimenti controllati, cambiando il valore di alcune variabili e tenendo fermo quello delle altre. Come è solito affermare il premio Nobel Paul Samuelson «disponiamo di un solo campione della storia»*” e poi evidenzia come “[...] *a causa della mutevole natura del rischio nel tempo, l'allocazione ottimale del portafoglio sia fortemente legata all'orizzonte temporale perseguito dall'investitore*”, in Rendimenti finanziari e strategie d'investimento, Il Mulino, Bologna, 2010, pag. 39. E.Barucci, C.Marsala, M.Nencini, C.Sgarra evidenziano come “*L'analisi media-varianza rappresenta la metodologia base per la gestione del rischio di un portafoglio. Una volta stimati gli input (rendimenti attesi e matrice varianza-covarianza), l'algoritmo di minimizzazione della varianza del portafoglio ci permette di individuare il portafoglio che, a parità di rendimento atteso, è caratterizzato dal minor rischio (minore varianza) tra i portafogli ammissibili. [...] Il portafoglio di frontiera è fortemente sensibile alla stima degli input: modeste variazioni dei rendimenti attesi e della matrice media-covarianza possono determinare soluzioni profondamente differenti tra loro*”, in Ingegneria finanziaria, Egea, Milano, 2009, pag. 157.

⁴⁵⁴ E.Barucci, C.Marsala, M.Nencini, C.Sgarra evidenziano come “[...] *il portafoglio ottimo che discende da un problema di massimizzazione della media-varianza dei portafogli e i portafogli di frontiera sono spesso fortemente concentrati; errori di stima sul vettore dei rendimenti attesi o sulla matrice di varianza-covarianza influiscono in misura significativa sulla determinazione della frontiera dei*

richiede la continua modifica del portafoglio al fine di assecondare le variazioni che intervengono nei rendimenti attesi delle attività considerate alla ricerca della migliore diversificazione in ogni tempo⁴⁵⁵.

Per questo le strategie attive tendono ad essere applicate in presenza di un numero limitato di titoli: al crescere nel numero dei titoli, infatti, si riscontrano problemi in ragione dell'elevato numero di osservazioni e delle difficoltà di calcolo, soprattutto con riferimento alle correlazioni⁴⁵⁶.

Differentemente in presenza di portafogli ampi, gli investitori finanziari sono più portati a far ricorso a strategie passive strutturate su indici di mercato.

Nelle strategie passive si noti come i fondi obbligazionari indicizzati che si replicano differiscono da quelli azionari in ragione di alcune caratteristiche peculiari che ne rendono più complessa la gestione. In tal senso due sono i principali elementi di diversità: la variabilità degli indici obbligazionari e la presenza di titoli illiquidi⁴⁵⁷.

In termini generali gli investitori che adottano strategie attive, sia con riferimento ai portafogli azionari che obbligazionari, assumono la non efficienza del mercato. In tal senso sono alla continua ricerca di titoli che per caratteristiche consentano una diversificazione del portafoglio migliore delle strategie passive.

portafogli. Queste considerazioni pongono seri limiti ad una applicazione tout court della procedura di stima e di ottimizzazione [...]. Questo approccio ricerca teoricamente un portafoglio diversificato, ma spesso a causa dell'errore di stima giunge ad un portafoglio concentrato in poche attività finanziarie, tanto da portare alcuni a sostenere che più che una ottimizzazione media-varianza saremmo di fronte ad un algoritmo che massimizza l'errore di stima", in Ingegneria finanziaria, Egea, Milano, 2009, pag. 162.

⁴⁵⁵ R.J.Fuller, J.L.Farrell, Jr., evidenziano come "[...] i titoli in portafoglio, così come i pesi degli stessi, cambiano nel tempo. In corrispondenza, anche le caratteristiche di rischio dei singoli titoli possono cambiare, cosicché la composizione corrente del portafoglio può differire significativamente dalla sua composizione su un periodo storico di misurazione. Per questo motivo, le stime del rischio di mercato e della diversificazione vengono fatte utilizzando misure di cross-section. Queste misure di cross-section sono fatte utilizzando le stime del rischio dei singoli titoli attualmente inseriti in portafoglio", in *Analisi degli investimenti finanziari*, McGraw-Hill, Milano, 1993, pag. 586.

⁴⁵⁶ S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, evidenziano come "[...] nel mondo reale una frontiera efficiente per due titoli può essere ricavata facilmente. Tale compito diventa più difficile quando si considera un numero maggiore di titoli, perché il numero delle osservazioni cresce. [...] Sebbene gran parte dell'algebra necessaria per la determinazione della frontiera efficiente sia stata derivata negli anni cinquanta, il costo elevato del tempo di calcolo necessario ai computer ha ristretto l'applicazione di questi principi. Negli ultimi anni tale costo è stato drasticamente ridotto. Molti programmi per computer permettono il calcolo della frontiera efficiente per portafogli di grandezza modesta", in *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1997, pagg. 338-339.

⁴⁵⁷ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come "Analogamente a quanto si è visto per la gestione di un portafoglio azionario, una strategia passiva applicata anche al settore obbligazionario consiste nella replica di un indice. [...] I fondi obbligazionari indicizzati differiscono da quelli azionari per alcune caratteristiche, che ne rendono però più complessa la gestione. In particolare, il primo elemento di diversità è rappresentato dalla variabilità del benchmark. Infatti, a differenza di quanto si verifica con gli indici azionari [...] che si modificano molto raramente [...] la composizione dei benchmark obbligazionari più utilizzati cambia con una maggiore frequenza, non fosse altro perché le obbligazioni giunte a scadenza vengono sostituite con titoli di nuova emissione. Una seconda differenza tra gli indici azionari e obbligazionari è rappresentata dal fatto che questi ultimi spesso contengono titoli illiquidi che, in quanto tali, potrebbero non essere disponibili per gli investitori. Ecco perché il gestore di un fondo obbligazionario indicizzato non cercherà mai di riprodurre esattamente un indice [...]", in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pagg. 795-796.

Alcuni studi⁴⁵⁸ evidenziano la maggiore efficacia delle strategie attive rispetto alle strategie passive al crescere della capacità degli investitori finanziari di prevedere l'andamento delle performance prospettiche attese dei titoli⁴⁵⁹.

3.2. – L'indebitamento dell'azienda e il rischio "soggettivo" per gli investitori

I comportamenti degli investitori reali non allineati con le prescrizioni dei modelli dell'economia classica sono comunemente definiti "irrazionali" e gestiti come "anomalie".

I modelli economici, come tutti i modelli, sono una rappresentazione della realtà e non la realtà stessa. Se è vero che la logica del comportamento "razionale" può ritenersi verificata se riesce a prevedere, con accettabile livello di approssimazione, il comportamento di soggetti "meno perfetti" di quanto assunto dalla teoria, è altrettanto vero, però, che sta emergendo la tendenza a non considerare i comportamenti irrazionali come "distorsioni". A ben vedere il problema non risiede nella esistenza di comportamenti irrazionali, quanto nella comprensione del peso che essi hanno e possono avere – in termini quali-quantitativi – nei mercati finanziari in termini sistemici. Sulla questione due sono i principali filoni di pensiero che si contrappongono. Da un lato coloro che sostengono la teoria classica, i quali pur riconoscendo a livello individuale la possibilità di comportamenti irrazionali, ritengono che questi non possano generare effetti sui mercati finanziari in ragione, principalmente, di meccanismi di compensazione automatici: a comportamenti irrazionali degli investitori si contrappone, infatti, l'attività di arbitraggio degli investitori razionali con conseguente annullamento

⁴⁵⁸ S.D.Hodges, R.A.Brealey, Portfolio Selection in a Dynamic and Uncertain World, in Financial Analysts Journal, 1973; W.F.Sharpe, Likely Gains from Market Timing, in Financial Analysts Journal, 1975.

⁴⁵⁹ R.J.Fuller, J.L.Farrell, Jr., evidenziano come "[...] se si è in grado di individuare regolarmente le inefficienze del mercato, una strategia attiva sembrerebbe poter generare rendimenti anormali sufficientemente ampi da giustificare i costi che implica [...] Al miglioramento della capacità previsionale (al crescere della correlazione tra rendimenti anormali previsti ed effettivi), le strategie attive di selezione dei titoli generano rendimenti superiori sempre più grandi rispetto alla strategia passiva. Naturalmente, è intuitivo che gli investitori possono migliorare la performance relativa dei loro portafogli a secondo di quanto possano prevedere correttamente i rendimenti anormali dei titoli: gli investitori acquisteranno ovviamente quei titoli che ritengono diano rendimenti anormali positivi, scartando quelli con rendimenti anormali negativi attesi. Il punto cruciale di questo studio, però, è che le simulazioni suggeriscono che si possano raggiungere performance nettamente superiori con una capacità previsionale dei rendimenti anormali relativamente bassa [...] se si possiede la capacità di prevedere o i rendimenti anormali dei singoli titoli o i cambiamenti dei cicli del mercato, allora le strategie attive sono senza dubbio efficaci" ed ancora "[...] ci sono diverse implicazioni per coloro che scelgono di intraprendere strategie attive di investimento, studiate per sfruttare le inefficienze di mercato. Innanzitutto l'investitore attivo deve essere cosciente della difficoltà del compito. In secondo luogo, se si è in grado di sfruttare regolarmente le inefficienze del mercato, i potenziali compensi sono sufficientemente ampi da ripagare lo sforzo addizionale profuso nelle strategie attive. In terzo luogo, sembra che il potenziale compenso sia maggiore nella selezione dei singoli titoli che nel market-timing. In più, bisogna essere molto regolari nel prevedere l'andamento del mercato per far meglio di una semplice strategia di acquisto e detenzione", in Analisi degli investimenti finanziari, McGraw-Hill, Milano, 1993, pagg. 133-135 e pag. 138.

dei relativi effetti sul mercato⁴⁶⁰. Dal lato opposto coloro i quali attribuiscono alle decisioni irrazionali degli investitori potere di tradursi in fenomeni collettivi – con conseguente condizionamento delle dinamiche dei mercati finanziari – in ragione principalmente dell’esistenza di limiti all’agire degli arbitraggisti⁴⁶¹: da un lato, l’assunzione di un orizzonte temporale limitato e l’avversione al rischio potrebbe far giudicare non conveniente l’assunzione di posizioni capaci di controbilanciare l’azione degli investitori irrazionali⁴⁶²; dall’altro, la possibile presenza di ostacoli all’investimento potrebbe rendere poco remunerativa la strategia di compensazione⁴⁶³. La rilevanza dei comportamenti irrazionali nelle decisioni di investimento si palesa soprattutto nella gestione del rischio. Nell’accezione classica l’atteggiamento dell’investitore verso il rischio è definito in modo “oggettivo” facendo ricorso alle funzioni di utilità⁴⁶⁴. Nella realtà operativa, sovente, la percezione del rischio da parte degli investitori risente, in modo più o meno rilevante, di una componente “soggettiva”: l’avversione al rischio dell’investitore varia in funzione della diversa percezione che questi ha del rischio e del diverso modo in cui, di fatto, è misurato e gestito⁴⁶⁵. In tal senso si realizza una interpretazione soggettiva delle probabilità⁴⁶⁶ con possibile sub-ottimizzazione delle decisioni economiche. Diverse ricerche⁴⁶⁷ hanno evidenziato come a base dei comportamenti irrazionali vi siano, per lo più, processi cognitivi emotivi che sembrano funzione principalmente del

⁴⁶⁰ In tal senso si sostiene che variazioni di prezzo derivanti da scelte “irrazionali”, darebbero origine ad arbitraggio da parte degli investitori razionali che riporterebbero i prezzi al loro livello equo: se il prezzo di un titolo fosse ritenuto troppo basso, gli arbitraggisti si indebiterebbero per acquistarlo determinandone l’innalzamento; se il prezzo del titolo fosse ritenuto troppo alto, gli arbitraggisti farebbero ricorso alla vendita allo scoperto determinandone la riduzione.

⁴⁶¹ Tra gli altri: A.Kumar, C.M.C.Lee, Retail investor sentiment and return comovements, in *Journal of Finance*, 61, 2006; B.J.De Long, A.Shleifer, L.H.Summers, R.J.Waldmann, The survival of noise traders in financial markets, in *Journal of Business*, 64, 1991; M.J.Cooper, H.Gulen, R.P.Rau, Changing names with style: mutual fund name changes and their effects on fund flows, in *Journal of Finance*, 60, 2005; M.J.Cooper, O.Dimitrov, R.P.Rau, A rose.com by any other name, in *Journal of Finance*, 56, 2001.

⁴⁶² I sostenitori di questa posizione evidenziano l’esistenza di limiti all’attività di arbitraggio. In tal senso basti considerare che se gli investitori hanno un orizzonte di investimento di breve periodo e ritengono che le sopra/sotto valutazioni derivanti da comportamenti irrazionali possano avere durata superiore, saranno indotti a contenere gli acquisti/vendite, in ragione del principio di avversione al rischio, non riuscendo, dunque, a controbilanciare gli effetti discorsivi sui prezzi dei titoli.

⁴⁶³ Tra gli ostacoli più comuni vi è: la scarsa liquidità dei titoli, la scarsa reperibilità dei capitali da investire (sia di equity che di debito) ed il relativo elevato costo, restrizioni imposte dalla legge agli operatori di mercato (tipicamente con riferimento alle vendite allo scoperto). Cfr. R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 46.

⁴⁶⁴ In tal senso variazioni nell’atteggiamento verso il rischio si traducono in cambiamenti nelle funzioni di utilità che sono a base delle scelte operate dagli investitori.

⁴⁶⁵ La misurazione effettiva dell’avversione al rischio degli investitori, infatti, è questione ancora aperta. Tra gli altri si vedano: J.E.Grable, R.H.Lytton, Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument, in *Financial Services Review*, 8, 1991.

⁴⁶⁶ Si noti come la interpretazione soggettiva delle probabilità è cosa diversa dalla probabilità soggettiva prevista dal modello economico.

⁴⁶⁷ Diversi studi hanno dimostrato che il comportamento reale degli individui non necessariamente risulta in linea con gli assiomi di razionalità a base della teoria dell’utilità attesa. Gli studi condotti mostrano la violazione degli assiomi di razionalità con riferimento a quelli di indipendenza, comparabilità, invarianza, dominanza. Tra gli altri: H.M.Shefrin, Do investors expect higher returns from safer stocks than from riskier stocks? In *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2, 2001; H.M.Shefrin, Beyond greed and

contesto decisionale, delle informazioni disponibili e delle modalità di elaborazione in sede decisionale.

In particolare alcuni studi⁴⁶⁸, hanno dimostrato come sovente gli individui operino mediante processi di semplificazione – strutturati su meccanismi intuitivi più che su rigide logiche analitico-razionali – in sede decisionale⁴⁶⁹. Le limitazioni imposte dal sistema cognitivo – per effetto della razionalità limitata⁴⁷⁰ – non consentono, infatti, la possibilità di operare quella complessità di calcolo che la valutazione dell'utilità attesa delle diverse alternative richiede⁴⁷¹. E' proprio l'adozione di dette procedure di

fear: understanding behavioural finance and the psychology of investing, New York, Oxford University Press, 2002; D.Kahneman, A.Tversky, Prospect theory: an analysis of decision under risk, in *Econometrica*, 47, 1979; D.Kahneman, A.Tversky, The framing of decisions and the psychology of choice, in *Science*, 211, 1981; D.Kahneman, A.Tversky, Rational choice and the framing of decisions, in *Journal of Business*, 59, 1986; S.Lichtenstein, P.Slovic, Reversals of preference between bids and choices in gambling decisions, in *Journal of Experimental Psychology*, 89, 1971; S.Lichtenstein, P.Slovic, Response-induced reversals of preference in gambling: an extended replication in Las Vegas, in *Journal of Experimental Psychology*, 101, 1973; D.Read, G.Loewenstein, M.Rabin, Choice bracketing, in *Journal of Risk and Uncertainty*, 19, 1999. Per una rassegna completa delle ricerche si veda R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 22-26.

⁴⁶⁸ Tra gli altri si veda il modello di analisi della decisione proposto da Kahneman e Tversky (D.Kahneman, A.Tversky, Prospect theory: an analysis of decision under risk, in *Econometrica*, 47, 1979) noto come “teoria del prospetto”. Tale teoria tenta di descrivere e non di anticipare le modalità di decisione degli individui. Il modello, dunque, si integra con la teoria dell'utilità attesa e non si sostituisce ad essa. Sulle modalità di integrazione si veda R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 26-45.

⁴⁶⁹ La natura intuitiva delle procedure di semplificazioni nel processo decisionale adottate dagli individui fa sì che, dinanzi alle medesime combinazioni dei possibili risultati di un'alternativa e delle relative probabilità associate, soggetti diversi potrebbero far ricorso a procedure di semplificazione diverse. Le procedure di semplificazione a cui gli individui possono far ricorso sono numerose. Tra queste le principali sono: la *codifica* rispetto ad un punto di riferimento; la *combinazione* di risultati identici con differenti probabilità di realizzazione; la *separazione* degli elementi rischiosi da quelli privi di rischio; la *cancellazione* delle componenti comuni; la *semplificazione* con arrotondamento delle probabilità o del valore dei possibili risultati; il *riconoscimento della dominanza* con lo scarto delle ipotesi dominati da altri ritenute più interessanti. Cfr. R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 26-29.

⁴⁷⁰ H.A.Simon, A behavioral model of rational choice, in *Quarterly Journal of Economics*, 69, 1955.

⁴⁷¹ Per effetto della razionalità limitata, anche se l'investitore fosse in possesso di tutte le informazioni necessarie a valutare in modo analitico tutte le alternative possibili, le sue decisioni potrebbero comunque risultare non-ottimali. Questo perché alcune caratteristiche del funzionamento cognitivo della mente rendono difficili comportamenti di effettiva massimizzazione in ragione, principalmente, della limitatezza delle risorse cognitive con conseguente semplificazione del processo decisionale. Tra le anomalie più comuni del processo decisionale si ha: a) l'*effetto flaming*, che si verifica quando versioni logicamente equivalenti ma diverse di un problema decisionale inducono l'individuo a modificare la decisione presa; b) l'*effetto della contabilità mentale*, con riferimento alle modalità con cui gli individui mentalmente percepiscono le diverse attività finanziarie e le relative perdite/guadagni. Essa può condurre, da un lato, ad una percezione distorta dell'andamento del proprio portafoglio – dove non si valuta il relativo andamento quanto piuttosto quello dei singoli titoli – e, dall'altro, rende difficile combinare guadagni e perdite ottenute in momenti differenti e calcolare il relativo effetto cumulato; c) l'*effetto projection bias*, per cui gli individui tendono naturalmente a pensare che le loro preferenze future saranno uguali a quelle attuali con riferimento a quello a cui aspirano in futuro. In altre parole gli individui proiettano nel futuro le sensazioni e le preferenze attuali; d) l'*effetto della dissonanza cognitiva*, per cui gli individui dovendo scegliere tra due (o più) alternative tendono a mettere in luce gli aspetti positivi della scelta fatta e gli effetti negativi della scelta (delle scelte) rifiutate, per poi, in un secondo momento dopo aver deciso, mettere in evidenza gli aspetti negativi della scelta fatta e quelli positivi della scelta (delle scelte) rifiutate;

semplificazione tra le principali cause della non piena applicazione degli assiomi della massimizzazione dell'utilità da parte degli investitori con la conseguente possibile adozione di decisioni differenti partendo da comuni basi di dati⁴⁷².

In tal senso la elaborazione delle informazioni e l'assunzione di decisioni avviene in ragione di sequenze ridotte⁴⁷³ sulla base di processi semplificati dominati dalle "euristiche di ragionamento"⁴⁷⁴. La formazione delle aspettative, dunque, non segue una

e) l'effetto menu e le preferenze per alternative familiari, per cui in presenza di un numero rilevante di alternative, al fine di evitare la confusione che queste generano, l'individuo pone in essere processi di semplificazione per evitare di dover analizzare tutte le alternative per poi scegliere le alternative più familiari; f) l'effetto pressione sociale, per cui l'individuo tende ad imitare il comportamento degli altri che, in genere, costituiscono la maggioranza ovvero una minoranza ritenuta qualificata. Portato alle estreme conseguenze tutto ciò si traduce nella fiducia nel giudizio altrui anche quando esso sia ritenuto intimamente errato per effetto della pressione sociale; g) l'effetto *heuristic*, che fa riferimento all'influenza fondamentale esercitata dalle emozioni, anche se non percepite a livello conscio, sulle valutazioni anche quando si ritiene di operare secondo una logica analitico-razionale. Su queste tematiche tra gli altri: H.A.Simon, A behavioral model of rational choice, in *Quarterly Journal of Economics*, 69, 1955; T.Hossain, J.Morgan, Plus shipping and handling: revenue (non) equivalence in field experiments on eBay, in *Advances in Economics Analysis and Policy*, 6, 2006; T.Odean, Do investor trade too much? In *American Economic Review*, 89, 1999; R.H.Thaler, Mental accounting and consumer choice, in *Marketing Science*, 4, 1985; R.H.Thaler, Mental accounting matters, in *Journal of Behavioral Decision Making*, 12, 1999; D.Kahneman, A.Tversky, Choice, value, and frames, in *American Psychologist*, 39, 1984; N.Barberis, M.Huang, Mental accounting, loss aversion, and individual stock returns, in *Journal of Finance*, 56, 2001; D.Prelec, G.Loewenstein, Decision making over time and under uncertainty: a common approach, in *Management Science*, 37, 1998; D.Read, G.Loewenstein, M.Rabin, Choice bracketing, in *Journal of Risk and Uncertainty*, 19, 1999; L.Festinger, A theory of cognitive dissonance, California, Stanford University Press, 1971; S.Benartzi, Excessive extrapolation and the allocation of 401(k) accounts to company stock, in *Journal of Finance*, 56, 2001; M.S.Rashers, Massively confused investors making conspicuously ignorant choices, in *Journal of Finance*, 56, 2001; R.H.Thaler, C.R.Sunstein, *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness*, New Haven, Conn., Yale University Press, 2008; P.Slovic, M.Finucane, E.Peters, D.G.MacGregor, Rational actors and rational fools: implications of the affect heuristic for behavioural economics, in *Journal of Socio-Economics*, 31, 2002. L'analisi completa degli studi citati è operata da R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 39-45.

⁴⁷² R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, sul punto evidenziano come "[...] Una delle ragioni alla base della difficoltà che gli investitori incontrano nel conformarsi agli assiomi di massimizzazione dell'utilità è il fatto che le diverse strategie di semplificazione possono essere eseguite in ordine diverso. Dal momento che a ogni passaggio si modificano le caratteristiche dei prospetti tra cui scegliere, se due investitori iniziano usando due diverse strategie di semplificazione allora è molto probabile che essi finiscano col fare scelte diverse perché, all'atto pratico, ciascuno di questi investitori si trova a scegliere tra prospetti che sono differenti da quelli che sta valutando l'altro. Infatti, l'uso delle strategie di semplificazione è solitamente basato su ragionamenti di tipo intuitivo che possono differire da un investitore all'altro, piuttosto che dipendere da un ragionamento logico come suggerito dalle teorie di tipo economico. In altre parole, non vengono seguite delle regole in modo rigido", in *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 29.

⁴⁷³ In tal senso si parla di legge dei piccoli numeri in quanto il campione è molto ridotto e certamente non significativo da un punto di vista statistico.

⁴⁷⁴ Si tratta di processi cognitivi automatici ed inconsapevoli che inducono gli investitori a fallire in modo sistematico laddove si creano delle aspettative che ritengono essere coerenti con i criteri statistici. Questi processi sono attuati in modo automatico ed aiutano gli individui a dare una struttura chiara a situazioni incerte e complesse. In definitiva le euristiche di ragionamento conducono gli individui a crearsi delle aspettative inesatte e prendere decisioni sulla base di esse invece di operare calcoli statistici più sofisticati. In tal senso basti considerare come sovente le aspettative degli investitori emotivi sono funzione: a) della *legge dei piccoli numeri*, per cui si utilizzano i medesimi criteri a base della statistica

logica razionale – strutturata sull’osservazione oggettiva, all’interno di campioni ampi e rappresentativi, delle frequenze associate ai possibili eventi – ma risente fortemente della sensibilità ai cambiamenti, soprattutto in ordine alle stimolazioni cognitive della percezione del benessere o del rischio⁴⁷⁵, ed al fattore tempo con reazioni sovente distorte non solo in sede di scelta tra un evento immediato ed uno futuro⁴⁷⁶ ma anche in ragione del momento di manifestazione dell’evento⁴⁷⁷.

Gli investitori, dunque, non necessariamente percepiscono il rischio in modo coerente. A ben vedere più che di “avversione al rischio”, tipica della logica razionale, sembrerebbe più corretto esprimersi in termini di “avversione alle perdite”⁴⁷⁸: nell’accezione comune, infatti, il rischio sembra più esprimere un fenomeno negativo – risultando funzione della possibilità di perdita, della relativa importanza e

inferenziale anche quando il campione è decisamente ridotto e non significativo; b) dei *trend storici più prossimi senza considerare la regressione ai valori medi*, per cui le previsioni sono operate proiettando nel futuro l’andamento storico più vicino senza considerare che l’andamento nel lungo periodo potrebbe tendere verso la media; c) delle *euristiche della rappresentatività*, che si basano su una fiducia eccessiva negli stereotipi per cui si giudica la probabilità di un evento in ragione del grado di rappresentatività della categoria di cui essa fa parte (più si ritiene uno stimolo rappresentativo di una data categoria e più elevata è la probabilità che vi faccia effettivamente parte); d) della *euristiche della disponibilità*, per cui la previsione è strutturata in ragione del numero di esempi di riferimento immediati più che a vere statistiche; e) dell’*overconfidence*, per cui gli investitori tendono ad essere eccessivamente sicuri delle proprie opinioni in ragione di un eccessivo livello di fiducia nelle proprie abilità. Sul tema tra gli altri si vedano: D.Kahneman, A.Tversky, Belief in the law of small numbers, in *Psychological Bulletin*, 76, 1971; D.Kahneman, A.Tversky, Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, in *Science*, 185, 1974; N.Barberis, A.Shleifer, R.Vishny, A model of investor sentiment, in *Journal of Financial Economics*, 49, 1998; R.H. Thaler, C.R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions about health, wealth, and happiness*, New Haven, Conn., Yale University Press, 2008; W.F.De Bondt, R.H.Thaler, Does the market overreact? In *Journal of Finance*, 40, 1985; H.M.Shefrin, *Beyond greed and fear: understanding behavioral finance and the psychology of investing*, New York, Oxford University Press, 2002. L’analisi completa degli studi citati è operata da R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 34-39.

⁴⁷⁵ La sensibilità alle stimolazioni di tipo cognitivo genera alcuni fondamentali effetti in ambito economico: a) la percezione della propria ricchezza e benessere risulta funzione del livello di ricchezza/benessere passato ovvero di quello di cui godono i soggetti di riferimento; b) la sensibilità ai cambiamenti si accompagna all’adattamento (meglio noto come “adattamento edonistico”) per cui un qualsiasi livello di ricchezza/benessere una volta acquisito lo si ritiene stabile riportando il livello di soddisfazione personale al livello antecedente; c) l’avversione alle perdite, per cui spostamenti verso il basso rispetto al punto di riferimento generano effetti negativi maggiori rispetto agli effetti positivi generati dai relativi spostamenti verso l’alto. Cfr. R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 30-31.

⁴⁷⁶ In tal senso basti considerare come gli individui tendano, nella maggior parte dei casi, a voler anticipare un evento positivo ed a posticipare un evento negativo. Inoltre a parità di condizioni si tende a sopravvalutare l’evento immediato rispetto a quello futuro. Cfr. R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 31-32.

⁴⁷⁷ R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 32.

⁴⁷⁸ Il concetto di “avversione alle perdite” trova sostegno e fondamento nella dinamica del possesso noto come “*effetto del possesso*”: la perdita è considerata “perdita del possesso” mentre il guadagno è inteso come “acquisizione del possesso”. In tal senso l’oggetto di cui si perde il possesso è percepito come avente valore doppio rispetto al medesimo attribuito prima dell’acquisizione. Si veda tra gli altri: P.Rozin, E.B.Royzman, *Negativity bias, negativity dominance, and contagion*, in *Personality and Social Psychology Review*, 5, 2001.

dell'incertezza associata al verificarsi dell'evento⁴⁷⁹ – con conseguente tendenza all'avversione al rischio in caso di guadagni e propensione al rischio in caso di perdite⁴⁸⁰. L'"avversione alle perdite" è, infatti, sorretta maggiormente da schemi non razionali⁴⁸¹: determina differenza di comportamento a parità di condizioni ed ha maggiore incidenza rispetto all'avversione al rischio in sede decisionale⁴⁸². A ben vedere in tal contesto è proprio l'effetto dei processi semplificati di tipo euristico a rendere asimmetrica la percezione del rischio da parte degli investitori: rileva più il rischio di perdita⁴⁸³ che l'opportunità di ottenere un maggior guadagno⁴⁸⁴.

⁴⁷⁹ Diversi studi evidenziano come le valutazioni soggettive dei rischi: a) tendono a non essere accurate mancando della necessaria corrispondenza tra frequenza dei rischi e relativa misura soggettiva; b) possono variare in funzione delle modalità con cui viene richiesta agli individui; c) variano in ragione del livello di expertise degli individui e della relativa personalità; d) sono funzione delle modalità di codifica del sistema cognitivo ovvero della rappresentazione del rischio in ragione tanto della componente cognitivo-analitica quanto di quella affettivo-esperenziale. Per un'analisi delle diverse teorie di riferimento tra gli altri R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 112-126.

⁴⁸⁰ In tal senso si osservi come mentre in ipotesi di possibili risultati positivi vi è la tendenza ad optare per la soluzione meno rischiosa pur di evitare il rischio di non ottenere nulla (avversione al rischio), nel caso opposto di possibili risultati negativi vi è la tendenza a rischiare di perdere di più pur di evitare di perdere qualcosa (avversione alle perdite). E.U.Weber, W.K.Bottom, *Axiomatic measures of perceived risk: some tests and extensions*, in *Journal of Behavioral Decision Making*, 2, 1989.

⁴⁸¹ R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, evidenziano come "[...] *in psicologia della decisione e nel campo della finanza comportamentale si parla di avversione alla perdita piuttosto che di avversione al rischio perché quest'ultimo concetto sottolinea la coerenza del comportamento in diversi contesti; tuttavia questa coerenza non è affatto scontata*" e chiarendo il concetto di avversione alle perdite evidenziano come "[...] *Si parla di avversione alla perdita perché nel caso dei possibili guadagni si sceglie l'alternativa sicura piuttosto che rischiare di non ottenere nulla nel tentativo di guadagnare ancora di più (si cerca di evitare di perdere anche la vincita sicura). Al contrario nel caso di possibili perdite si preferisce rischiare di perdere di più pur di poter avere la speranza di non perdere nulla*", in *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 108-109.

⁴⁸² In tal senso si osservi come le informazioni negative sono trattate in modo differente rispetto a quelle positive ed hanno peso specifico maggiore rispetto a queste ultime. La percezione umana, infatti, sembra guidata in misura maggiore dagli eventi negativi più che da quelli positivi: gli eventi negativi hanno non solo impatto maggiore rispetto a quelli positivi, ma i relativi effetti durano più a lungo nel tempo a parità di condizioni. Questo perché gli stati d'animo negativi hanno influenza maggiore sui processi cognitivi rispetto a quelli positivi. Ciò trova conferma nella semplice constatazione che gli individui cerchino di evitare stati d'animo negativi piuttosto che sollecitare quelli positivi: il desiderio delle persone, infatti, di uscire dallo stato d'animo negativo è maggiore del desiderio di mettersi nello stato d'animo positivo. La distorsione tra percezione di eventi negative e positive si struttura su una predisposizione innata e sulle esperienze e si manifesta in quattro principali modalità: 1) *potenza della negatività*, per cui le entità negative hanno una forza di impatto maggiore rispetto alle equivalenti entità positive; 2) *velocità di crescita della negatività*, per cui la negatività derivante dagli eventi negativi cresce più velocemente quando essi si avvicinano nel tempo e nello spazio rispetto a quanto accade per la positività derivante da eventi positivi equivalenti; 3) *dominanza della negatività*, per cui nella combinazione di entità positive e negative domina quella negativa determinando una valutazione complessiva che è più negativa rispetto alla somma algebrica delle entità; 4) *differenziazione negativa*, per cui gli stimoli negativi sono interpretati come più elaborati e differenziati rispetto ai corrispondenti stimoli positivi. Tra gli altri: P.Rozin, E.B.Royzman, *Negativity bias, negativity dominance, and contagion*, in *Personality and Social Psychology Review*, 5, 2001; R.F.Baumeister, E.Bratslavsky, C.Finkenauer, K.D.Vohs, *Bad is stronger than good*, in *Review of General Psychology*, 5, 2001.

⁴⁸³ Se si assume una distribuzione normale dei rendimenti attesi, si considera la coda di sinistra della distribuzione.

Da quanto detto si comprende come al di là degli schemi analitico-razionali mediante i quali la finanza descrive il comportamento degli investitori, questi sono spinti da un sistema cognitivo che sovente li porta a valutazioni non coerenti con gli schemi classici. Indagando gli effetti dei comportamenti irrazionali sulle scelte di portafoglio, alcuni studiosi hanno proposto una differente impostazione logico-metodologica definita teoria del “portafoglio comportamentale”⁴⁸⁵. Essa è intesa come diverso approccio di allocazione del capitale rispetto alla teoria classica del portafoglio, con l’obiettivo di cogliere in misura più profonda le logiche di fondo degli investitori. Essa, infatti, cerca di dare risposta a due fondamentali questioni: gli investitori non sempre perseguono un sufficiente grado di diversificazione; gli investitori tendono a non considerare i legami tra i rendimenti dei diversi *asset* in portafoglio⁴⁸⁶.

Per dare risposta a questi quesiti, la teoria comportamentale parte dall’assunto che in sede di definizione del portafoglio gli investitori operino le loro scelte in ragione di diversi obiettivi ed aspirazioni⁴⁸⁷. Esso è dunque costruito su più strati indipendenti all’interno di uno schema piramidale dominato dalla logica del criterio del rischio crescente dove il passaggio da uno strato inferiore ad uno superiore avviene solo quando il primo è stato pienamente soddisfatto⁴⁸⁸. In termini grafici è possibile rappresentare il portafoglio comportamentale come segue⁴⁸⁹:

⁴⁸⁴ Se si assume una distribuzione normale dei rendimenti attesi, si considera la coda di destra della distribuzione.

⁴⁸⁵ H.M.Shefrin, M.Statman, Behavioral portfolio theory, in Journal of Financial and Quantitative Analysis, n. 35, 2000.

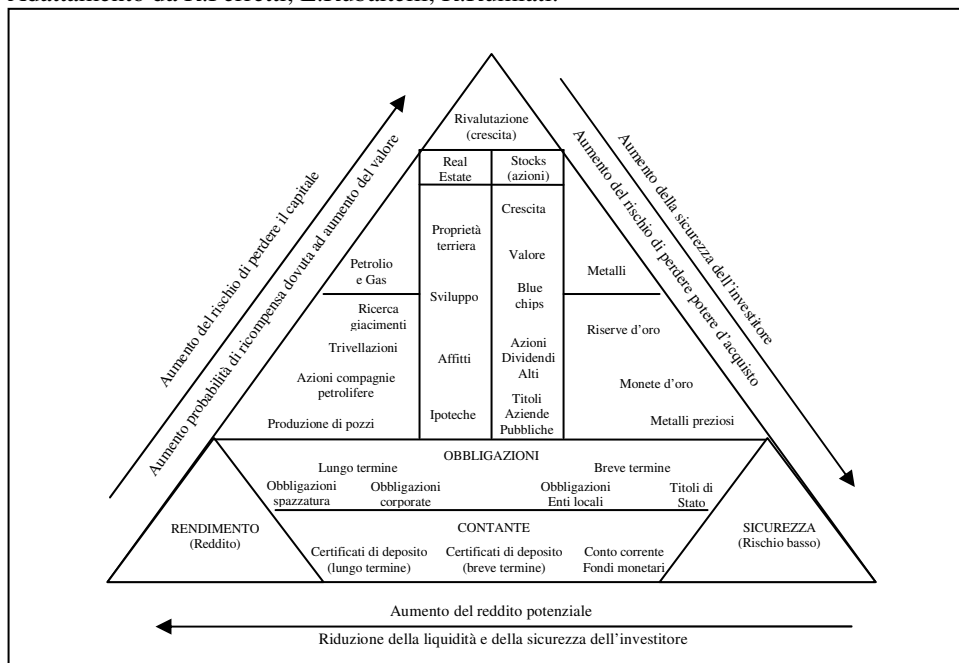
⁴⁸⁶ R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, evidenziano come “[...] l’obiettivo della teoria comportamentale del portafoglio è quello di rispondere a due importanti domande [...]. La prima domanda riguarda il fatto che gli investitori scelgono, generalmente, portafogli con grado di diversificazione insufficiente. La seconda domanda, collegata alla prima, riguarda il fatto che gli investitori tendono a ignorare la covarianza tra i rendimenti dei diversi asset presenti nel loro portafoglio”, in La mente finanziaria, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 197.

⁴⁸⁷ Gli investitori reali, dunque, non si muoverebbero in totale accordo con il modello media-varianza a base della teoria della diversificazione del portafoglio di Markowitz.

⁴⁸⁸ Nella versione base del modello si individuano due principali obiettivi: proteggersi dalle perdite (*downside protection*) ed arricchirsi (*upside potential*).

⁴⁸⁹ Adattamento da R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, La mente finanziaria, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 196. Gli autori lo riprendono da Shefrin, Statman (2000) i quali, a loro volta, lo riprendono adattandolo da G.Wall, The Way to Save, New York, N.Y., Henry Holt, 1993.

Figura 3.7. Il portafoglio comportamentale
Adattamento da R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati.



Questa struttura sembra coerente con la logica degli investitori per i quali il primo obiettivo perseguito è evitare le perdite ingenti. Gli strati inferiori della piramide, infatti, si caratterizzano per basso livello di rischio e maggiore peso nel portafoglio rispetto agli strati superiori caratterizzati da maggior livello di rischio.

In termini generali, dunque, mentre la parte bassa della piramide (strati bassi) è governata dall'avversione al rischio, per cui gli investitori perseguono l'obiettivo di evitare le perdite (*downside protection*), la parte alta della piramide (strati alti) è governata dalla propensione al rischio, per cui gli investitori perseguono l'obiettivo di massimizzare il rendimento atteso (*upside potential*).

Elemento fondamentale della struttura è la netta separazione tra i livelli e la relativa indipendenza. Questi, infatti, rispondono ad obiettivi e gradi di propensione al rischio differenti. Ciò consente agli investitori di operare una diversificazione specifica ed autonoma a livello di ciascuno strato⁴⁹⁰ dove la scelta degli *asset*⁴⁹¹ è operata facendo

⁴⁹⁰ Le scelte degli investitori all'interno del modello sono, infatti, funzione dei punti di riferimento impiegati per valutare i possibili risultati. In tal senso nel caso di *downside protection* gli investitori utilizzano la loro ricchezza attuale come punto di riferimento e l'obiettivo perseguito è non scendere al di sotto di essa (il comportamento è dunque dominato dall'avversione al rischio preferendo un rendimento inferiore ma più probabile ad un rendimento maggiore ma meno probabile). Differentemente nel caso di *upside potential* gli investitori utilizzano l'aspirazione ad arricchirsi come punto di riferimento per cui il raggiungimento di un risultato positivo inferiore all'obiettivo stabilito è percepito come insoddisfacente (il comportamento è dominato dalla propensione al rischio preferendo un rischio maggiore pur di raggiungere il rendimento obiettivo).

⁴⁹¹ Si osservi come la teoria del portafoglio comportamentale assuma per ciascun asset una distribuzione asimmetrica dei rendimenti. Questo elemento segna una profonda differenza con la teoria classica del portafoglio che, strutturandosi sulla logica media-varianza, assume una distribuzione normale dei rendimenti.

ricorso alle euristiche di ragionamento⁴⁹². E' possibile, dunque, definire strategie di portafoglio differenti per ciascuno strato della piramide⁴⁹³. Il portafoglio, infatti, non è da intendersi come entità unica⁴⁹⁴ ma come insieme di più parti tra loro indipendenti.

La teoria del portafoglio comportamentale, se da un lato sembra meglio cogliere la conflittualità degli investitori tra paura di impoverirsi e desiderio di arricchirsi⁴⁹⁵, dall'altro presenta l'evidente limite della non considerazione delle correlazioni tra i diversi strati della piramide che solo in parte trova mitigazione nella diversificazione operata all'interno di ciascuno di essi.

⁴⁹² Le euristiche di ragionamento operano mediante processi diversificati e raggruppano i diversi asset in categorie generali. In tal senso il più semplice esempio dell'utilizzo delle etichette nelle euristiche attiene alla distinzione tra azioni ed obbligazioni. La teoria del portafoglio comportamentale assume, infatti, che l'analisi complessa e completa di tutti i possibili asset non può realizzarsi in ragione principalmente delle limitate capacità cognitive degli investitori. Differentemente la teoria classica del portafoglio, assumendo una piena logica razionale, statuisce che la scelta del titolo "ottimale" è funzione dell'analisi di tutti i titoli e dei relativi legami in termini di correlazioni.

⁴⁹³ In tal senso si consideri, a titolo di esempio, la strategia nota come *core-satellite*. Nella sua versione base, la maggior parte del portafoglio (definito core) viene diversificato tra le tradizionali classi di asset con l'obiettivo di un rendimento relativo (superiore agli indici di riferimento) strutturato sulla base dell'avversione al rischio. La restante parte (definita satellite) è destinata ad investimenti in asset poco correlati con il portafoglio core (come possono essere gli hedge funds). Sono inoltre possibili posizioni tattiche per cui il portafoglio core ha un obiettivo di rendimento assoluto (livello di rendimento positivo definito e comunque sempre maggiore rispetto ai titoli *free-risk*) mentre il portafoglio satellite può avere una parte orientata al trading di breve periodo. Cfr. R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 201.

⁴⁹⁴ Sul punto la teoria del portafoglio comportamentale si differenzia in modo netto rispetto alla teoria classica del portafoglio la quale, differentemente, presuppone l'unità del portafoglio. R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, evidenziano come "[...] *la teoria comportamentale del portafoglio prevede la presenza di diversi strati tra loro sostanzialmente indipendenti e che possono essere considerati come diversi conti mentali relativi a differenti scopi di investimento. Dal momento che si tratta di diversi conti mentali, gli investitori operano una diversificazione specifica a livello di singolo strato e che non prende necessariamente in considerazione quello che avviene negli altri livelli della piramide. Di conseguenza, a differenza della teoria classica del portafoglio, la teoria comportamentale suggerisce che gli investimenti non considerano il portafoglio come un'entità unica, ma come un insieme di più parti tra loro indipendenti dal momento che rispondono a obiettivi e aspirazioni tra loro diverse. Questa separazione tra diversi strati della piramide è tanto netta da indurre lo stesso investitore ad avere una diversa propensione al rischio a seconda dell'obiettivo specifico associato a un determinato livello della piramide*", in *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 197.

⁴⁹⁵ R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, evidenziano come "[...] *la teoria del portafoglio comportamentale rappresenta per molti investitori un approccio allocazione del capitale più confortevole della teoria del portafoglio tradizionale; soprattutto per la sua capacità di gestire il conflitto fra la paura di impoverirsi (fear) e il desiderio di arricchirsi (greed), che cova ciascuno di noi, attraverso strati di portafoglio separati per ciascun obiettivo. La forma piramidale assegna agli investimenti meno rischiosi la parte preponderante del portafoglio in risposta al safety first, evitando un'esposizione al rischio che potrebbe risultare eccessiva, specialmente dopo avere sperimentato perdite in conto capitale per la tendenza a incrementare il rischio degli investimenti nel tentativo di rifarsi delle perdite subite. [...] il punto debole dell'approccio piramidale è la mancata considerazione della correlazione fra i vari strati; tuttavia, questa deficienza è probabilmente meno rilevante di quanto possa apparire. Il beneficio di avere in portafoglio asset decorrelati lo si apprezza nelle fasi negative di mercato, ma, per nostra sfortuna, l'evidenza empirica dimostra che è proprio in queste circostanze che la correlazione fra gli asset aumenta: la de correlazione, alla pari della liquidità, svanisce proprio quando serve! Ciò non significa naturalmente gettare alle ortiche il principio della diversificazione. E' comunque opportuno diversificare nell'ambito di ciascuno strato [...]*", in *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 203-204.

A ben vedere la comprensione dei comportamenti definiti irrazionali si rende necessaria non già per sostituire i modelli classici ma per integrarli⁴⁹⁶ in vista della migliore comprensione delle dinamiche a base delle scelte operate dagli investitori⁴⁹⁷. Il processo decisionale posto in essere dagli investitori, infatti, sembra dipendere da due logiche che non difficilmente possono, per certi versi, anche sovrapporsi: la prima ha natura razionale e risponde a regole e processi analitici per cui, strutturandosi sulla elaborazione di molte informazioni, risulta lenta; la seconda ha natura irrazionale e risponde a regole intuitive per cui, strutturandosi su poche informazioni per lo più derivanti dall'esperienza, risulta più veloce⁴⁹⁸. La combinazione di queste due diverse

⁴⁹⁶ Diversi sono i tentativi di ibridazione tra la teoria del portafoglio classica e comportamentale per sviluppare approcci intermedi. Tra queste: l'ottimizzazione del *downside risk* e la *prospect theory*. Il *downside risk* si struttura sull'avversione alle perdite laddove oggetto di analisi sono le deviazioni che cadono sotto un determinato livello di rendimento stabilito. Anche se si differenzia dall'approccio media-varianza, laddove ha rilevanza è solo la coda sinistra della distribuzione, l'obiettivo è il medesimo: definire un paniere di asset le cui correlazioni consentano di minimizzare il rischio a parità di rendimento atteso. La differenza sostanziale con l'approccio media-varianza risiede nelle modalità di difesa del *downside* dal rischio di rendimenti inferiori rispetto al target stabilito. Questo approccio, infatti, consente di perseguire l'obiettivo primario di evitare perdite selezionando portafogli di asset posizionati a base della piramide. La *Prospect Theory* si struttura sull'assunto che gli investitori si caratterizzino per *risk aversion* nella sezione dei guadagni e *risk seeking* nella sezione delle perdite. Il portafoglio ottimo, dunque, si caratterizza per una quota investita in azioni non costante ma variabile in funzione del livello di ricchezza dell'investitore rispetto ad un determinato livello di riferimento. Pertanto più il surplus di ricchezza si riduce – per cui la ricchezza dell'investitore si avvicina alla soglia minima di riferimento – più si riduce la quota azionaria nel portafoglio sino ad annullarsi; quando il surplus di ricchezza si trasforma in deficit – al crescere della distanza tra ricchezza posseduta e ricchezza sperata – cresce la quota di azioni nel portafoglio. Si registra, pertanto, un andamento ad U. Tra gli altri: W.V.Harlow, Asset allocation in a downside-risk framework, in *Financial Analysts Journal*, 47, 1991; A.D.Roy, Safety first and the holding of assets, in *Econometrica*, 20, 1958; M.K.S. Tse, J. Uppal., M.A.White, Downside risk and investment choice, in *Financial Review*, 28, 1993; A.B.Berkelaar, R.Kouwenberg, T.Post, Optimal portfolio choice under loss aversion, in *Review of Economics and Statistics*, 86, 2004.; R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pagg. 201-203.

⁴⁹⁷ R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, dopo aver evidenziato come “[...] l'approccio economico alla decisione è da considerarsi valido se riesce a prevedere, con buona approssimazione, il comportamento di individui meno perfetti di quelli immaginati dalla teoria e la cui motivazione va oltre la massimizzazione della propria utilità” pongono la questione della comprensione e della gestione dei comportamenti “irrazionali” al fine della loro integrazione nello schema economico classico dell'utilità attesa in vista del suo miglioramento: “Sebbene molte delle assunzioni sulle preferenze, sulla formulazione delle aspettative e sulla struttura del processo decisionale appaiono plausibili, non è affatto scontato che esse descrivano il reale comportamento degli investitori [...] molte ricerche, soprattutto in ambito psicologico, hanno evidenziato comportamenti non conformi a quelli che nei modelli economici classici sono propri dell'investitore razionale. [...] L'obiettivo non è solo quello di evidenziare l'esistenza di comportamenti difficilmente razionalizzabili secondo lo schema classico del teorema dell'utilità attesa, ma anche di cogliere i meccanismi psicologici all'origine di tali anomalie e il loro contributo al miglioramento della modellistica economica [...] In questo contesto l'approccio psicologico non sostituisce ma integra il metodo economico”, in *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 21.

⁴⁹⁸ Sovente queste due logiche a base del processo decisionale sono associate a due diverse tipologie di investitori: da un lato gli investitori specializzati che tendenzialmente seguono la logica analitico-razionale e, dall'altro, gli investitori non specializzati che tendenzialmente seguono una logica “emotiva”. A ben vedere questa differenziazione non può essere del tutto accolta laddove sovente anche gli investitori specializzati possono essere spinti da logiche non razionali soprattutto in presenza di particolari condizioni di mercato.

logiche è a base del processo decisionale degli investitori ed è tra i principali fattori di variabilità dei mercati finanziari soprattutto in contesti di forte incertezza.

Indipendentemente dalle modalità di integrazione della teoria classica e della teoria comportamentale, è dal dovuto riconoscimento che si deve alla rilevanza dell'irrazionalità nel processo decisionale degli investitori che va ricercato quel rischio "soggettivo", inteso come percezione cognitiva della dinamica degli eventi, da aggiungere al rischio "oggettivo" proprio della logica analitico-razionale⁴⁹⁹.

La dinamica del debito oltre ad incidere sul rischio oggettivo dell'azienda – generando effetti sul suo equilibrio economico-patrimoniale-finanziario a valere nel tempo – incide in via diretta sul rischio soggettivo in ragione della percezione che gli investitori hanno circa la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni connessi al debito in ottica prospettica.

La teoria dei segnali, *Signalling Theory*⁵⁰⁰, attribuisce al debito una funzione "segnalatica" rilevante verso gli investitori circa le dinamiche aziendali in ottica attuale e prospettica⁵⁰¹.

La teoria, partendo dalle asimmetrie informative, si struttura sull'assunto che le informazioni fornite dall'azienda al mercato devono rispettare il principio di credibilità:

⁴⁹⁹ R.Ferretti, E.Rubaltelli, R.Rumiati, evidenziano come "La teoria finanziaria ci offre concetti di rischio, indicatori di rischio, misure di atteggiamento (avversione) al rischio ben definiti e quantificabili. Gli studi psicologici ci restituiscono un quadro molto più articolato e dai contorni sfumati in cui: a) l'atteggiamento non è costante ma dipende dall'inquadrare la scelta in termini di guadagni o di perdite; b) si ricorre a indicatori di rischio plurimi la cui valenza cambia nei diversi contesti; c) si incappa in problemi di misurazione che creano una divergenza fra rischio obiettivo e rischio percepito; d) sulla percezione del rischio incidono frame, competenza, fattori culturali, elementi cognitivo-analitici, elementi affettivo-esperenziali. Di fronte a tutto ciò il risparmiatore non può che sentirsi disorientato nel cercare quale sia il proprio atteggiamento verso il rischio", in *La mente finanziaria*, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 127.

⁵⁰⁰ La teoria è stata sviluppata da M.Spence, *Market Signalling*, Cambridge, Harvard University Press, 1974. Tra gli altri si vedano anche: H.Leland, D.Pyle, *Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*, in *Journal of Finance*, 1977; S.A.Ross, *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*, in *Bell Journal of economics*, 1, 1977; S.Bhattacharia, *Non Dissipative Signalling Structures and Dividend Policy*, in *Quarterly Journal of Economics*, n.1, 1980; M.Miller, K.Rock, *Dividend Policy under Asymmetric Information*, in *Journal of Finance*, 1985; S.C.Myers, N.Majluf, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have*, in *Journal of Financial Economics*, giugno 1984; M.Byless, S.Chaplinsky, *Expectations of Security Type and the Information Content of Debt and Equity Offers*, in *Journal of Financial Intermediation*, giugno 1991. D.Venanzi, evidenzia come "In presenza di asimmetrie informative le decisioni finanziarie possono essere strumenti di divulgazione di informazioni private. Per i manager, infatti, non è facile divulgare informazioni al mercato sulle prospettive future dell'impresa senza svelare alla concorrenza informazioni private. Se i mercati finanziari non sono completamente trasparenti, e di conseguenza i prezzi di mercato non riflettono tutte le informazioni, queste informazioni potrebbero essere fornite dai manager o dai proprietari dell'impresa tramite le scelte di finanziamento assunte [...]. L'emissione di debito può rappresentare un segnale credibile. Infatti, se la fonte che divulga l'informazione può potenzialmente avere interesse a divulgare informazioni errate, allora perché il segnale sia credibile è necessario che l'informazione, se falsa, abbia conseguenze negative per chi la divulga. Essendo obbligati e non discrezionali i flussi connessi al servizio del debito, pena l'insolvenza o il fallimento, l'emissione di debito rappresenta un segnale credibile (più che non i dividendi, che sono discrezionali e quindi possono essere ridotti o omessi in situazioni negative)", in *Il puzzle della struttura finanziaria*, Person, Milano, 2010, pagg. 32-33.

⁵⁰¹ S.A.Ross, *The determination of financial structure – The incentive signalling-approach*, in *The Bell Journal of Economics*, n.1, 1977.

le affermazioni sono ritenute credibili se sostenute da azioni che risulterebbero molto costose ove mai queste fossero ritenute non attendibili⁵⁰². In tal senso l'incremento del livello di debito, è un indicatore primario per il mercato del grado di fiducia del management verso la capacità dell'azienda di generare, in ottica prospettica, performance positive⁵⁰³. L'indebitamento, infatti, presuppone la capacità dell'azienda di sostenerne nel tempo i relativi obblighi⁵⁰⁴. Il livello di indebitamento, dunque, è un segnale preciso con il quale il management può caratterizzare l'azienda sul mercato. Il debito, inoltre, proprio per il suo effetto segnaletico ai mercati finanziari, consente di minimizzare i costi della selezione avversa⁵⁰⁵ differentemente dall'equity.

⁵⁰² J.Berk, P.DeMarzo, evidenziano con riferimento al principio di credibilità evidenza come “Le affermazioni che riguardano il proprio interesse sono credibili solo se sostenute da azioni che sarebbero troppo costose se tali affermazioni non fossero vere. Questo principio è l'essenza della massima: “Le azioni contano di più delle parole”. Un modo in cui un'impresa può comunicare in maniera credibile la propria forza agli investitori è quello di fare delle dichiarazioni sul proprio futuro che gli investitori e gli analisti sono in grado di verificare. Poiché le pene per aver ingannato in modo intenzionale gli investitori sono molto elevate, gli investitori crederanno a tali dichiarazioni”, in Finanza Aziendale 1, Pearson, Milano, 2008, pag. 531.

⁵⁰³ V.Comito evidenzia come “Data l'esistenza di forti di simmetrie informative tra l'impresa e il mercato, la scelta dello strumento di finanziamento contiene un segnale cui il mercato presta notevole attenzione. Un investitore che “possiede” un buon progetto di investimento ne comunicherà l'esistenza al mercato attraverso i mutamenti che esgli apporterà al suo portafoglio di attività. Se, in effetti, il suo progetto è veramente interessante, egli consacrerà una parte importante delle sue risorse a tale progetto, a deterimento di altri impieghi e anche del livello di diversificazione del suo portafoglio. Questa azione di riduzione nei livelli di diversificazione a favore del progetto segnalerà al mercato il valore del progetto. [...] Quindi ogni modifica nel portafoglio dell'imprenditore, nei confronti della sua impresa, comporta un cambiamento della percezione, da parte del mercato, dei flussi di cassa futuri dell'impresa stessa; ne risulta un cambiamento nella politica di finanziamento dell'impresa e un cambiamento nel valore dell'impresa stessa; il valore di un'impresa è così correlato positivamente con la parte di capitale posseduto dall'azionista-dirigente. Ecco un caso in cui l'ipotesi di Modigliani e Miller dell'interdipendenza tra decisioni di investimento e decisioni di finanziamento e tra decisioni di finanziamento e valore dell'impresa viene meno”, in Idee e Capitali, Isedi, 2001, pag. 195.

⁵⁰⁴ La teoria dei segnali presuppone la necessità, da un lato, di definire un sistema di premi-punizioni al fine di indurre il management ad inviare corretti segnali al mercato e, dall'altro, che questi sia in grado di riconoscere i segnali corretti da quelli non corretti. J.Berk, P.DeMarzo, D.Venanzi, evidenziano come “[...] Il debito può essere utilizzato dall'impresa per inviare segnali credibili al mercato circa le prospettive di crescita futura profittevole: aumentare l'indebitamento significa impegnare l'impresa a elevati pagamenti futuri connessi al debito. Se l'impresa prevede investimenti futuri molto profittevoli, ma non può rivelare al mercato i dettagli di queste prospettive (senza incorrere in costi elevati o annullare il vantaggio competitivo che queste opportunità le daranno), può usare il rapporto d'indebitamento per convincere gli investitori del fatto che ha l'informazione che l'impresa crescerà, anche se non è in grado di fornire dettagli verificabili sulle cause della crescita. Il segnale sarà credibile solo se l'impresa, qualora dichiara il falso o stia sbagliando sulle prospettive future, sarà a rischio di insolvenza se non avesse opportunità di crescita, perché avrebbe problemi a pagare i creditori e andrebbe incontro al dissesto finanziario, costoso tanto per l'impresa quanto per i suoi manager”, in Capital Budgeting, Pearson, Milano, 2009, pagg. 301-302.

⁵⁰⁵ Il principio di selezione avversa si struttura sulle asimmetrie informative e statuisce, in termini generali, che in presenza di informazioni private del cedente circa il valore del bene da cedere, l'acquirente potrebbe voler pagare un prezzo inferiore rispetto a quanto richiesto ritenendo il bene di bassa qualità in ragione della volontà di cederlo. G.Akerlof, The market for lemons: quality, uncertainty, and the market mechanism, in Quarterly Journal of Economics, 1970. J.Berk, P.DeMarzo, con riferimento al mercato azionario esplicitano il principio di selezione avversa come segue “[...] Supponiamo che il proprietario di una start-up vi dica che l'impresa ha una meravigliosa opportunità d'investimento e che

Per effetto della selezione avversa è possibile che in sede di emissione di azioni si generi una riduzione del loro valore. In termini generali, infatti, quanto maggiori sono le asimmetrie informative tanto maggiore è la probabilità di emettere nuove azioni ad un prezzo inferiore rispetto al prezzo di mercato antecedente l'annuncio del collocamento azionario in ragione dello sconto applicato dagli investitori⁵⁰⁶. Tale sconto è di fatto un costo di emissione: esso è tanto maggiore quanto maggiore sono le asimmetrie informative e la carenza di informazioni e può essere tale da indurre il management a non procedere con l'emissione⁵⁰⁷.

Per effetto del principio di selezione avversa, pertanto, il prezzo delle azioni aumenta nel momento antecedente l'annuncio⁵⁰⁸ e si riduce all'annuncio dell'emissione⁵⁰⁹. Il management deve, dunque, sfruttare le *windows of opportunities* che si possono aprire

quindi si offra di vendervi il 70% della sua partecipazione. Egli dichiara di voler vendere solo perché vuole diversificare il suo portafoglio. Anche se capite questo suo desiderio, avete anche il sospetto che il proprietario sia desideroso di vendervi una grossa partecipazione perché ha informazioni negative sulle prospettive future dell'impresa. Ciò significa che forse sta cercando di liquidare la sua quota prima che le cattive notizie diventino pubbliche. [...] il desiderio del proprietario di un'azienda di vendere le sue azioni può farvi riflettere sulla bontà dell'opportunità di investimento. Sulla base del "principio del bidone", quindi, ridurrete il prezzo che sarete disposti a pagare. Questo sconto del prezzo dovuto alla selezione avversa è un costo potenziale dell'emissione d'azioni e può frenare i proprietari che hanno buone informazioni sull'impresa dall'emettere azioni", in Finanza Aziendale 1, Pearson, Milano, 2008, pag. 533.

⁵⁰⁶ Il mercato è consapevole che l'azienda farà ricorso a nuovo equity mediante emissione azionaria solo se riterrà il prezzo corrente delle azioni conveniente ovvero se esse sono sopravvalutate. Il mercato, dunque, leggerà l'emissione di nuove azioni come l'intento da parte dell'azienda di trarre profitto da una condizione favorevole con la conseguenza che gli investitori chiederanno uno sconto all'emissione sul prezzo di collocamento. M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinizia, evidenziano come "[...] nel momento in cui il management giudica l'azione sopravvalutata può essere indotto a collocare nuove azioni sul mercato, ne discende che gli investitori che non dispongono dello stesso patrimonio informativo del management leggano nell'emissione azionaria l'intento di trarre profitto da condizioni particolarmente favorevoli all'emittente e quindi tendono a chiedere uno sconto sul prezzo di emissione. Analogamente in sede di riacquisto azioni il messaggio veicolato al mercato può essere quello di una possibile sottovalutazione dell'azione che quindi può reagire positivamente a un simile annuncio", in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 11.

⁵⁰⁷ L'emissione di nuovo equity in questo caso, infatti, genera una perdita di valore in capo agli attuali azionisti. D.Venanzi, Il puzzle della struttura finanziaria, Pearson, Milano, 2010, pag. 27, definisce la perdita che si genera in capo agli attuali azionisti per effetto delle asimmetrie informative come "*costi di informazione*".

⁵⁰⁸ L'azienda che emette equity è incentivata a ritardare l'emissione sino a che non sia resa pubblica una notizia che influenza positivamente il prezzo delle azioni in modo da compensare l'effetto negativo derivante dal segnale agli investitori. Diversi studi hanno dimostrato che nel periodo antecedente l'emissione di nuovo equity, il valore delle azioni è risultato superiore rispetto al mercato. Cfr. D.Lucas, R.McDonald, Equity issues and stock price dynamics, in Journal of Finance, 45, 1990.

⁵⁰⁹ Nell'emettere equity l'azienda invia un segnale agli investitori: le azioni sono sopravvalutate. Gli investitori sono, dunque, disposti a pagare meno ed il prezzo delle azioni si riduce. Diversi studi sembrano confermare questo risultato. Si è calcolato che negli Stati Uniti il prezzo delle azioni di un'azienda quotata si riduce mediamente del 3% all'annuncio di un'emissione azionaria. Cfr. P.Asquith, D.Mullins, Equity issues and offering dilution, in Journal of Financial Economics, 15, 1986; R.Masulis, A.Korwar, Seasoned equity offerings: an empirical investigation, in Journal of Financial Economics, 15, 1986; W.Mikkelsen, M.Partch, Valuation effects of security offerings and the issuance process, in Journal of Financial Economics, 15, 1986.

sul mercato individuando il momento in cui emettere nuove azioni⁵¹⁰. Il problema, dunque, non si pone solo in riferimento alla natura dell'emissione ed alla relativa entità ma anche in riferimento al tempo di emissione⁵¹¹. E' in tal senso che il management fa ricorso a strategie di *market timing*⁵¹². Semplificando il ragionamento, se il management prevede di realizzare investimenti profittevoli e ciò non si traduce in incremento del valore delle azioni sul mercato, che dunque risultano sottovalutate, allora troverà conveniente far ricorso al debito piuttosto che all'equity evitando perdite di valore⁵¹³; differentemente se il management ritiene difficile realizzare investimenti profittevoli e ciò non si traduce in riduzione del valore delle azioni sul mercato, che dunque risultano sopravvalutate, allora troverà conveniente finanziarsi mediante equity piuttosto che debito⁵¹⁴.

E' bene evidenziare come il perseguimento di strategie di *market timing* non inquadrato e definito all'interno di uno schema logico generale incentrato sul governo dell'azienda, possano, di fatto, modificare in modo duraturo la struttura finanziaria. In tal senso la struttura finanziaria adottata risulterebbe l'effetto di cumulate azioni di *timing* sul mercato dell'equity⁵¹⁵.

Il ricorso al debito in luogo dell'equity consente di minimizzare i costi associati alle asimmetrie informative derivanti dagli effetti della selezione avversa⁵¹⁶. Benché anche

⁵¹⁰ Diversi studi hanno evidenziato come le asimmetrie informative si riducano al minimo immediatamente dopo l'annuncio dei risultati economici. Cfr. R.Korajczyk, L.Deborah, R.McDonald, The effect of information releases on the pricing and timing of equity issues, in *Review of Financial Studies*, 4, 1991. D.J.Lucas e R.L.McDonald, "Equity Issues and Stock Price Dynamics", in *Journal of Finance*, 45, 1990; T.Lounghran e J.R.Ritter, "The New Issues Puzzle", in *Journal of Finance*, 50, 1995; M.Dutordoier, L.Van de Gucht, "Are There Windows of Opportunity For Convertible Debt Issuance? Evidence for Western Europe", in *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, 2007.

⁵¹¹ In termini generali se l'azienda emette debito quando il mercato si aspetta equity, allora questi riterrà l'equity sottovalutato; diversamente se l'azienda emette equity quando il mercato si aspetta debito, allora questi riterrà l'equity sopravvalutato. V.Comito evidenzia come "[...] emettendo titoli di debito quando il mercato si aspettava piuttosto un'emissione azionaria, si segnala che il valore del capitale proprio dell'azienda era sottovalutato. Viceversa, se si emette sul mercato nuovo capitale mentre il mercato si attendeva un aumento dell'indebitamento, si segnala che il capitale netto era sopravvalutato" in *Idee e Capitali*, Isedi, 2001, pag. 195.

⁵¹² D.Venanzi, *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson, Milano, 2010, pag. 26 e ss.

⁵¹³ La remunerazione dell'equity è discrezionale e residuale differentemente dalla remunerazione del debito che è obbligatoria. Ne consegue che il valore di mercato delle azioni è più sensibile rispetto al valore di mercato del debito alle informazioni inerenti le performance attese dell'azienda.

⁵¹⁴ J.Berk, P.DeMarzo, evidenziano come "[...] i manager che sanno che i loro titoli hanno un valore elevato non li venderanno, invece quelli che sanno che hanno un valore ridotto li venderanno. A causa di questa selezione avversa, gli investitori saranno disposti a pagare un basso prezzo per i titoli. Questo problema crea un costo per le imprese che devono raccogliere capitale dai propri investitori per finanziare nuovi investimenti. Se decideranno di emettere azioni, gli investitori ne sconteranno il prezzo che saranno disposti a pagare per riflettere la possibilità che i manager siano al corrente di cattive notizie", in *Finanza Aziendale 1*, Pearson, Milano, 2008, pag. 535. Si veda anche Myers-Majluf, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, in *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pagg. 187-221.

⁵¹⁵ M.Baker, J.Wurgler, Market timing and capital structure, in *Journal of Finance*, vol. 57, 2002.

⁵¹⁶ A.Damodaran evidenzia come "Quando le imprese emettono titoli, i mercati interpretano l'emissione come un segnale di ciò che il management pensa circa la corretta valutazione dei titoli. Questo segnale sarà più negativo per i titoli azionari, per i quali c'è una maggiore asimmetria informativa, e meno negativo per i titoli come le obbligazioni ordinarie, per i quali l'asimmetria informativa è minore", in *Finanza aziendale*, Apogeo, 2001, pag. 321. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come "[...]

le emissioni di debito possano risentire degli effetti della selezione avversa, il valore del debito risulta meno sensibile all'informazione privata dei manager per cui la sottovalutazione del prezzo tenderà ad essere inferiore rispetto all'equity⁵¹⁷.

A ben vedere se il mercato fosse trasparente e non vi fossero asimmetrie informative, il management dell'azienda non dovrebbe investire più di quanto effettivamente necessario per trasmettere al mercato fiducia nel suo operato⁵¹⁸.

In presenza di asimmetrie informative le decisioni inerenti l'indebitamento rappresentano un segnale forte per gli investitori circa le dinamiche dell'azienda in ottica attuale e prospettica⁵¹⁹.

Se i manager sono informati meglio degli investitori ed entrambi i gruppi sono razionali, allora l'impresa che può indebitarsi lo farà, piuttosto che emettere nuove azioni. In altre parole, le emissioni di debito saranno in cima all'ordine di scelta. [...] Con tutte le eccezioni viste, l'informazione asimmetrica può spiegare in pratica la prevalenza del finanziamento tramite debito sull'emissione di nuove azioni. Le emissioni di debito sono frequenti; quelle di azioni rare. La maggior parte dei finanziamenti esterni proviene dal debito, anche negli Stati Uniti, dove i mercati azionari sono efficienti dal punto di vista informativo. Le emissioni di azioni sono ancor più difficili nei paesi con mercati azionari meno sviluppati. Nessuno dice che le imprese dovrebbero impegnarsi per ottenere alti rapporti d'indebitamento, solo che è meglio raccogliere capitale di rischio reinvestendo gli utili non distribuiti, piuttosto che emettendo azioni. Infatti, un'impresa con ampie risorse generate internamente, non deve vendere nessun tipo di titolo e così evita completamente i costi di emissione e i problemi dell'informazione", in Principi di Finanza Aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pagg. 509-510.

⁵¹⁷ In termini generali il mercato, consapevole di possedere meno informazioni rispetto al management e ben sapendo l'incentivo che questi ha a porre in essere strategie di *market timing*, in presenza di emissioni di equity tende a rispondere con una riduzione del relativo valore di mercato; diversamente in presenza di emissioni di debito tendenzialmente non presenta particolari reazioni. J.Berk, P.DeMarzo, D.Venanzi, evidenziano come "[...] Benché anche le emissioni di debito possano risentire della selezione avversa, il valore del debito a basso rischio non è molto sensibile all'informazione privata dei manager sull'impresa (ma viene invece influenzato dai tassi di interesse) e quindi la sottovalutazione del prezzo tenderà a essere inferiore per il debito rispetto al capitale proprio. [...] I manager che percepiscono che il capitale proprio dell'impresa è sottovalutato preferiranno finanziare i loro investimenti usando gli utili accantonati o l'indebitamento, piuttosto che il capitale proprio", in *Capital Budgeting*, Pearson, Milano, 2009, pagg. 302-303. D.Venanzi evidenzia come "In presenza di asimmetrie informative, se l'impresa ha prospettive profittevoli di investimento che non si riflettono nel prezzo di mercato delle azioni, che risultano sottovalutate, l'impresa ricorre all'emissione di debito piuttosto che di capitale proprio (per evitare appunto le perdite di valore). Di contro, l'impresa con prospettive negative e azioni sopravvalutate, avranno interesse a emettere azioni o a fare acquisizioni pagate con azioni. Il mercato, sapendo di avere minori informazioni del management, e conoscendo l'incentivo del management ad attuare una strategia di *market timing* nelle emissioni di azioni, risponde con una sistemica riduzione del prezzo delle azioni in presenza di nuove emissioni di capitale proprio (in media del 3%). Di contro, la reazione media del mercato all'emissione di obbligazioni non è significativamente diversa da 0", in *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson, Milano, 2010, pagg. 26-27.

⁵¹⁸ V.Comito evidenzia come per effetto delle asimmetrie informative "[...] l'imprenditore, che beneficia di informazioni privilegiate, è obbligato a investire mezzi propri nel progetto in quantità superiore a quanto avrebbe dovuto fare se il mercato fosse stato perfetto, con un'informazione gratuita e accessibile a tutti", in *Idee e Capitali*, Isedi, 2001, pag. 195.

⁵¹⁹ D.Venanzi evidenzia come "[...] Per i manager [...] non è facile divulgare informazioni al mercato sulle prospettive future dell'impresa senza svelare alla concorrenza informazioni private. Se i mercati finanziari non sono completamente trasparenti, e di conseguenza i prezzi di mercato non riflettono tutte le informazioni, queste informazioni potrebbero essere fornite dai manager o dai proprietari dell'impresa tramite le scelte di finanziamento assunte [...]", in *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson, Milano, 2010, pagg. 32-33.

Pertanto, da un lato i mercati finanziari rivestono un ruolo centrale in sede di determinazione della struttura finanziaria dell'azienda⁵²⁰ per effetto dell'incidenza delle asimmetrie informative⁵²¹; dall'altro, proprio le scelte inerenti la struttura finanziaria aiutano la relazione tra azienda e mercati finanziari riducendo le asimmetrie informative con conseguente creazione di valore⁵²².

3.3. – L'indebitamento dell'azienda ed il rendimento degli investitori

La componente di rischio soggettivo integra e rettifica, in senso positivo ovvero negativo, il rischio oggettivo che gli investitori finanziari si assumono in sede decisionale. Questi, infatti, sono estranei al governo dell'azienda con conseguente non conoscenza diretta e piena delle dinamiche aziendali e delle logiche decisionali ed operazionali che le determinano. E' in questo contesto che trova piena e legittima collocazione il rischio soggettivo il quale risulta funzione lineare del livello di fiducia che gli investitori finanziari ripongono nel governo dell'azienda.

Il profilo di rischio dell'azienda nei mercati finanziari, pertanto, risulta funzione del rischio oggettivo, in ragione della condizione di equilibrio economico-finanziario-patrimoniale a valere nel tempo dell'azienda e delle strategie di portafoglio degli investitori, e del rischio soggettivo in ragione della percezione che gli investitori hanno delle dinamiche aziendali in ottica attuale e prospettica⁵²³.

⁵²⁰ D.Venanzi, evidenzia come “[...] *L'indice del mercato azionario o la variazione dei prezzi delle azioni dell'impresa ovvero il suo extra rendimento rispetto al rendimento medio del mercato sono variabili che influenzano il rapporto di indebitamento: trend favorevoli dei corsi delle azioni dell'impresa incentivano a preferire il ricorso al mercato azionario per finanziarsi*”, in *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson, Milano, 2010, pag. 27.

⁵²¹ M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinzia, evidenziano come “[...] *le asimmetrie informative indirizzano le scelte in materia di struttura finanziaria e in particolare lo fanno dando priorità alle forme di raccolta che meno scontano dette asimmetrie [...] In tal modo tendono a minimizzare i vincoli finanziari &c.d. financial constraints*), ossia:

- *Il maggior costo delle fonti esterne associato alle forme di raccolta che maggiormente scontano dette asimmetrie;*
- *Il razionamento delle fonti esterne (c.d. capital rationing), ossia la difficoltà ad accedere a tali fonti*”, in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pagg. 9-10.

⁵²² M.Dalocchio, D.Tzivelis, A.A.Vinzia, evidenziano come “*Se quindi le politiche del passivo aiutano a rendere i mercati più efficienti perché contribuiscono a ridurre le asimmetrie informative e quindi facilitano in modo sistemico la formazione di decisioni migliori, allora si può ritenere che hanno un influsso sulla capacità di creare valore*”, in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pag. 11.

⁵²³ M.Galeotti, evidenzia come “*Va detto, inoltre, che nell'ottica dell'investitore finanziario sussiste poi un'ulteriore componente di incertezza legata al fatto che egli si pone al di fuori del nucleo di controllo della gestione aziendale, affidata istituzionalmente al management ed agli azionisti di comando. Ciò significa, da un lato, che non ha la possibilità di influire direttamente sugli andamenti gestionali, dall'altro che la sua conoscenza della situazione aziendale è mediata dagli organi di governo dell'impresa. Questa componente di incertezza pesa sulla valutazione dell'investimento finanziario in modo simile alla rischiosità dell'impresa. Infatti il rischio percepito dall'investitore risulta, nel complesso, inversamente proporzionale alla fiducia che egli ripone nei soggetti che guidano l'impresa ed al suo grado di conoscenza della realtà aziendale. L'incertezza, nella prospettiva dell'investitore, ha quindi due componenti: la prima legata alla rischiosità oggettiva dell'azienda; la seconda al fatto che l'investitore stesso ha una conoscenza indiretta della realtà aziendale e non può incidere sulla gestione*”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 110.

L'azienda, pertanto, al fine di competere nei mercati finanziari in vista del reperimento delle risorse di cui necessita, oltre che sul profilo rischio-rendimento e sulla differenziazione dell'offerta finanziaria, deve far leva sulla trasparenza amministrativa, su una stabile e credibile governance, su processi gestionali affidabili e sulla comunicazione efficace delle strategie perseguite⁵²⁴. Queste leve gestionali, infatti, consentono agli investitori di meglio comprendere le dinamiche aziendali e le relative strategie di sviluppo permettendo di mitigare il rischio soggettivo: quanto maggiore è la fiducia che gli investitori ripongono nel governo dell'azienda tanto minore è il rischio che ritengono di assumersi.

In questo quadro logico si inseriscono gli effetti del debito sul profilo di rischio dell'azienda. Esso, infatti, incide in modo profondo sia sul rischio oggettivo, generando effetti rilevanti sull'equilibrio economico-patrimoniale-finanziario dell'azienda a valere nel tempo, sia sul rischio soggettivo, generando effetti sulla percezione che gli investitori hanno delle dinamiche dell'azienda e della sua capacità di generare performance attese positive in vista della sostenibilità degli oneri connessi al debito.

La capacità dell'azienda di raccogliere capitale di debito è funzione del valore generato nell'ottica degli investitori. Nel mercato del debito prioritariamente si rende necessario distinguere tra *market-oriented* e *bank-oriented*⁵²⁵: nel primo caso si fa riferimento ai processi di mercato caratterizzati dall'emissione e circolazione di strumenti mobiliari

⁵²⁴ Le leve gestionali mediante cui l'azienda compete nei mercati finanziari sono: il rendimento; il profilo di rischio; la trasparenza amministrativa e la comunicazione delle strategie; la corporate governance e l'affidabilità dei processi gestionali; i fattori di differenziazione dell'offerta finanziaria. M.Galeotti, *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 111 e ss. In particolare M.Galeotti, evidenzia come “[...] la trasparenza amministrativa, l'efficace comunicazione delle strategie aziendali, l'affidabilità dei processi gestionali, la struttura di Governance, la capacità e la disciplina gestionale costituiscono degli ulteriori elementi della strategia finanziaria. Su questi l'azienda può e deve far leva per competere in modo più efficace sui mercati dei capitali. Infatti, analogamente a quanto avviene per il rischio, l'insufficiente trasparenza amministrativa e la scarsa affidabilità gestionale si traducono in una penalizzazione per l'azienda [...]”, *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 110.

⁵²⁵ G.Forestieri, evidenzia come “I sistemi finanziari sono classificati a seconda che l'assetto dei circuiti di trasferimento delle risorse sia *market-oriented* o *bank-oriented*. La distinzione fa riferimento, nel primo caso, al prevalere dei processi di mercato: emissione e circolazione di strumenti mobiliari, negoziazione e pricing impersonali e multilaterali, ruolo degli intermediari come meccanismi integratori del processo di mercato (emissione, negoziazione, regolamento, consulenza gestione). Nel secondo caso, si fa invece riferimento a circuiti creditizi che sono basati sul fatto che sono le banche a essere controparte diretta (creditori) dei prenditori di fondi, che gli strumenti contrattuali hanno natura non mobiliare, quindi non trasferibile e non liquida, che il pricing è il risultato di una negoziazione bilaterale e che rappresenta un'informazione privata. Storicamente, si può osservare che i sistemi «di mercato» sono essenzialmente quelli dei paesi anglosassoni, mentre quelli orientati alle banche sono principalmente quelli dell'Europa continentale e del Giappone. E' anche vero che, a un'osservazione più attenta, la distinzione può risultare semplicistica. Certamente negli ultimi anni si è assistito a una progressiva convergenza tra i due modelli: in particolare, i sistemi tradizionali orientati alle banche hanno visto crescere in misura anche significativa i circuiti di mercato. In questa cornice generale, si può ora inserire un fenomeno che va nella stessa direzione, cioè del peso crescente della componente di mercato. Si tratta del fatto che gli stessi circuiti creditizi sono alimentati da operazioni che sempre più spesso sono strutturate con i criteri propri delle transazioni di «mercato aperto». In definitiva, si può quindi osservare come gli stessi circuiti creditizi perdano, in parte, la loro caratterizzazione di operazioni bilaterali, non trasferibili, non liquide, soggette a informazione privata”, in *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2009, pag. 243.

dove il *pricing* è funzione di negoziazioni impersonali-multilaterali e dove sono presenti intermediari con ruolo di integrazione del processo di mercato; nel secondo caso si fa riferimento ai circuiti creditizi con controparte diretta (tipicamente la banca) dove gli strumenti contrattuali non hanno natura mobiliare (sono dunque trasferibili e liquidi) ed il *pricing* è funzione di una negoziazione bilaterale privata. Negli ultimi anni si è assistito ad una convergenza dei due modelli a seguito del peso crescente della componente di mercato.

Il rendimento atteso dagli investitori in debito esprime il costo del capitale di debito per l'azienda ed è funzione di diverse variabili. Tra queste le principali attentano: al rischio di debito, alla durata dell'obbligazione, al regime fiscale, alle clausole obbligazionarie, all'entità della cedola⁵²⁶.

Il rischio di debito esprime la probabilità che l'azienda non sia in grado di onorare, nei modi e nei tempi previsti, gli obblighi inerenti il debito.

In termini generali le obbligazioni corporate offrono un rendimento maggiore rispetto alle obbligazioni governative in ragione del maggior rischio di debito connesso all'azienda. In particolare il tasso di interesse sul debito è pari alla somma del tasso *free-risk* (r_f), che indica il rendimento offerto da titoli a rischio nullo⁵²⁷, e dello *spread* (S), che indica la maggiorazione di rendimento in ragione del rischio di insolvenza, *default*, associato all'azienda⁵²⁸:

$$r_D = r_f + S$$

⁵²⁶ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti, Apogeo, Milano, 2007, pagg. 578-600.

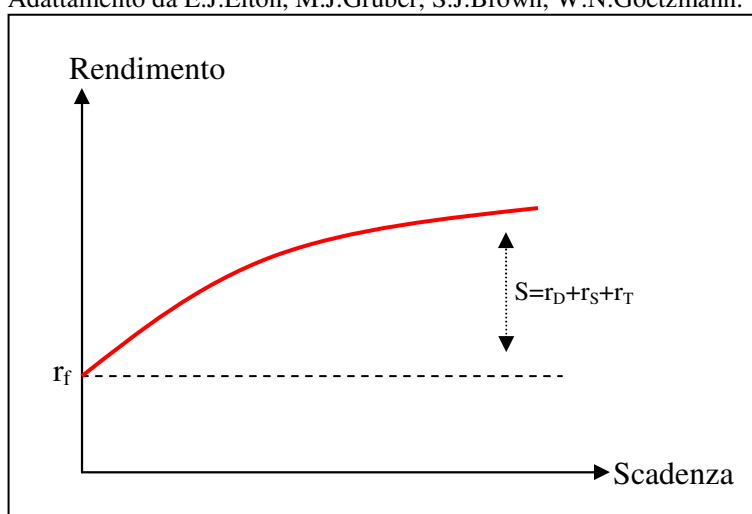
⁵²⁷ In termini finanziari un'attività è a rischio nullo se con certezza si conoscono i rendimenti attesi. L'assenza totale di rischio con riferimento ad investimenti è una contraddizione in termini. Si rende, dunque, necessaria un'assunzione: si assume nullo il profilo di rischio di attività che presentano un basso rischio tale da poter essere trascurato. In tal senso si è soliti approssimare il tasso offerto dai titoli di Stato a basso rischio di *default* al tasso *free-risk*.

⁵²⁸ M.Galeotti evidenzia come “*Nella prospettiva dei finanziatori la creazione del valore si lega al tasso di interesse, al rischio di credito ed alle loro relazioni dinamiche. Il tasso di interesse – o costo del capitale di credito – risulta dalla somma di due componenti: il tasso base e lo spread. Il primo corrisponde al livello corrente dei rendimenti garantiti dai finanziamenti a lungo termine senza rischio. Lo spread rappresenta, invece, la maggiorazione di rendimento richiesta sullo specifico finanziamento per coprire il rischio di insolvenza, ossia l'eventualità che l'impresa-debitrice non sia in grado di rispettare i propri impegni e aumenta in proporzione al rischio di insolvenza del debito. Il rischio di credito (o rischio di insolvenza) riflette la rischiosità dell'azienda finanziata, in quanto dipende dalla capacità futura dell'azienda stessa di produrre ricchezza, in particolare dalla consistenza, aleatorietà e variabilità dei flussi economico-finanziari prodotti in prospettiva dalla gestione caratteristica. E' su tali flussi “operativi”, infatti, che gravano fisiologicamente le uscite connesse ai finanziamenti assunti. Nell'ottica del singolo finanziatore il rischio, inoltre, è influenzato da eventuali diritti che altri finanziatori [...] possono vantare sul patrimonio dell'azienda e/o sui flussi di ricchezza che questa produce. Il rischio di insolvenza varia, quindi, anche in relazione alla consistenza dell'attivo aziendale, alla sua entità rispetto ai debiti (indice di indebitamento) ed alle garanzie che assistono le varie operazioni di finanziamento*”, in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pag. 38. F.S.Mishkin, S.G.Eakins, G.Forestieri, evidenziano come “*La differenza fra i tassi di rendimento sulle obbligazioni con rischio di insolvenza e quelli sulle obbligazioni esenti da tale rischio, denominata premio per il rischio, indica quanto interesse supplementare l'investitore richiede per essere disposto a detenere un'obbligazione rischiosa [...] un'obbligazione con rischio di insolvenza ha sempre un premio per il rischio positivo [...] quanto più elevato è questo rischio, tanto maggiore sarà il premio richiesto*”, in Istituzioni e mercati finanziari, 2^a ed., Pearson, Milano, 2010, pag. 117.

A ben vedere lo *spread* non esprime solo il rischio di *default* dell'azienda. Per le obbligazioni ad elevato *rating*, infatti, solo una parte dello *spread* esprime il rischio *default*. Una frazione non marginale dello *spread* è, infatti, funzione della sensibilità delle obbligazioni societarie ai fattori di rischio sistematico. Infine, se si assume che gli interessi sulle obbligazioni governative godano di una tassazione inferiore rispetto agli interessi sulle obbligazioni societarie, gli investitori richiederanno un premio commisurato alla maggiore tassazione⁵²⁹. Lo *spread*, dunque, risulta funzione del premio per il rischio di *default* (r_D), del premio per il rischio sistematico (r_S), del premio per la tassazione (r_T).

Figura 3.8. Lo Spread

Adattamento da E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann.



La valutazione sintetica del rischio di insolvenza dell'azienda è espressa, sovente, mediante *rating*. Il *rating* è un giudizio sintetico sul grado di affidabilità dell'azienda: esprime la sua capacità (in senso positivo) ovvero incapacità (in senso negativo) di far fronte agli obblighi inerenti il debito. E', dunque, rappresentativo del grado di solvibilità dell'azienda⁵³⁰: traduce in termini quantitativi il rischio di *default* associato all'azienda.

⁵²⁹ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come “[...] Molti ritengono che il rischio di insolvenza sia la maggiore determinante dello spread dei corporate, ma per i bond con rating A solo una piccola porzione dello spread è spiegata dalla possibilità di insolvenza. Il fatto che le obbligazioni societarie siano soggette alle tasse statali e i titoli governativi non lo siano, spiega invece una buona parte del premio. Infine, un'altra frazione sostanziale dello spread è spiegata dalla sensibilità delle obbligazioni societarie ai fattori di rischio sistematico e dalla necessità di ricevere un rendimento maggiore a compenso di questo rischio”, in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pagg. 594-595.

⁵³⁰ La valutazione è sintetizzata in un punteggio che indica la classe di *rating* espressa mediante simbologia. Ad ogni classe di *rating*, con riferimento alle aziende che ve ne fanno parte, corrisponde una determinata frequenza di *default*. Tra gli altri: E.Pavarini, *L'equilibrio finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2006, pagg. 11 e ss.; G.De Laurentis-S.Caselli, *Miti e verità di Basilea 2. Guida alle decisioni*, Egea, Milano, 2004, pag. 32 e ss.; Gruppo Capitalia, *Basilea 2 e nuova cultura del rating*, 2006, pag. 39 e ss.; A.Damodaran, *Finanza Aziendale*, Apogeo, Milano, 2006, pag. 81; C.M.Pinardi, *Il Mercato dei corporate*

La misurazione del rischio di insolvenza è svolta professionalmente dalle Agenzie di *rating*⁵³¹ ed, a seguito degli Accordi di Basilea⁵³², dalle banche⁵³³. I *rating* predisposti dalle Agenzie (*rating esterni*) e quelli predisposti dalle banche (*rating interni*) seguono concettualmente la medesima metodologia di costruzione: si strutturano sulla base di categorie omogenee di merito creditizio e prendono in esame congiuntamente⁵³⁴ la dinamica⁵³⁵ quantitativa⁵³⁶ e qualitativa⁵³⁷ dell'azienda. I modelli consentono, da un

bond in Italia. Problematiche e prospettive, Egea, Milano, 2003, pag. 156; E.Pavarini, L'equilibrio finanziario, McGraw-Hill, Milano, 2006, pagg. 11 e ss.

⁵³¹ A livello internazionale le principali sono Standards & Poor's, Fitch, Moody's.

⁵³² E.Pavarini, evidenza come "Basilea 2 si rivolge alle banche e stabilisce le regole per la quantificazione dei requisiti patrimoniali. Il soggetto "passivo" delle norme è la banca. Indirettamente, tuttavia, Basilea 2 investe anche le imprese e le ripercussioni non sono meno rilevanti. Il nuovo accordo non cambia soltanto le modalità di quantificazione del capitale regolamentare, ma mette in discussione la logica di fondo della relazione banca-impresa", in L'equilibrio finanziario, McGraw-Hill, Milano, 2006, pag. 25. Si veda anche F.Metelli, Basilea 2. Che cosa cambia, Il Sole 24 ore, Milano, 2003, pagg. 184-187.

⁵³³ L'attribuzione del *rating* da parte delle Agenzie definisce il *rating* esterno. Avviene su richiesta dell'azienda ovvero su iniziativa dell'Agenzia con riferimento alle aziende quotate. In termini generali il sistema dei *rating* esterni opera su base volontaria e in assenza di vincoli normativi. I finanziatori utilizzano il *rating* come elemento orientativo in sede di determinazione dell'ammontare di capitale di debito da sottoscrivere e del relativo costo. La rilevanza sul mercato finanziario del *rating* assegnato all'azienda è funzione principalmente della reputazione dell'Agenzia che lo ha formulato. L'attribuzione del *rating* da parte delle banche alle aziende finanziate definisce il *rating* interno. Differentemente dal *rating* esterno, questo è reso obbligatorio dagli Accordi di Basilea. In tal senso ogni banca deve definire strumenti di misurazione del rischio di debito. Detti strumenti devono essere strutturati in modo tale da rispettare la normativa di riferimento e devono essere verificati dall'Autorità di Vigilanza in vista dell'attestazione di affidabilità. In particolare ciò che rileva per l'Autorità di Vigilanza è la verifica della robustezza dei risultati per la validazione dei modelli, in ragione della rispondenza tra *rating* attribuiti *ex-ante* e tassi di *default* accertati *ex-post*. Le banche, dunque, rispettati i requisiti minimi stabiliti dalla normativa, possono impostare i propri processi di attribuzione del *rating* come meglio ritengono opportuno. E' bene evidenziare che i modelli di *rating* interni, una volta validati ed implementati, vincolano le scelte della banca con riferimento all'opportunità di concedere credito, al relativo ammontare e costo. Cfr. E.Pavarini, L'equilibrio finanziario, McGraw-Hill, Milano, 2006, pagg. 26 e ss.; M.Galeotti, Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pag. 39.

⁵³⁴ E.Pavarini evidenza come "La strutturazione di procedure per la misurazione del rischio creditizio comporta sempre la ricerca di un punto di equilibrio tra gli automatismi delle tecniche quantitative e gli approfondimenti delle analisi qualitative, tenuto conto dei rispettivi costi in rapporto ai margini di ricavo ritraibili dai diversi segmenti di clientela e dalle diverse tipologie di operazioni creditizie e anche dell'entità delle possibili perdite a essi associabili. In genere, i due approcci tendono a essere combinati in proporzioni differenti nelle diverse procedure orientate a segmenti di clientela omogenei per tipologia, dimensione, logiche di comportamento. Le esposizioni retail saranno prevalentemente valutate con sistemi di scoring; mentre, all'estremo opposto, i finanziamenti alle imprese di dimensioni maggiori saranno sottoposti a modelli di *rating* ampiamente integrati da analisi di tipo qualitativo", in L'equilibrio finanziario, McGraw-Hill, Milano, 2006, pag. 27.

⁵³⁵ I modelli di *rating* devono essere dinamici e non statici in ragione della natura stessa dell'azienda. In tal senso il profilo di rischio dell'azienda deve essere continuamente monitorato al fine di assicurare alla banca, in ogni momento, il miglior *pricing*. Il costo del debito, infatti, non deve essere stimato solo in sede di concessione del finanziamento ma anche durante tutto il periodo di vita. Cfr. C.Demattè, La valutazione della capacità di credito nelle analisi di fido, Vallardi, Milano, 1974, pag. 50.

⁵³⁶ Gli elementi quantitativi fanno riferimento ad un sistema di informazioni volto ad indagare l'equilibrio economico-finanziario-patrimoniale dell'azienda al fine di identificare possibili condizioni di insolvenza in ottica prospettica. A tal fine i dati analizzati hanno natura contabile ed extra-contabile e fanno riferimento sia all'andamento storico che prospettico dell'azienda. I documenti di riferimento sono

lato, di evidenziare la “meritocrazia del credito”⁵³⁸ laddove la condizione di accesso ai finanziatori da parte dell’azienda è funzione del *rating* assegnato e, dall’altro, la migliore gestione del business da parte della banca in ragione di un corretto *pricing*⁵³⁹. A ben vedere i due elementi sono fra loro strettamente connessi sulla base di una relazione bidirezionale: un corretto *pricing* consente di determinare il costo del debito per l’azienda in funzione del suo *rating*; a sua volta ciò consente di ridurre il costo del credito bancario, per effetto della riduzione delle perdite sulle posizioni attive, migliorando il *pricing*.

Si noti come i costi connessi al rischio di debito si realizzano solo successivamente alla concessione dell’affidamento nel momento in cui si manifesta, eventualmente, l’insolvenza: è solo in questo momento, infatti, che è possibile definire la perdita connessa alla posizione attiva. Si rende, dunque, necessario analizzare le condizioni di accesso al debito per l’azienda non solo al momento iniziale ma durante l’intero periodo del finanziamento.

Il *rating*, dunque, influisce in via diretta sull’accesso dell’azienda al mercato del debito concorrendo a determinare l’ammontare del debito concedibile ed il relativo costo. In termini generali esiste una relazione diretta tra *rating*, ammontare del debito e *pricing* del finanziamento⁵⁴⁰: quanto migliore è il *rating* dell’azienda tanto minore è la

principalmente: i bilanci, il budget, i piani pluriennali, i management accounts. Nella definizione del *rating* interno, poi, le banche prendono in esame i dati inerenti il rapporto creditizio intercorrente tra l’azienda e l’intero sistema finanziario. I dati quantitativi sono elaborati mediante strumenti statistici.

⁵³⁷ Gli elementi qualitativi dell’azienda fanno riferimento all’analisi principalmente: del settore di riferimento, della strategia perseguita, delle logiche gestionali e della struttura di governance. La capacità dell’azienda di generare valore, sovente, è riconducibile più che ad elementi tangibili ad elementi intangibili che solo difficilmente sono rintracciabili nella dinamica quantitativa. Ciò è tanto più evidente per le aziende in fase di *start-up* o di ristrutturazione, dove il relativo valore risiede nel management e nelle strategie perseguite che, solo nel tempo, possono trovare riscontro nella dinamica quantitativa. Proprio perché i modelli di *rating* devono strutturarsi sulla dinamica quantitativa e qualitativa dell’azienda, essi non possono essere completamente automatizzati: si rischierebbe, infatti, di considerare in via prevalente, se non esclusiva, la dimensione quantitativa.

⁵³⁸ E.Pavarini, evidenzia come “*I requisiti patrimoniali delle banche sono quantificati in funzione di una puntuale valutazione del rischio di credito associato alle singole operazioni creditizie, valutazione che deve essere effettuata sulla base di un percorso metodologico codificato e trasparente, disciplinato da regole comuni e condivise. Il giudizio sul merito creditizio deve discendere da un processo rigoroso di valutazione del rischio connesso all’impresa, alla sua formula imprenditoriale, alle sue prospettive di sviluppo, ponendo in subordine altri fattori decisionali – talora prevalenti nella prassi corrente con una funzione di surroga di una rigorosa misurazione del rischio – quali la tendenza al frazionamento del credito in una logica prettamente assicurativa e il ricorso pregiudiziale alle garanzie*”, in *L’equilibrio finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2006, pag. 25. Sul tema si veda anche S.Nanni, *Basilea 2. Guida operativa alla nuova normativa finanziaria*, Maggioli Editore, Rimini, 2006.

⁵³⁹ La banca, al pari di ogni azienda, definisce i tassi attivi con l’obiettivo di coprire i costi inerenti il credito, ed in termini più generali i costi di gestione, e di remunerare congruamente l’equity in ragione dei rischi assunti.

⁵⁴⁰ M.Galeotti evidenzia come “[...] *Basilea 2 prevede che la banca, in funzione del rischio di credito misurato individualmente per ogni controparte, assegni alle singole posizioni attive specifici coefficienti di ponderazione per il calcolo del requisito patrimoniale minimo. Nell’ottica della banca il rating assegnato esprime in percentuale la Probabilità di insolvenza (Probabilità of Default) della specifica posizione creditizia, vale a dire la probabilità che quella controparte diventi insolvente entro un anno. Da questo deriva il coefficiente di ponderazione per calcolare la Perdita attesa (Expected Loss) – cioè la perdita che la banca si attende mediamente di conseguire a fronte del credito o di un portafoglio crediti –*

probabilità stimata di perdita potenziale per la banca e, quindi, tanto maggiore è la capacità di indebitamento dell'azienda e minore lo *spread* applicato con contestuale riduzione del costo del debito.

La durata dell'obbligazione esplicita la relazione tra rendimento e tempo⁵⁴¹. Essa può descrivere una curva crescente (il rendimento cresce al crescere del tempo) ovvero decrescente (il rendimento decresce al crescere del tempo)⁵⁴². Questi due andamenti possono coesistere in ragione di diversi ordini di considerazione. Tra questi i principali attengono: alla teoria della segmentazione del mercato, alla teoria delle aspettative pure, alla teoria del premio per la liquidità, alla teoria dell'habitat preferito⁵⁴³.

La teoria della segmentazione dei mercati, si struttura sull'assunto che tanto gli investitori quanto l'azienda preferiscono un debito a scadenza definita e sono insensibili a differenziali di rendimento in presenza di diverse scadenze. Gli investitori, in particolari, in ragione del principio di avversione al rischio, tendono ad operare esclusivamente all'interno dell'intervallo di scadenza preferito: sono insensibili a differenziali di rendimento che si possono realizzare superando i limiti di scadenza desiderati⁵⁴⁴. Si creano, pertanto, segmenti diversi di mercato all'interno dei quali analizzare l'andamento dei rendimenti.

La teoria delle aspettative pure, assume che il rendimento di un'obbligazione ad un anno sia pari al rendimento di un'obbligazione semestrale a cui deve sommarsi il rendimento atteso di un'obbligazione semestrale acquistata alla fine del primo semestre. In tal caso la presenza di una curva dei rendimenti crescente indica aspettative di incremento dei tassi a breve; la presenza di una curva dei rendimenti decrescente indica aspettative di decremento dei tassi a breve; la presenza di una curva tendenzialmente piatta indica aspettative di invarianza dei tassi a breve⁵⁴⁵.

La teoria del premio per la liquidità, assume che per indurre gli investitori a posizionarsi su un orizzonte temporale differente rispetto a quello preferito è necessario offrire un rendimento atteso superiore. La teoria, inoltre, assume che vi siano pochi investitori con

ed il connesso assorbimento di capitale", in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 40-41.

⁵⁴¹ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come "*Per comprendere l'effetto della scadenza sul rendimento o sul prezzo di un'obbligazione, è necessario partire dalla relazione tra rendimento e tempo, solitamente definita struttura a termine. Più precisamente, la teoria della struttura a termine dei tassi d'interesse si occupa di spiegare perché gli zero coupon con scadenze diverse hanno rendimenti effettivi differenti. [...] il rendimento effettivo degli zero coupon bond coincide con il tasso spot. Di conseguenza, le teorie sulla struttura a termine sono teorie sulla struttura a termine dei tassi spot*", in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 578.

⁵⁴² Adattamento da E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pag. 579.

⁵⁴³ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pagg. 578 e ss.

⁵⁴⁴ I rendimenti a lungo termine sono funzione dell'incrocio tra domanda ed offerta di obbligazioni a lungo termine così come i rendimenti a breve termine sono funzione dell'incrocio tra domanda ed offerta di obbligazioni a breve termine.

⁵⁴⁵ E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come "*Il modo più semplice per comprendere la teoria delle aspettative consiste nell'ipotizzare che gli investitori che definiscono i prezzi non si preoccupino del rischio (sono neutrali al rischio). In questo caso, indipendentemente dall'orizzonte temporale, essi sceglieranno il titolo o i titoli che danno loro il maggior rendimento atteso. Si tratta, in sintesi, di una ipotesi opposta rispetto alla teoria della segmentazione dei mercati*", in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pagg. 580-581.

preferenza per il lungo periodo. Pertanto al fine di incentivare le obbligazioni di lungo periodo si rende necessario offrire un extra-rendimento⁵⁴⁶. In tale contesto gli investitori con un orizzonte temporale di lungo periodo, potranno detenere in portafoglio obbligazioni di lungo periodo in linea con le proprie preferenze guadagnando un extra-rendimento pari al premio per la liquidità derivante dalle posizioni di breve periodo assunte dagli altri investitori. Pertanto una curva dei rendimenti crescente, implica coerenza con le aspettative del mercato circa l'andamento dei tassi a breve. In altre parole se si ipotizza un andamento costante dei tassi, la presenza di un premio per la liquidità determina un andamento crescente della curva dei rendimenti; diversamente una curva dei rendimenti decrescente ovvero piatta, implica decrescita dei tassi a breve.

La teoria dell'habitat preferito, assume che gli investitori che allineano la durata delle proprie attività con la durata delle proprie passività presentano minore rischio. La correlazione tra durata delle attività e passività rappresenta l'habitat preferito. Pertanto l'acquisizione di attività con durata differente rispetto alle passività implica incremento del rendimento atteso al fine di compensare il maggior rischio assunto: la presenza di un extra-rendimento atteso si rende necessario per indurre gli investitori ad abbandonare l'habitat. Ne consegue che se l'azienda emette debito di lungo periodo (ovvero di breve periodo) quando gli investitori sono interessati al breve periodo (ovvero al lungo periodo), deve offrire un rendimento aggiuntivo in ragione del maggior rischio che questi ritengono di assumersi lasciando il proprio habitat.

Gli effetti fiscali, in presenza di regimi di tassazione che differenziano le diverse tipologie di obbligazione, consentono di realizzare un vantaggio scegliendo alcune tipologie di obbligazioni. In presenza di simili situazioni si determina un diverso rendimento atteso in ragione del regime fiscale dell'obbligazione prescelta.

Con le clausole obbligazionarie sovente l'emittente prevede un'opzione per se o per il sottoscrittore. Le opzioni più comunemente riscontrabili nelle obbligazioni sono la *call*⁵⁴⁷, il *sinking fund*⁵⁴⁸, la convertibilità⁵⁴⁹.

⁵⁴⁶ Per gli investitori che hanno un'ottica di breve periodo assumere una posizione di lungo periodo implica maggiore rischio che deve essere controbilanciato da un maggior rendimento atteso.

⁵⁴⁷ Le opzioni call consentono all'emittente il rimborso anticipato. Il richiamo dell'obbligazione da parte dell'emittente avviene ad un prezzo prefissato che è pari alla somma del valore nominale dell'obbligazione e del valore del premio in ragione del rimborso anticipato (call premium). La possibilità di un rimborso anticipato determina riduzione del valore dell'obbligazione: il valore di un'obbligazione comparabile non callable, ovvero non richiamabile, è superiore al prezzo di rimborso anticipato quando i tassi scendono rispetto al prezzo di emissione. E.J.Elton, M.J.Gruber, S.J.Brown, W.N.Goetzmann, evidenziano come “[...] *La possibilità di un rimborso anticipato riduce il valore dell'obbligazione. Poiché si ritiene che l'impresa rimborserà anticipatamente quando i titoli senza opzione di rimborso valgono più del valore rimborsato dal callable, si comprende che l'investitore subisce, in tale scenario, una perdita. Il valore di un'obbligazione comparabile ma senza clausola call sarà superiore al prezzo di rimborso anticipato (call price) quando i tassi scendono rispetto al prezzo di emissione. Di conseguenza, un investitore che desidera bloccare i tassi a livelli più alti acquistando un bond durante un periodo di tassi elevati potrebbe ritrovarsi a incassare cash flow soddisfacenti solo per un breve periodo di tempo, visto che l'obbligazione sarà richiamata appena i tassi cominciano a scendere e i profitti potrebbero essere reinvestiti solo a tassi inferiori. Per poter confrontare il rendimento dei callable con quello di obbligazioni non rimborsabili anticipatamente, molti calcolano il rendimento della prima data di rimborso anticipato, il che equivale a seguire l'ipotesi – non realistica – che l'emittente rimborserà appena possibile. Il tal caso, si sottostima il valore dell'obbligazione, allo stesso modo di come il rendimento alla scadenza sovrastimerebbe il rendimento atteso, ignorando la possibilità di rimborso*”

Infine con riferimento all'entità delle cedole, si osservi come queste siano principalmente funzione della struttura dell'obbligazione in ragione delle modalità di costruzione dell'operazione di finanziamento mediante debito.

anticipato. Per stimare accuratamente il valore della clausola di rimborso anticipato si deve ricorrere ai modelli di valutazione delle opzioni [...]", in *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007, pagg. 592-593.

⁵⁴⁸ L'opzione *sinking fund*, prevede l'ammortamento del debito mediante rimborso graduale nel tempo. L'opzione può concretamente realizzarsi mediante il riacquisto delle obbligazioni ovvero mediante l'esercizio dell'opzione call. Le obbligazioni da rimborsare sono scelte in modo casuale per cui tutti i sottoscrittori rischiano di vedersi chiudere anticipatamente l'investimento con la conseguente necessità di valutare accuratamente l'effetto dell'eventuale rimborso anticipato.

⁵⁴⁹ L'opzione di convertibilità è esercitata dal sottoscrittore di debito e prevede la possibilità di convertire l'obbligazione in azione. In questo caso le obbligazioni sono impiegate per pagare le azioni.

Capitolo 4

L'INDEBITAMENTO NELLA STRATEGIA FINANZIARIA DELL'AZIENDA

4.1. – La finanza nel governo strategico dell'azienda

Il governo strategico dell'azienda definisce le modalità attraverso cui si struttura dinamicamente il sistema delle strategie aziendali⁵⁵⁰.

In termini generali, la strategia nasce dall'orientamento strategico di fondo dell'azienda⁵⁵¹ e qualifica il sistema delle relazioni tra l'azienda e l'ambiente⁵⁵² in vista

⁵⁵⁰ A.Beretta Zanoni, nel delineare i caratteri strutturali del governo strategico dell'azienda, evidenzia come “[...] il governo strategico poggia su due pilastri: l'assetto competitivo e il progetto strategico” dove con riferimento all'assetto competitivo evidenzia che “[...] governare strategicamente l'impresa significa in ultima analisi cercare di governare l'assetto competitivo, e cioè orientarlo verso configurazioni ritenute desiderabili o quanto meno accettabili” mentre “il progetto strategico [...] è lo strumento operativo utilizzato per manipolare, per plasmare nel tempo l'assetto competitivo: la progettualità strategica consiste sostanzialmente in questo, e cioè nel dare una direzione alla dinamica dell'assetto e nel consentirne il controllo nel tempo”, in *Governo strategico*, Egea, Milano, 2010, pagg. IX-X-XI.

⁵⁵¹ V.Coda evidenzia come “L'OSF – Orientamento Strategico di Fondo – di un'impresa può definirsi in prima approssimazione come la sua identità «profonda» o, se si preferisce, la parte nascosta e invisibile del suo disegno strategico, che sta al di sotto delle scelte concrete esplicitate nel profilo strategico visibile. [...] dietro la trama delle scelte di strategia di «portafoglio business», di strategia competitiva, di strategia economico-finanziaria e via discorrendo, vi è per così dire una visione di fondo dell'impresa e del suo futuro – di ciò per cui essa è «vocata», dei suoi fini, del modo di condurla – la quale, anche se raramente viene esplicitata, discussa e vagliata criticamente, ma rimane per lo più implicita, informa di sé tutta la realtà e la vita dell'impresa. L'OSF è una realtà nascosta e impalpabile, perché è fatto di idee-guida, valori, convincimenti e atteggiamenti di fondo, i quali per loro natura non possono rendersi visibili direttamente, ma solo attraverso le scelte e i comportamenti concreti che essi animano. L'OSF è un insieme di idee radicate negli attori-chiave dell'impresa e, nelle aziende a cultura forte e coesiva, anche nel personale tutto, nella struttura e nei meccanismi operativi. E queste idee possono avere radici così profonde nella cultura di determinati soggetti e dell'impresa da essere operanti per così dire a livello inconscio. Il che accresce l'impressione di trovarsi di fronte ad una variabile sfuggente, anche se per questo non meno reale”, in *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1988, pagg. 25-26. H.Mintzberg pone una questione primaria laddove evidenzia come la strategia sia in parte deliberata ed in parte emergente. In tal senso evidenzia come “[...] La realtà, inevitabilmente, comporta sia proiezione del pensiero sia adattamento lungo il percorso. Le intenzioni pienamente realizzate possono definirsi strategie deliberate e quelle non realizzate affatto, strategie irrealizzate [...]. La letteratura sulla pianificazione rileva ambo i casi, con ovvia preferenza per il primo. Non riconosce peraltro il terzo caso, che definiamo strategia emergente, ove un modello realizzato non era esplicitamente inteso. Sono state intraprese azioni, una per una, che hanno finito per convergere nel corso del tempo verso una certa coerenza o modello. [...] Implicitamente, dunque, poche strategie possono dirsi puramente deliberate, se alcune ve ne sono, ovvero meramente emergenti, le une suggerendo che non esiste apprendimento e le altre che non c'è controllo. Nella realtà fattuale le strategie necessariamente richiedono una combinazione di questi due fattori, nel tentativo di esercitare il controllo senza precludere l'apprendimento. Le organizzazioni, ad esempio, spesso perseguono strategie cosiddette a ombrello: le linee guida sono deliberate mentre i dettagli vengono lasciati emergere al loro interno. Le strategie emergenti quindi non sono necessariamente cattive e quelle deliberate buone; nella pratica le strategie combinano queste caratteristiche in modi che riflettono le condizioni fattuali, in particolare l'abilità di prevedere e l'esigenza di reagire a eventi inattesi”, in *Ascesa e declino della pianificazione strategica*, Iseidi, Torino, 1996, pagg. 15-16..

del raggiungimento e della conservazione di un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo⁵⁵³. La strategia⁵⁵⁴, dunque, è volta alla individuazione e realizzazione di attività

⁵⁵² R.M.Grant evidenzia come “Una implicazione importante dello schema impresa-strategia-settore è il concetto di coerenza strategica. La strategia ha successo quando è coerente con gli obiettivi e i valori d’impresa, con l’ambiente esterno, con le risorse e competenze, con la struttura e i sistemi organizzativi. La mancanza di coerenza tra la strategia perseguita da un’impresa e gli ambienti di riferimento esterni ed interni è una causa frequente di insuccesso”, in *L’analisi strategica per le decisioni aziendali*, il Mulino, Bologna, 1999, pag. 26. A.Sinatra evidenzia come “Larghissima maggioranza dei contributi dottrinali recenti prende a riferimento le condizioni dell’ambiente per sviluppare i criteri progettuali da seguire nello sviluppo della strategia e nella definizione dell’assetto organizzativo-gestionale dell’impresa. [...] In altre parole riteniamo che l’impresa debba identificare una modalità stabile di sviluppo e mantenerla per un periodo di tempo sufficiente a consolidare la propria posizione strategica, evitando pericolose soluzioni di continuità nel suo processo strategico. E’ necessario cioè che il modello di base della strategia rimanga costante nel tempo, almeno fino a quando no si siano create le condizioni interne all’impresa per poterlo cambiare o si siano verificati tali cambiamenti nella struttura dell’ambiente esterno da rendere il cambiamento improcrastinabile. [...] I criteri da prendere a riferimento per la scelta del modello strategico di base debbono cogliere le caratteristiche essenziali della variabile ambientale, senza ignorare però le caratteristiche dell’impresa di cui si voglia sviluppare il disegno strategico. In altri termini, deve essere colta la natura del rapporto tra l’impresa e il suo ambiente rilevante utilizzando un’ottica capace di mettere a fuoco tale interazione. Richiamiamo cioè la necessità di considerare la natura e le caratteristiche dell’ambiente esterno e della variabilità che esso presenta contestualmente alle caratteristiche del sistema aziendale al fine di definire la tipologia generale di interazione possibile. Nell’ambito di questa dovrà essere ricercato il sentiero strategico dell’impresa”, in *Architettura strategica dell’impresa*, Egea, Milano, 1994, pagg. 1-3. G.Invernizzi, dopo aver richiamato la definizione proposta dagli studiosi dell’Istituto di Strategia ed Economia Aziendale dell’Università Bocconi, secondo i quali la strategia è “quel sistema di scelte e di azioni che determina dinamicamente il posizionamento di equilibrio strutturale e simultaneo dell’azienda a fronte dei suoi diversi interlocutori e mercati”, evidenzia come “[...] poiché l’azienda è immaginabile come un insieme di risorse e competenze organizzate in attività generatrici di valore, la strategia è il modello di equilibrio ricercato fra il sistema delle attività e una serie di bisogni espressi dai diversi interlocutori e mercati”, in *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 21. K.R.Andrews evidenzia come “La strategia economica va vista come l’incontro tra competenze e opportunità che posizionano un’impresa nel proprio ambiente”, in C.R. Christensen, K.R.Andrews, J.L.Bower, G.Hamermesh, M.E.Porter, *Business policy: text and cases*, 5ª ed., Irwin Homewood, 1982).

⁵⁵³ R.M.Grant evidenzia come “La strategia si occupa del successo. [...] Obiettivo primario della strategia è guidare le decisioni manageriali al raggiungimento di risultati di eccellenza mediante la ricerca di un vantaggio competitivo” ed analizzando diversi casi di strategie di successo evidenzia come “[...] Sono presenti quattro fattori comuni [...]. 1. Gli obiettivi sono semplici, coerenti, a lungo termine. [...] 2. Comprensione minuziosa dell’ambiente competitivo. [...] 3. Una valutazione obiettiva delle risorse. [...] 4. L’implementazione efficace [...]”. Lo Studioso definisce detti elementi come i “quattro fattori strategici” ed evidenzia come “[...] le organizzazioni di successo raramente sono il semplice risultato di un processo casuale. Generalmente, il fattore determinante non è nemmeno rappresentato da una superiorità iniziale nelle capacità e nelle risorse possedute. Le strategie che si basano sui quattro elementi fondamentali rivestono quasi sempre un ruolo significativo”, in *L’analisi strategica per le decisioni aziendali*, il Mulino, Bologna, 1999, pag. 13 e pagg. 22-24.

⁵⁵⁴ L’impostazione seguita fa riferimento a Porter come richiamato da G.Invernizzi il quale evidenzia come “E’ impossibile prescindere, parlando di strategia aziendale, dal pensiero di Michael E.Porter. I suoi scritti principali [...] in effetti, rappresentano un punto di riferimento per qualunque studioso di strategic management., e nei confronti dei quali occorre “posizionarsi”. [...] Il concetto di posizionamento – il cuore della strategia nello schema di riferimento di Porter – è stato considerato da alcuni Autori troppo statico vista la dinamicità dei mercati e il rapido evolversi della tecnologia. Inoltre [...] i concorrenti possono replicare qualsiasi posizione di mercato; il vantaggio competitivo è, nel migliore dei casi, solo temporaneo. Tale modo di pensare il “gioco competitivo” appare prevalente nei modelli mentali del management americano. Alla concezione implicita di strategia adottata da simili

differenti rispetto ai concorrenti⁵⁵⁵ in ragione della relativa natura, della coerenza sistemica⁵⁵⁶ e della generazione di *trade-off* competitivi⁵⁵⁷.

approcci reagisce Porter con le seguenti affermazioni, che si concentrano sulle fondamenta stesse della strategia aziendale: 1. l'efficacia operativa non è strategia; 2. l'essenza del posizionamento è la scelta di attività diverse da quelle dei concorrenti; 3. una posizione strategica sostenibile richiede dei trade-off; 4. strategia significa creare coerenza fra le diverse attività", in *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 10-11.

⁵⁵⁵ G.Invernizzi evidenzia come *"Una buona strategica si basa sull'individuazione di attività uniche. Dispiegare una strategia competitiva valida significa essere diversi, ossia scegliere deliberatamente una serie distinti di attività per fornire un mix unico di valore per il cliente. [...] La strategia consiste nella creazione di una posizione unica e vantaggiosa per l'impresa attraverso la predisposizione di una serie specifica di attività"*, in *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 14.

⁵⁵⁶ G.Invernizzi evidenzia come *"[...] Il vantaggio competitivo si fonda, in ultima istanza, sul modo in cui le attività si collegano e si rafforzano le une con le altre (l'activity-system map). [...] Il tutto è sempre più importante delle singole parti. Il vantaggio competitivo è creato dal sistema complessivo delle attività (l'activity-system map) [...] Il valore complessivo di una singola attività, o delle sue relative risorse e competenze non può essere separato dal sistema in cui si trova. [...] L'insieme dei punti di forza è trasversale alle attività aziendali, ed è difficile definire dove inizi un fattore critico e dove finisca un altro. E' meglio pensare in termini di motivi ricorrenti, cioè di una logica (theme) comune a più attività [...] Questi motivi ricorrenti agiscono a livello di insiemi di attività strettamente interconnesse. La coerenza strategica di un insieme di attività è alla base del vantaggio competitivo e anche della sua sostenibilità [...] Le posizioni costruite su sistemi di attività sono di gran lunga più sostenibili di quelle basate su attività singole, poiché i sistemi di attività sono per loro stessa natura difficili da decifrare dall'esterno (e di conseguenza ardui da imitare). [...] Strategia significa creare coerenza fra le diverse attività dell'azienda. Il successo di una strategia dipende dall'esecuzione corretta di un'intera serie di attività (non solo di alcune) e dalla loro integrazione in un sistema. In mancanza di coerenza tra le attività, non esiste una strategia sostenibile"*, in *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 15-16-17.

⁵⁵⁷ G.Invernizzi evidenzia come *"Un posizionamento strategico non è sostenibile nel tempo se non è accompagnato da scelte di trade-off rispetto ad altre posizioni. [...] Le scelte strategiche devono incorporare dei trade-off per tre motivi: [...] occorre evitare incoerenze d'immagine e reputazione [...] bisogna considerare che sono le attività stesse a originare inevitabilmente dei trade-off [...] scegliendo di competere in un particolar modo e non in un altro, i vertici aziendali riescono a indicare con chiarezza le priorità dell'impresa [...]. I trade-off in parola sono sempre presenti nel contesto competitivo e sono essenziali alla strategia. Essi impongono la scelta di un posizionamento strategico e delimitano i servizi/prodotti offerti dall'azienda. Inoltre, i trade-off agiscono da deterrente per gli imitatori incerti o in cerca di riposizionamento, perché questi, nel loro tentativo di imitazione, devono compromettere le strategie esistenti e abbassare il valore delle attività in essere. [...] Senza trade-off, però, le aziende non possono conquistare vantaggi competitivi sostenibili: sono costrette, invece, a correre sempre più veloci per rimanere nello stesso punto [...] Strategia è creare trade-off competitive. In questo senso, l'essenza della strategia è scegliere che cosa non fare. Senza trade-off, non è più necessario scegliere, e la strategia non serve più. [...] Le posizioni strategiche più valide si rivelano quelle in cui i rispettivi sistemi di attività sono incompatibili a causa dei trade-off. E' il posizionamento strategico a definire le regole di funzionamento di questi trade-off, perché determina in che modo le singole attività andranno configurate e integrate tra loro [...]"*, in *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 14-15-16.

In questa sede si ritiene opportuno adottare una visione “*allargata*” di strategia⁵⁵⁸ – con definizione in ambito strategico dei fini perseguiti e dei mezzi atti a conseguirli – in luogo di una visione “*ristretta*” – caratterizzata dalla definizione dei soli mezzi atti a perseguire fini definiti precedentemente⁵⁵⁹. La visione allargata, infatti, meglio si accorda alla gestione strategica⁵⁶⁰ dell’azienda così come strutturata su un sistema di strategie organicamente connesse tra loro ed articolate su livelli organizzativi ordinati

⁵⁵⁸ Questa impostazione risale a A.D.Chandler Jr., *Strategy and structure: chapters in the history of the industrial enterprise*, The MIT Press, 1962, ed è stata successivamente sviluppata da K.R.Andrews, *The concept of corporate strategy*, Irwin, 1971, 1980, 1987, da E.P.Learned, C.R.Christensen, K.R.Andrews, W.D.Guth, *Business policy: text and cases*, Irwin, Homewood, 1965 e da C.R. Christensen, K.R.Andrews, J.L.Bower, G.Hamermesh, M.E.Porter, *Business policy: text and cases*, 5ª ed., Irwin Homewood, 1982. Ad essa si richiama la scuola di strategia di Harvard. H.Mintzberg definisce l’approccio della scuola di Harvard come il “*modello della scuola progettuale del management strategico*” in quanto si basa “[...] sulla convinzione che la formazione della strategia sia un processo di concepimento: l’uso di poche idee fondamentali per progettare la strategia. Fra queste, l’idea essenziale è quella di congruenza o adattamento, tra fattori esterni e fattori interni” e si struttura sui seguenti punti: “1. La formulazione della strategia dovrebbe essere un processo controllato e consapevole di riflessione [...]”, “2. La responsabilità del processo deve rimanere in capo al Ceo: questi è lo stratega [...]”, “3. Il modello di formazione della strategia deve rimanere semplice e informale [...]”, “4. Le strategie dovrebbero essere uniche: le migliori risultando da un processo di progettazione creativa [...]”, “5. Le strategie devono venire pienamente sviluppate nel processo di progettazione [...]”, “6. Le strategie dovrebbero essere esplicite e, se possibile, articolate, ovvero mantenute semplici [...]”, “7. Infine, una volta che sono state formulate, tali strategie uniche, piene, esplicite e semplici devono essere implementate [...]”, in *Ascesa e declino della pianificazione strategica*, Isedi, Torino, 1996, pagg. 25-28.

⁵⁵⁹ Il più autorevole esponente di questa impostazione, nota come “scuola di pianificazione”, è H.I.Ansoff (*Corporate strategy*, McGraw-Hill, 1965; *Strategic management*, Prentice Hall International, 1984) ed è stata ripresa da altri Studiosi tra cui: C.W.Hofer, D.Schendel, *Strategy formulation: analytical concepts*, West Publishing Company, St.Paul, Minesota, 1978.

⁵⁶⁰ V.Coda, ponendo la distinzione tra direzione strategica e direzione operativa, evidenzia come “*Se ci si limita a considerare le attività direzionali, assume rilievo la distinzione tra «direzione strategica» e «direzione operativa». La prima è intesa a definire gli obiettivi e gli indirizzi di fondo dell’attività aziendale nonché l’architettura organizzativa e, più in generale, il disegno strutturale dell’impresa. La seconda è preposta agli svolgimenti delle attività operative. Si può anche asserire che la direzione strategica definisce la formula o impostazione imprenditoriale dell’impresa nei suoi contenuti gestionali e organizzativi, mentre la direzione e le attività operative («gestione operativa») ne consentono il funzionamento o «sfruttamento» e, quindi, in un certo senso, la piena realizzazione*”, in *L’orientamento strategico dell’impresa*, Utet, Torino, 1988, pag. 3. M.Galeotti evidenzia come “*La gestione strategica è volta a determinare i caratteri di fondo del processo d’interazione dell’azienda con l’ambiente, nonché a realizzare la struttura materiale ed organizzativa idonea a fornire il miglior supporto a tale processo. Alla gestione strategica sono riconducibili le idee, le decisioni e le operazioni tese direttamente a definire, creare e modificare il sistema strutturale delle condizioni operative interne ed esterne dell’impresa. Le idee, le decisioni e le operazioni strategiche sono suscettibili di condizionare gli andamenti dell’azienda in senso strutturale e costituiscono, quindi, la ragion d’essere di carattere profondo della sua economicità attuale e prospettica*”, in *Le strategie competitive dell’azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 149-150. G.Invernizzi nell’introduzione al testo di R.S.Kaplan, D.P.Norton, *L’impresa orientata dalla strategia*, Isedi, Torino, 2002, evidenzia come “[...] Il concetto di gestione strategica rappresenta una tappa storica nella evoluzione del pensiero strategico. Infatti, ove si intendesse tratteggiare sinteticamente lo sviluppo dei temi di strategia rifacendosi alle «parole-chiave» utilizzate dagli autori nel trascorrere degli anni, si vedrebbe il passaggio dall’uso del termine «decisione strategica» a quello di «gestione strategica» intorno alla prima metà degli anni Settanta, e il contributo che pare essere stato lo «spartiacque» fra queste due tappe evolutive è *From Strategic Planning to Strategic Management*” richiamando il testo di H.I.Ansoff, R.P.Declerck, R.L.Hayes, *From Strategic Planning to Strategic Management*, John Willey & Sons, Chichester, 1976.

gerarchicamente⁵⁶¹. La questione⁵⁶², ben nota in dottrina⁵⁶³, ha rilevanza sostanziale e non meramente formale richiamando due diverse logiche a base del processo strategico e, dunque, del governo dell'azienda⁵⁶⁴. L'accezione "ristretta", infatti, presuppone una logica in cui i fini sono individuati antecedentemente ed in altra sede rispetto alla definizione dei mezzi necessari a conseguirli: i primi, dunque, si pongono ad un livello gerarchico superiore rispetto ai secondi⁵⁶⁵. Differentemente l'accezione "allargata" fa

⁵⁶¹ M.Galeotti evidenzia come "La gestione strategica dell'azienda si sviluppa mediante un sistema organico di strategie, strettamente legate tra loro, rivolte ai diversi contesti esterni in cui opera l'azienda (le ASA, i mercati finanziari, il sistema economico-sociale) ed articolate su più livelli organizzativi gerarchicamente ordinati (Corporate, business-unit, funzioni operative)", in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 150.

⁵⁶² La questione se i fini ovvero gli obiettivi perseguiti dall'azienda debbano o no essere considerati parte della strategia è questione centrale e preliminare negli studi di strategia e da sempre ha visto in confronto tra coloro che sostengono una visione "allargata" di strategia (la quale deve indicare i fini perseguiti e le politiche intese a realizzarli) e coloro che sostengono una visione "ristretta" di strategia (la quale deve indicare le sole politiche intese a realizzare fini già definiti).

⁵⁶³ In letteratura diverse sono le definizioni di strategia. R.M.Grant, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, il Mulino, Bologna, 1999, pag. 28, riporta alcune tra le definizioni più note. H.Mintzberg, *The strategy concep I: five ps for strategy*, in *California Management Review*, 1987, 30, n.1, ha raccolto le diverse definizioni proposte in quelle che definisce le 4P: Strategia come piano (*Plan*): la strategia è intesa come predisposizione consapevole di attività che anticipano le azioni (G.Invernizzi evidenzia come "La strategia viene intesa comunemente come una predisposizione consapevole di una serie di attività, un pensiero che anticipa l'azione, una guida per affrontare una situazione [...] Seguendo questa definizione, si attribuiscono alla strategia due caratteristiche fondamentali: il fatto di venire delineata in anticipo rispetto alle azioni a cui si riferisce, e quello di essere sviluppata consciamente in vista di un obiettivo determinato", in *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 7-8); Strategia come modello (*Pattern*): la strategia è intesa come schema da seguire attraverso la definizione di azioni (G.Invernizzi evidenzia come "La strategia è dunque "coerenza" dei comportamenti, consapevole o meno. Si tratta, in altri termini, di un disegno, un modello che, di fatto, nel concreto (anche involontariamente) orienta le azioni", in *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008, pagg. 8-9); Strategia come posizione (*Position*): la strategia esprime il legame intercorrente tra l'azienda e l'ambiente esterno (G.Invernizzi evidenzia come "[...] la strategia come posizione: una collocazione dell'azienda nel territorio, ciò che nel linguaggio militare è la zona occupata e protetta dalle truppe. Secondo questa definizione, la strategia raffigura la forza mediatrice tra organizzazione e ambiente, cioè tra il contesto interno e quello esterno [...] essa esprime [...] il legame fra l'impresa e il suo ambiente", in *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 9); Strategia come prospettiva (*Perspective*): la strategia esprime l'orientamento strategico di fondo (G.Invernizzi evidenzia come "[...] la strategia è una prospettiva, consistente non tanto in una posizione scelta, ma soprattutto in una "percezione radicata del mondo" che definisce un orientamento strategico di fondo", in *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 10).

⁵⁶⁴ V.Coda evidenzia come "A prima vista, il fatto di includere o meno i fini dell'impresa nel concetto di strategia può sembrare una questione definitoria di scarso rilievo, destinata ad avere conseguenze solo sul piano delle convenzioni terminologiche. [...] In realtà, invece, la questione non è così banale, perché sottende due diversi modi di concepire il processo formulativi della strategia e, conseguentemente, l'impresa e l'attività di governo della medesima", in *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1988, pag. 22.

⁵⁶⁵ V.Coda evidenzia come "[...] l'utilizzo del termine «strategia» nell'accezione ristretta, non inclusiva cioè dei fini, sottende una concezione secondo cui questi ultimi devono determinarsi prima dei mezzi intesi a conseguirli. E fra i «mezzi» o strumenti per raggiungere i fini si includono le scelte – cui viene riservato l'attributo di «strategiche» – riguardanti il campo di attività in cui operare, il vantaggio concorrenziale cui puntare, le sinergie e le competenze distintive da sviluppare [...] al livello più elevato si collocano le decisioni riguardanti i fini e gli obiettivi perseguiti cui sottostanno le scelte strategiche (riguardanti l'impresa nel suo complesso, le singole aree di affari, le singole aree funzionali di gestione

riferimento ad una logica in cui i fini ed i mezzi atti a conseguirli sono parte di un processo unitario che definisce, in sintesi, l'identità dell'azienda: a livello gerarchico più elevato si colloca l'elaborazione di una visione di fondo dell'azienda che definendo l'ambiente strategico consente, di poi, la concretizzazione mediante scelte strategiche ai diversi livelli⁵⁶⁶.

E' proprio nell'articolato e dinamico sistema delle strategie aziendali che va ricercato il ruolo della finanza nel governo strategico dell'azienda. Essa, infatti, interagendo con le altre funzioni aziendali, si compenetra nei processi decisionali e ne condiziona il sistema delle strategie. Le sue logiche investono, tanto a livello tecnico che politico, il sistema delle operazioni aziendali⁵⁶⁷: ogni decisione, avente carattere sia strategico che operativo, ha implicazioni finanziarie che per natura attengono alla sua dimensione⁵⁶⁸.

tipica). [...] Si può anche asserire che il concetto di strategia in senso stretto sottende una concezione un po' ingegneristica del sistema aziendale [...] Infatti, ammettere che i fini siano definibili indipendentemente dalle strategie adottabili per conseguirli e trattare queste ultime come meri strumenti per conseguire i fini prestabiliti significa concepire il finalismo dell'impresa alla stregua delle prestazioni-obiettivo di un sistema che in funzione di esse per l'appunto viene progettato" in L'orientamento strategico dell'impresa, Utet, Torino, 1988, pagg. 22- 23.

⁵⁶⁶ V.Coda evidenzia come "[...] il concetto ampio di strategia, inclusivo dei fini perseguiti, sottende il convincimento che i fini e le politiche volte a perseguirli non possono formularsi in modo separato, ma si determinano congiuntamente in un processo unitario che definisce l'identità complessiva dell'impresa sul triplice piano dei fini cui l'attività aziendale è indirizzata, del campo in cui si esplica, delle direttive gestionali e organizzative cui si uniforma [...] al livello più alto si colloca l'elaborazione di una «visione di fondo» dell'impresa – inclusiva anche, ma non solo, dei fini perseguiti – che via via si specifica e si concretizza attraverso le scelte strategiche ai livelli sottostanti. [...] Si può anche asserire che il concetto [...] ampio di strategia meglio si sposa con una concezione organicistica e più attenta agli aspetti umani dell'impresa. [...] riconoscere che i fini dell'impresa si qualificano e si definiscono anche in relazione al campo di attività cui l'impresa è vocata e ai modi prescelti per conseguirli significa pensare l'impresa come un organismo vivente che non soltanto funziona in vista di certi scopi, ma trova la sua ragion d'essere – e, quindi, il suo scopo – anche in un certo modo di funzionare: che non solo raggiunge certi fini grazie a un certo modo di operare nel suo ambiente, ma riesce ad operare in quel certo modo grazie anche al conseguimento dei suoi fini; che, insomma, persegue la realizzazione piena di sé o, meglio, di una certa visione del suo futuro continuamente soggetta ad evolversi", in L'orientamento strategico dell'impresa, Utet, Torino, 1988, pagg. 22- 23.

⁵⁶⁷ U.Bertini evidenzia come "[...] Un tempo relegata al rango di funzione marginale e subalterna, la finanza sta assumendo un ruolo sempre più centrale nella vita dell'azienda e sovrasta ormai le stesse funzioni produttiva e commerciale, da sempre capisaldi, insieme all'organizzazione, della gestione aziendale. In ragione della rilevanza dei suoi processi, che investono, sia a livello tecnico che politico, il sistema delle operazioni, la finanza agisce oggi in stretta correlazione con le più importanti funzioni e ai massimi livelli dell'organizzazione aziendale, nei cui processi decisionali si compenetra. Sul piano operativo l'acclarata rilevanza strategica di molte operazioni finanziarie determina una attenzione particolare dell'alta direzione alle sue problematiche, tanto che sempre è la finanza a fornire gli input più significativi per l'avvio dei più importanti processi strategici. In pratica la sua presenza nell'area del governo condiziona tutto il sistema delle strategie [...]]", in Prefazione alla Finanza nel governo dell'azienda, a cura di M.Galeotti, Apogeo, Milano, 2007.

⁵⁶⁸ A.Damodaran evidenzia come "Ogni decisione che un'azienda prende ha implicazioni finanziarie, e ogni decisione che coinvolge la dimensione finanziaria di un'impresa è una decisione di finanza aziendale. In senso lato, tutte le attività svolte da un'impresa rientrano nell'ambito della finanza aziendale. Il termine anglosassone corporate finance potrebbe far credere che questa disciplina riguardi solo le grandi aziende quotate in Borsa (corporation), e non le imprese di minori dimensioni e quelle non quotate. Al contrario, i principi di base della finanza aziendale valgono sia per le grandi società quotate in Borsa che per le piccole imprese non quotate. Tutte le imprese, infatti, devono affrontare il problema di investire con acume le propri risorse, determinare la "giusta" composizione delle fonti di

E' in tal senso, dunque, che il tema della finanza trova piena e legittima collocazione nel governo strategico dell'azienda.

La centralità che oggi la finanza riveste nel governo strategico dell'azienda è frutto di un lungo e complesso processo evolutivo iniziato nei primi anni del '900⁵⁶⁹. E' infatti in quegli anni che la problematica del finanziamento dell'azienda inizia ad essere considerata questione anche interna all'azienda oltre che esterna ad essa rilegata, com'era, alle sole valutazioni del soggetto finanziatore (tipicamente la banca) ed incentrata sulle sole questioni delle operazioni e degli strumenti di finanziamento⁵⁷⁰. E' in quegli anni, infatti, che si comprende come la problematica del finanziamento delle attività aziendali è questione complessa con rilevanti ripercussioni sulla condizione di equilibrio economico-finanziario-patrimoniale dell'azienda per poter essere affrontata solo nei suoi aspetti tecnici nell'ottica del finanziatore. E' proprio questo ampliamento della prospettiva di analisi – da esterno ad interno all'azienda – a rappresentare il presupposto della nascita della finanza d'azienda⁵⁷¹. Con l'istituzionalizzazione della funzione finanza all'interno dell'azienda si avvia quel processo evolutivo che passando dalla “finanza tradizionale”⁵⁷², alla “finanza allargata”⁵⁷³, e da questa alla “nuova

finanziamento e restituire il denaro ai proprietari qualora non vi siano valide opportunità d'investimento”, in Finanza aziendale, 2^a ed., Apogeo, Milano, 2006, pag. 1. S.Bianchi Martini evidenzia come “[...] E' evidente che, nella misura in cui ammettiamo che le problematiche finanziarie debbano essere lette in modo sistematico e che la funzione finanziaria offra un fondamentale supporto nelle scelte di finanziamento e di investimento, si finisce necessariamente per sostenere che siffatta funzione assume ruolo fondamentale anche nelle decisioni strategiche dell'azienda [...]”, in L'evoluzione della finanza nella gestione dell'azienda, in Finanza nel governo dell'azienda, (a cura di M.Galeotti), Apogeo, Milano, 2008, pag. 35. P.Capaldo evidenzia come “[...] Le scelte in materia di finanziamento sono strettamente congiunte, mediante vincoli di complementarità e interdipendenza a tutte le altre scelte di impresa e con esse formano il sistema delle scelte, che costituisce, a sua volta, il contenuto della unitaria gestione d'azienda [...]”, in Capitale proprio e capitale di credito, Giuffrè, Milano, 1967, pag. 1.

⁵⁶⁹ Le tematiche della finanza d'azienda hanno iniziato ad essere oggetto di approfondimento negli studi manageriali a partire dai primi anni del '900. Da quel momento sono state oggetto di profonda evoluzione. Cfr. S.B.Martini, L'evoluzione della finanza nella gestione dell'azienda, in La finanza nel governo dell'azienda, (a cura di) M. Galeotti, Apogeo, Milano, 2007, pagg. 29-36.

⁵⁷⁰ S.Bianchi Martini evidenzia come “[...] gli studi sul «finanziamento d'azienda» tipicamente assumevano, al tempo, l'angolatura di osservazione del soggetto finanziatore (in particolare la banca) e trattavano prevalentemente, se non esclusivamente, le questioni relative alle operazioni e agli strumenti di finanziamento; in altre parole, si sviluppavano, in larga parte mediante analisi specialistiche (di carattere istituzionale, tecnico-professionale, giuridico e matematico-finanziario) riguardanti istituzioni finanziarie, strumenti finanziari e operazioni di finanziamento [...]”, in L'evoluzione della finanza nella gestione dell'azienda, in Finanza nel governo dell'azienda, (a cura di M.Galeotti), Apogeo, Milano, 2008, pag. 30.

⁵⁷¹ Si noti come questo passaggio avvenga in concomitanza con la nascita ed il primo sviluppo della moderna grande azienda industriale.

⁵⁷² S.Bianchi Martini evidenzia come “[...] la finanza, intesa in senso stretto, si occupa, nell'ambito di siffatte analisi, del reperimento delle fonti per effettuare investimenti dati e non dell'analisi economica di convenienza degli stessi [...]”, in L'evoluzione della finanza nella gestione dell'azienda, in Finanza nel governo dell'azienda, (a cura di M.Galeotti), Apogeo, Milano, 2008, pag. 30.

⁵⁷³ In questa fase, iniziata intorno alla metà del '900 (Cfr. G.Brunetti, Evoluzione e recenti tendenze di sviluppo della finanza aziendale, in IDEA, L'evoluzione della finanza aziendale, Clueb, Bologna, 1984, pag. 10) si pone in evidenza la necessità di relazionare le problematiche inerenti la raccolta delle risorse finanziarie con quelle inerenti gli impieghi delle stesse. La finanza d'azienda, dunque, allarga il suo oggetto di analisi: non più funzione dedicata alla raccolta delle fonti necessarie alla copertura di investimenti pianificati altrove, ma anello di congiunzione tra capitale raccolto ed investimenti aziendali.

finanza”⁵⁷⁴ le consente di assumere quel ruolo oggi ritenuto centrale nel governo strategico dell’azienda⁵⁷⁵. A ben vedere acquisito il messaggio di fondo della “*finanza allargata*”, è con il passaggio alla “*nuova finanza*” che la finanza d’azienda trova appropriata collocazione nell’ambito di un più generale modello di analisi strutturato sulla natura sistemica del fenomeno aziendale⁵⁷⁶. E’ in questo contesto, infatti, che le

La relazione tra fonti ed impieghi è indagata secondo logiche di convenienza economico-finanziaria ponendo a confronto, da un lato, il rendimento atteso degli investimenti (realizzati o da realizzare) ed il costo stimato del capitale (investito o da investire) e, dall’altro, il ciclo degli investimenti ed il ciclo dei finanziamenti in ragione della sincronizzazione dei *cash-in* e dei *cash-out*. L’obiettivo è, infatti, duplice: massimizzare il ritorno degli investimenti e conservare la sincronizzazione tra entrate ed uscite. Per effetto dell’ampliamento dell’oggetto di analisi, secondo una visione integrata fonti-impieghi, e dell’incremento della strumentazione di analisi, di fatto, la finanza d’azienda consente di evidenziare le relazioni intercorrenti tra diverse decisioni, operazioni e funzioni aziendali. All’interno dell’azienda, dunque, muta radicalmente il suo peso: da marginale rispetto al processo decisionale diviene centrale in ragione della valutazione economico-finanziaria della strategia. A ben vedere tra l’approccio della “*finanza tradizionale*” e l’approccio della “*finanza allargata*” a mutare non è solo l’ampiezza dell’oggetto di studio ma anche le modalità di analisi delle problematiche aziendali in un’ottica marcatamente sistemica in linea, peraltro, con la logica dell’economia aziendale italiana (La dottrina dell’Economia aziendale italiana, sin dalle sue origini, ha evidenziato come il fine dell’azienda sia quello di perseguire un durevole equilibrio tra l’insieme dei costi, finanziari e non, e l’insieme dei ricavi e non quello di ridurre i costi dei finanziamenti o di massimizzare i ricavi degli investimenti. In tal senso G.Zappa, Tendenze nuove negli studi di ragioneria, Discorso inaugurale dell’Anno Accademico 1926/27 nel R.Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia). La centralità della finanza d’azienda tanto nel processo strategico quanto nell’agire operativo richiede, infatti, necessariamente un cambio di visione: da “*ristretta*” ad “*allargata*” secondo logica sistemica. La finanza d’azienda, infatti, pur non comprendendo pienamente le caratteristiche tecniche dei singoli investimenti, nel tradurli in termini di costo del capitale e rendimento atteso, è chiamata a comprenderne il relativo impatto sulla strategia tanto nel breve quanto nel lungo periodo. Cfr. S.Bianchi Martini, in L’evoluzione della finanza nella gestione dell’azienda, in Finanza nel governo dell’azienda, (a cura di M.Galeotti), Apogeo, Milano, 2008, pagg. 31-32.

⁵⁷⁴ Questa nuova fase, che inizia intorno agli anni agli ’70 ed ’80, si innesta sulla logica della “*finanza allargata*” ed attinge alle scienze quantitative matematico-statistiche (soprattutto con riferimento agli studi sulla teoria del portafoglio e dell’utilità) ed alla teoria economica, sia micro che macro, al fine di sviluppare modelli generali di equilibrio che consentano di spiegare il comportamento degli attori coinvolti nel processo di allocazione delle risorse in condizioni di incertezza (Cfr. G.Brunetti, Evoluzione e recenti tendenze di sviluppo della finanza aziendale, in IDEA, L’evoluzione della finanza aziendale, Clueb, Bologna, 1984, pagg. 15-16). La “*nuova finanza*”, da un lato, si preoccupa di porre in essere la traduzione quantitativa, mediante costruzione di modelli, della logica sistemica fonti-impieghi già postulata dalla “*finanza allargata*” e, dall’altro, ponendosi in una logica di massimizzazione del valore aziendale, allarga ulteriormente l’oggetto di analisi considerando accanto alla relazione fonti-impieghi il comportamento degli investitori nei mercati finanziari (Cfr. S.Bianchi Martini, in L’evoluzione della finanza nella gestione dell’azienda, in Finanza nel governo dell’azienda, (a cura di M.Galeotti), Apogeo, Milano, 2008, pag. 33).

⁵⁷⁵ G.Brunetti, Evoluzione e recenti tendenze di sviluppo della finanza aziendale, in L’evoluzione della finanza aziendale, Ed.Clueb, Bologna, 1985; G.Brugger, La funzione finanziaria nell’impresa, F.Angeli, Milano, 1975; S.Bianchi Martini, L’evoluzione della finanza nella gestione dell’azienda, in Finanza nel governo dell’azienda, (a cura di M.Galeotti), Apogeo, Milano, 2008, pagg. 29-36.

⁵⁷⁶ S.Bianchi Martini evidenzia come “*Una volta considerato acquisito il messaggio di fondo della finanza allargata, che [...] costituisce un presupposto essenziale per poter collocare la disciplina nell’ambito di un modello generale di analisi economica che riconosca la natura sistematica del fenomeno aziendale, dobbiamo in effetti ammettere che anche le indicazioni tecniche sviluppate in studi a taglio tradizionalistico (descrizione di strumenti) e la strumentazione quantitativa della nuova finanza [...] offrono elementi conoscitivi di estrema importanza per il governo delle aziende e per la scelta degli*

tematiche finanziarie sono affrontate secondo logica sistemica e con preciso riferimento al governo strategico dell'azienda⁵⁷⁷.

4.2. – L'indebitamento e la corporate governance

Le scelte di indebitamento hanno effetti diretti sulla *corporate governance*⁵⁷⁸ dell'azienda e dunque sul sistema delle strategie aziendali, sull'architettura organizzativa e sulle logiche gestionali.

investitori”, in L'evoluzione della finanza nella gestione dell'azienda, in Finanza nel governo dell'azienda, (a cura di M.Galeotti), Apogeo, Milano, 2008, pagg. 33-34. V.Comito, nel riportare un episodio raccontato da P.L.Bernstein, 1991, La lègitimation des universitaires, Analyse Financière, 3° trimestre, narra “[...] che, quando, nel 1955, Harry Markowitz (che riceverà molto più tardi, nel 1990, il premio Nobel per l'economia per i suoi lavori di teoria finanziaria) si presentò a discutere la sua tesi di dottorato all'Università di Chicago, tesi nella quale erano contenute in sostanza le fondamenta della moderna teoria del portafoglio, incontrò qualche difficoltà. In particolare, Milton Friedmann, presidente della commissione d'esame, appariva perplesso. Il tema era troppo nuovo e strano. «Harry», sembra avergli detto Friedmann «non possiamo darti un dottorato di economia per una tesi che non è di economia. Non è dell'economia, non è della matematica, non è neanche del management». Per fortuna di Markowitz, poi, gli altri membri della commissione convinsero il presidente a cambiare parere. Stava nascendo la moderna teoria finanziaria: Markowitz, insieme a Modigliani, Miller, Sharpe, allievo di Markowitz, e pochi altri, tra gli anni cinquanta e la prima metà degli anni sessanta, fondano la nuova scienza. Prima di loro la finanza «era un misto di procedure contabili, di regole di buon senso e di vecchie massime». Essa si rende ora autonoma sia dall'economia, sia dall'”accounting”. Da allora, questa nuova scienza si è molto arricchita di idee e contributi, sino a costituire oggi un corpus teorico la cui crescente complessità è in qualche modo anche il riflesso della realtà di un mondo economico e finanziario sempre più articolato e in crescente mutamento. In effetti, i mercati finanziari di oggi, la gestione finanziaria d'impresa e in parte la stessa gestione complessiva d'azienda sono il risultato di una recente ma, almeno in parte, misconosciuta rivoluzione silenziosa, rivoluzione che ha trasformato e sta trasformando in parte anche la vita di tutti noi”, in Idee e Capitali, Isedi, Torino, 2001, Introduzione, pag. XI.

⁵⁷⁷ Con riferimento allo sviluppo della funzione finanza nella sua dimensione strategica, U.Bertini evidenzia come “La spiegazione di questo fenomeno va ricercata, [...], in due fattori, uno esterno e uno interno. Quello esterno va ricondotto ai fenomeni dell'internazionalizzazione e della globalizzazione che hanno determinato il rafforzamento e lo sviluppo dei mercati finanziari. Quello interno riguarda le aziende che sono state costrette a modificare i loro comportamenti per stare al passo con i nuovi modelli di sviluppo dell'economia: da qui una crescente e costante attenzione alle problematiche della finanza” nella Prefazione a M.Galeotti (a cura di), La finanza nel governo dell'azienda, Apogeo, Milano, 2007. S.Bianchi Martini evidenzia come “[...] le problematiche finanziarie d'azienda possono oggi essere lette sotto un duplice punto di vista: quello tecnico-operativo e quello strategico. E' possibile pertanto distinguere, pur consapevoli delle interrelazioni e degli inestricabili legami, tra questioni finanziarie di natura tecnico-operativa [...] e problematiche di strategia economico-finanziaria [...]”, in L'evoluzione della finanza nella gestione dell'azienda, in Finanza nel governo dell'azienda, (a cura di M.Galeotti), Apogeo, Milano, 2008, pag. 35. Salomon pone la distinzione tra la disciplina tecnica della finanza ed il ruolo della finanza nella gestione strategica dell'azienda. In tal senso evidenzia come le attività finanziarie aventi valenza strategica debbano essere di competenza del management andando ben oltre i compiti degli specialisti della finanza (Cfr. E.Salomon, Teoria della finanza aziendale, Il Mulino, Bologna, 1972).

⁵⁷⁸ U.Bertini evidenzia come “L'area del governo [...] è quella in cui confluiscono tutte le problematiche della corporate governance; agli uomini di governo è perciò demandato di trovare le soluzioni più adeguate per risolverle. E' in quest'area, infatti, che convergono gli interessi contrapposti dei soggetti impegnati «a fare azienda» e di quelli aventi maggiori aspettative sui risultati della gestione; è in quest'area che esplodono i conflitti di interesse più gravi; è in quest'area che possono essere trovate le convergenze necessarie per superare i diversi personalismi”, in Modelli di governance, aspettative degli

La *corporate governance* fa riferimento all'insieme di regole in base alle quali si forma il potere decisionale, si strutturano i meccanismi di azione degli organi societari, si controlla l'attività amministrativa e gestionale, si adottano i provvedimenti necessari alla realizzazione di una gestione corretta, efficace ed efficiente⁵⁷⁹.

La struttura di *governance* varia nello spazio e nel tempo: è differente da azienda ad azienda e per la medesima azienda in tempi differenti⁵⁸⁰.

stakeholder e creazione del valore, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 52.

⁵⁷⁹ U.Bertini, con riferimento al modello di *governance*, evidenzia come *“Il modello attiene al modo con cui viene esercitato il potere, fatti funzionare gli organi societari, prese le decisioni strategiche, realizzato il sistema dei controlli interni e adottati tutti gli altri provvedimenti necessari per realizzare una gestione corretta, efficace ed efficiente”*, in *Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 46. M.Galeotti, con riferimento alla *Corporate Governance*, evidenzia come *“[...] Con tale termine si fa riferimento al sistema di regole, modelli, relazioni, procedure e strumenti (tecnici, di mercato, istituzionali, normativi) secondo cui si forma il potere all'interno dell'azienda, vengono assunte le principali scelte gestionali, operano i meccanismi che guidano l'azione degli organi sociali e, infine, viene controllata l'attività amministrativa”*, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 132. R.Ferraris Franceschi, evidenzia come *“Corporate governance in senso letterale sta ad indicare il governo economico della società di capitali. Ciò comprende sia l'insieme di norme giuridiche che riflettono il modello aziendale, economico, politico istituzionale tipico di un contesto ambientale, sia gli assetti istituzionali, sistemi di direzione e sistemi di sorveglianza attuati per garantire che il governo dell'azienda societaria si svolga in modo efficace per l'unità produttiva e per il sistema economico in cui è inserita ed inoltre in modo equilibrato e trasparente, in particolare nel rispetto degli interessi di tutti i soggetti interni ed esterni che risultano coinvolti in modo diretto o indiretto nell'attività aziendale”*, in E.Cavalieri, R.Ferraris Franceschi, *Economia Aziendale*, Vol.I, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 100 e pagg. 103-104. M.Mustilli evidenzia come *“La corporate governance, secondo una visione in buona parte condivisa, può essere definita facendo riferimento a due piani diversi: uno interno, come sistema di assegnazione del potere decisionale, progettato per ovviare all'impossibilità di concludere contratti completi tra i diversi stakeholder; l'altro esterno, come insieme di regole, istituzioni e procedure concepite per difendere gli investitori da comportamenti opportunistici di imprenditori e manager, assicurando l'adeguato ritorno del capitale investito e condizionando l'attività di questi ultimi attraverso una serie di meccanismi e incentivi. Elementi comuni tra ottica interna ed esterna sono l'oggetto, rappresentato dagli stakeholder aziendali, e l'obiettivo, che risiede nella promozione di correttezza, trasparenza e responsabilità nell'attività dell'impresa”*, in *Teoria dell'impresa, processi decisionali e governance*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 19-20. Sul tema tra gli altri: G.Airoldi, G.Forestieri, *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etslibri, Milano, 1998, pag. 5 e ss.; S.Bianchi Martini, G.Di Stefano, G.P.Romano, *La governance delle società quotate*, Milano, Franco Angeli, 2006, pag. 11 e ss.; P.Costanzo, M.Priori, A.Sanguinetti, *Governance e tutela del risparmio. Best practice, regole e comunicazione al mercato*, V & P, Milano, 2007, pag. 7 e ss.; A.Melis, *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, 2002, pag. 159 e ss.; M.Livatino, *Gli assetti istituzionali delle imprese*, Egea, Milano, 2005, pag. 14 e ss.; F.Fortuna, *Corporate Governance. Soggetti, Modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano, 2001, pag. XII.

⁵⁸⁰ U.Bertini evidenzia come *“Nonostante il possibile riferimento ad aspetti formali e procedurali comuni non possono esistere modelli standard di corporate governance validi per tutte le aziende. Il «modello di governance» scaturisce, infatti, dal particolare approccio con cui l'organo di governo decide di affrontare il problema della governance nello specifico contesto in cui opera l'azienda”* e poi *“Ogni modello scaturisce, dunque, da un sistema di «politiche di governance», concepite per realizzare nel modo migliore gli obiettivi strategici della gestione. La formazione del modello si configura come se al centro del «sistema di governance» ci fosse una sorta di governance idea: un'idea guida ispiratrice, declinabile sulla base di determinate linee, che esprime i principi ritenuti rilevanti, le variabili chiave da*

A ben vedere la *corporate governance* più che rappresentare il luogo ideale in cui si superano i conflitti tra i diversi interessi convergenti nel fenomeno aziendale, deve essere intesa come “*sistema di governo*” capace di migliorare la qualità della vita aziendale nel suo complesso coniugando efficacia, efficienza e correttezza in vista dell’armonico funzionamento del sistema d’azienda⁵⁸¹. In tal senso il governo dell’azienda, tanto con riferimento al momento propositivo che attuativo⁵⁸², definisce il processo decisionale e specifica le modalità di relazione azienda-ambiente ed è il risultato del continuo sviluppo del sistema delle idee⁵⁸³. Le modalità di conversione del

considerare e la logica di fondo che viene posta alla base delle scelte di corporate governance. In altre parole la «formula di governance» deve essere considerata alla stregua delle decisioni strategiche e anzi, al di sopra di esse, in quanto «strategia delle strategie» in *Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 45-46.

⁵⁸¹ U.Bertini, evidenzia come “*Proprio questa vasta massa di interessi è al centro delle problematiche della corporate governance. Da molte angolature sembrerebbe, infatti, che il principale obiettivo della corporate governance dovesse essere quello di regolamentare la vita dell’azienda, al fine di salvaguardare gli interessi dei soggetti che dalla gestione potrebbero ricevere danni patrimoniali ed economici: si imporrebbe quindi un «nuovo modo di governare» per realizzare una gestione «più buona e giusta». Vengono così considerate, con particolare enfasi, le posizioni delle minoranze azionarie e degli altri portatori di interesse nei confronti dei quali l’azienda potrebbe rendersi responsabile di «ingiustizie». Pur riconoscendo oggettiva rilevanza a queste argomentazioni, a me sembra che alla corporate governance debba essere riconosciuta una valenza più ampia, in quanto è impensabile che i cambiamenti che vengono introdotti nella «forma» non possano avere ripercussioni sulla «sostanza» del governo. E poi, questa visione dell’azienda, come sistema di interessi contrapposti, sinceramente non mi convince, anche perché contraddice il principio dell’unicità del fine che, per me, è il fondamento della gestione. [...] Per me, dunque, la corporate governance è da intendersi, più che come un modo per superare i conflitti tra le varie categorie di portatori d’interessi, come un sistema di governo capace di migliorare «a tutto tondo» la qualità della vita dell’azienda: solo così è possibile, infatti, realizzare una gestione efficace, efficiente e corretta [...] La corporate governance è dunque una versione rivisitata, più aperta e intelligente, del processo di governo [...] L’obiettivo della corporate governance, in definitiva, è l’armonico funzionamento del sistema d’azienda*”, ed ancora “*Uno degli elementi più critici del «modello» è, naturalmente, la composizione degli interessi in gioco tra i diversi stakeholder, in particolare di quelli in potenziale conflitto tra loro; ma questo non può costituire, in nessun caso, l’obiettivo principale della corporate governance*” in *Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 44-45 e pag. 47.

⁵⁸² U.Bertini evidenzia come “*“Pensiero” e “azione” possono essere pertanto considerate come le fondamentali componenti del sistema umano; essi agiscono, rispettivamente, in corrispondenza dei due fondamentali momenti della gestione, quello “politico”, espressione dell’attività di pensiero, e quello “operativo”, riconducibile all’azione*”, in *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, 1995, pag. 15 e pag. 21.

⁵⁸³ S.Garzella evidenzia come “*L’organizzazione degli elementi e delle relazioni non è né casuale né sovraordinata, bensì è il risultato delle scelte effettuate dalle persone che, con diversi ruoli e diverse responsabilità, sono impegnate nel governo dell’azienda. Le idee del sistema umano, sempre diverse nel tempo e nello spazio, si organizzano attraverso il sistema delle decisioni, qualificando la combinazione produttiva come realtà unica. Nel tentativo di assicurare la vita a questa “individualità produttiva” il soggetto economico si confronta con l’esterno e con l’ambiente, cosciente di dover instaurare con esso processi di scambio che talora muovono dall’esterno verso l’azienda, talora in senso opposto*”, in *Il sistema d’azienda e la valorizzazione delle “potenzialità inesprese”*, Giappichelli, Torino, 2005, pagg. 1-2. P.Onida evidenzia come “*L’efficiente funzionamento dell’azienda ed il buon andamento economico della gestione dipendono largamente [...] dalla qualità dei capi. Si può affermare che il problema per ogni azienda sia proprio quello di avere alla testa buoni capi*”, *L’azienda. Primi principi di gestione e organizzazione*, Giuffrè, Milano, 1954, pagg. 269 e ss.

sistema delle idee⁵⁸⁴ in logiche operazionali è funzione della natura stessa dell'azienda⁵⁸⁵ e ne evidenzia i caratteri in termini di imprenditorialità e managerialità⁵⁸⁶. Dal combinarsi di dette attitudini, appartenenti trasversalmente tanto alla proprietà quanto al management, deriva il sistema di idee che qualifica l'azienda rendendola unica⁵⁸⁷ e capace di generare valore⁵⁸⁸ che, coniugato alla soddisfazione delle aspettative dei diversi portatori di interessi, garantisce la sopravvivenza e lo sviluppo dell'azienda⁵⁸⁹. Per quanto detto si comprende come la *corporate governance*

⁵⁸⁴ Il sistema delle idee può essere distinto nel sistema delle idee imprenditoriali, manageriali, operative: a caratterizzare l'azienda ed a valorizzare le condizioni operative sono le prime due. S.Garzella, *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inesprese"*, Giappichelli, Torino, 2005, pag. 27.

⁵⁸⁵ U.Bertini evidenzia come "*Il processo di conversione del sistema delle idee in sistema di operazioni è riconducibile direttamente al "modo di fare azienda" e investe il sistema umano nella sua più ampia e complessa articolazione, con il totale coinvolgimento delle sue componenti: a cominciare dal soggetto economico, per proseguire con il "sistema del management", e, infine, chiamando in causa la "tecnostuttura"*", in *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, 1995, pagg. 20 e ss.

⁵⁸⁶ L'imprenditorialità attiene alla capacità dell'azienda di proiettarsi nel futuro alla ricerca di nuove opportunità di sviluppo: elemento caratterizzante, dunque, è rappresentato dal rischio aziendale. La managerialità dell'azienda fa riferimento a qualità tecnico-professionali inerenti la gestione che consentono la connessione tra le intuizioni imprenditoriali e la combinazione produttiva: elemento caratterizzante, dunque, è rappresentato dalla capacità di sviluppare sinergicamente tutte le forze aziendali, sia interne che esterne, in vista del raggiungimento e del mantenimento del vantaggio competitivo per l'azienda. U.Bertini con riferimento all'imprenditorialità e managerialità evidenzia come questi rappresentino "[...] i valori più alti con cui l'azienda esprime la propria forza economica", in *Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 46.

⁵⁸⁷ G.Ruffolo, *La grande impresa nella società moderna*, Einaudi, Torino, 1971, pag. 145, evidenzia come al fine di dirigere l'azienda si rende necessario esercitare l'autorità. A tal fine non è sufficiente essere proprietari, sia pure assoluti, ma è necessario sviluppare capacità manageriali. L'imprenditore, al fine di esercitare effettivamente la sua autorità, deve acquisire competenze manageriali. S.Garzella evidenzia come "*Imprenditorialità e managerialità sono state in un primo momento ricondotte in modo esclusivo, la prima all'area della proprietà, la seconda, all'area del management. Si è poi compreso che esse, [...] rappresentano attitudini del sistema umano aziendale, restie quindi ad essere circoscritte con rigidità nell'una o nell'altra area. Pur nella validità generale della divisione del sistema umano aziendale nell'area della proprietà, del management e della tecnostuttura, è data evidenza alla considerazione che, nelle specifiche realtà aziendali, i caratteri tipici di ciascuna delle aree citate sconfinano nelle altre. Sovente i requisiti della managerialità sono individuabili anche all'interno del sistema della proprietà, così come le attitudini imprenditoriali sono talvolta fatte proprie dal management. Imprenditorialità e managerialità tendono così a confondersi come sfumati tendono a divenire i confini tra imprenditori e manager. Resta comunque forte la convinzione che proprio dal combinarsi di imprenditorialità e managerialità e dal loro distribuirsi nelle varie aree del sistema umano derivi quel sistema di "idee dominanti" o "idee guida" che rendono l'azienda speciale ed unica*", in *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inesprese"*, Giappichelli, Torino, 2005, pagg. 29-31.

⁵⁸⁸ U.Bertini evidenzia come "*Il valore si crea con le idee e con il denaro, ed è dalla combinazione di questi due elementi che nasce l'azienda come espressione autonoma di elaborazione di pensiero e di trasformazione di risorse: le aspettative dei portatori di interessi non possono, in nessun caso, condizionare questi processi*", in *Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 45.

⁵⁸⁹ U.Bertini evidenzia come "[...] solo la creazione del valore, in un contesto in cui i diversi soggetti interessati alla gestione vedano «equamente» soddisfatte le proprie aspettative, può garantire la continuità dell'azienda [...]", e poi come "[...] è necessario che il valore creato sia «per l'azienda» e che le aspettative vengano soddisfatte «compatibilmente» con gli interessi dell'azienda. Si avvia, in tal modo, un circuito virtuoso, per cui la *comportate governance* fa crescere il valore dell'azienda e la crescita del

sia più questione di “sostanza” che di “forma”. In tal senso ruolo centrale è assunto dal rapporto di collaborazione intenso e libero tra i principali attori – consapevoli che il buon andamento della gestione soddisfa nel tempo ogni loro aspettativa – e particolare rilevanza hanno: il sistema di amministrazione e controllo adottato dall’azienda, gli stakeholder e la pressione da questi esercitata, la personalità del leader d’azienda⁵⁹⁰. La *corporate governance*, dunque, non è da intendersi come “sistema di regole” ma come “sistema di governo” dell’azienda⁵⁹¹.

Fermo restando la libera circolazione delle attitudini di imprenditorialità e managerialità all’interno dell’azienda, l’autorità del governo deve essere ricondotta ad un numero ristretto di attori che esprime il soggetto economico⁵⁹²: è da questi che scaturisce l’area del governo dell’azienda e, dunque, la *corporate governance* quale parte di essa⁵⁹³.

valore dell’azienda soddisfa le aspettative degli stakeholder; il soddisfacimento di aspettative degli stakeholder consente a sua volta di migliorare la governance e il miglioramento della governance fa crescere ulteriormente il valore dell’azienda con conseguente maggiore soddisfacimento degli stakeholder [...] In definitiva, mediante una buona governance, l’azienda più valore crea per sé, più aspettative soddisfa dei propri stakeholder [...] Il miglior modello di governance è dunque quello che riesce a innescare questo meccanismo virtuoso di relazioni e di processi” ed infine sottolinea come “Il rafforzamento delle condizioni di economicità determinato dalla corporate governance ovviamente migliora anche l’operatività della gestione: il soddisfacimento delle «legittime» aspettative dei soggetti interni favorisce infatti il formarsi di un più forte spirito di corpo tra i membri dell’organizzazione aziendale e ne determina un maggiore coinvolgimento nei processi di gestione per effetto della più chiara e trasparente distribuzione dei poteri e della conseguente individuazione degli obiettivi gestionali. Inoltre rafforza l’immagine esterna dell’azienda” in Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore, in Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 43 e pagg. 54-55-56.

⁵⁹⁰ U.Bertini evidenzia come “[...] la corporate governance è, per me, questione più di sostanza che di forma: una sostanza che viene plasmata in modo esclusivo dagli uomini di governo in funzione delle loro «strategie di governance»; una sostanza fortemente influenzata dalle condizioni di contesto di ogni azienda, in continua e talvolta rapida evoluzione. Tra queste, a mio avviso, hanno una particolare rilevanza il cosiddetto «sistema di governance», ossia il regime giuridico di amministrazione e controllo adottato dall’azienda, la pressione degli stakeholders e la personalità del «capo azienda»”. Lo Studioso poi evidenzia come “Il segreto della buona governance sta dunque in uno stretto rapporto di collaborazione, intenso ma libero e non autoreferenziale, tra i suoi principali attori, i quali tutti devono sapere che il buon andamento della gestione soddisfa sempre, nel lungo periodo, ogni loro aspettativa. Per questo motivo, né l’approccio shareholder, né quello stakeholder, possono essere posti a fondamento della corporate governance. La corporate governance, in ogni caso, non è una questione di regole, ma di attenzione al ruolo complessivo dell’azienda: in questo modo può rappresentare anche un habit of mind per qualificare le idee, le decisioni e i comportamenti degli uomini d’azienda. Una buona governance non richiede troppe regole scritte per essere attuata. Una buona governance è quella che dà priorità assoluta alle ragioni dell’azienda rispetto a quelle di tutti i suoi interlocutori, proprietari compresi”, in Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore, in Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 55-56.

⁵⁹¹ U.Bertini evidenzia come “Anche se può essere intesa come un «sistema di regole», la corporate governance è in realtà un «sistema di governo». Un sistema di governo virtuoso che riesce a coniugare le ragioni dell’azienda con quelle della società civile”, in Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore, in Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 55-56.

⁵⁹² U.Bertini evidenzia come “[...] l’azienda non è una entità intellettuale capace di programmare razionalmente la propria attività e quindi di assegnare una finalità alla sua azione; bensì un fenomeno astratto che la mente umana è in grado di concepire unitariamente, ma che in sé non ha capacità logico-deduttive. Alla sua nozione si perviene mediante una sintesi delle manifestazioni che, coordinate e dirette da determinati soggetti, vengono a realizzarsi grazie all’apporto di altri. L’individuo domina, dunque, le

Il soggetto economico è figura propria dell'economia aziendale introdotta in fase di impostazione della disciplina⁵⁹⁴. L'impostazione tradizionale identifica il soggetto economico in colui nell'interesse del quale è svolta l'attività d'azienda⁵⁹⁵. Lo schema

manifestazioni nelle quali si concreta l'azienda. Ma chi ne determina il corso non sono tutte le diverse classi di "soggetti" impegnati nei processi produttivi, bensì una ristretta cerchia effettivamente in grado di incidere sulla vita del sistema economico. Appare quindi senz'altro più logico parlare di finalità di questa ristretta cerchia di persone, alle quali, accettando una diffusa terminologia può essere dato il nome di "soggetto economico", piuttosto che insistere su un discorso di finalità che il sistema aziendale non sarebbe in grado di indicare né di perseguire", in *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, 1990, pagg. 41-42. Per un'analisi approfondita sul tema del soggetto economico si rimanda tra gli altri a: E.Giannessi, *Le aziende di produzione originaria. Vol.V. Le aziende agricole*, Cursi, Pisa, 1960, pagg. 102 e ss.; A.Amaduzzi, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, 3^a ed., Utet, Torino, 1986, pagg. 65 e ss.; G.Zappa, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1957, pagg. 419 e ss.; G.Ferrero, *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1968, pagg. 47 e ss.; U.Bertini, *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, 1992, pagg. 25 e ss.; V.Coda, *Proprietà, lavoro e potere di governo dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1967; C.Masini, *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino, 1978, pagg. 40 e ss.; P.Onida, *Economia d'azienda*, 3^a ed., Utet, Torino, 1985, pagg. 21 e ss.; P.Saraceno, *La produzione industriale*, Libreria Universitaria, Venezia, 1966, pagg. 55 e ss.; G.Airoldi – F.Amatori – G.Invernizzi, *Proprietà e governo delle aziende italiane*, Egea, Milano, 1995; G.Airoldi – G.Forestieri (a cura di), *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas Libri, Milano, 1998; G.Bruni, *Contabilità per l'alta direzione*, Etas, Milano, 1991; L.Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, 3^a ed., Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 57 e ss.; G.Airoldi – G.Brunetti – V.Coda, *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994, pagg. 92 e ss.; E.Cavalieri – R.Ferraris Franceschi, *Economia aziendale*, Vol. I, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 82 e ss.; E.Cavalieri, F.Ranalli, *Economia aziendale*, Vol. II, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 297-335.

⁵⁹³ U.Bertini evidenzia come *"Come tutti i sistemi di governo anche la corporate governance scaturisce dall'area del soggetto economico – dove confluiscono proprietari, amministratori e dirigenti – ed è quindi espressione dei valori presenti in quest'area"*, in *Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 57.

⁵⁹⁴ F.Ranalli evidenzia come *"La figura del soggetto economico fu introdotta dagli studiosi di economia aziendale, nella fase di impostazione di questa disciplina, per indicare la persona o il gruppo di persone fisiche cui veniva affidata la definizione delle linee di sviluppo dell'attività aziendale. Si ricorse a tale figura perché ritenuta più facilmente identificabile rispetto a quella dell'imprenditore, che poteva essere rappresentata da una pluralità di soggetti e di cui venivano fornite numerose interpretazioni"*, in E.Cavalieri, F.Ranalli, *Economia aziendale*, Vol. II, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 315. R.Ferraris Franceschi evidenzia come *"[...] la figura del soggetto economico è una creazione dell'economia aziendale. L'economia politica e la giurisprudenza fanno riferimento piuttosto all'imprenditore, figura astratta, connotata da due caratteristiche: il potere d'iniziativa inteso come capacità innovativa ed il rischio economico. L'economia aziendale, avendo avocato a sé lo studio scientifico delle unità di produzione economica, mediante la ricerca di uniformità o asserzioni generali valide per tutte le unità reali non poteva ritenersi soddisfatta da una figura come quella dell'imprenditore, quanto mai carica di significati nascosti e simbolici, provvista di una dote dal contenuto quasi salvifico, l'«Unternehmungsgeist» che le deriva dall'attenzione che la teoria schumpeteriana dell'imprenditore non capitalista le aveva dedicato. Per l'economia aziendale è senza dubbio più aderente alla mentalità scientifica parlare di funzione imprenditoriale piuttosto che di imprenditore, inteso come la figura teorica in grado di organizzare un «complesso di beni», di innovare e «vivificare» i processi produttivi inducendo dei cambiamenti anche nei sistemi economici. L'imprenditore rappresenta un «Ideal-Typ», un modello di stampo weberiano, creato dagli studiosi ad uso della teoria, piuttosto che una figura di evidenza empirica in azienda, su cui far convergere funzioni reali di governo nella costante multiformità delle unità economiche"*, in E.Cavalieri, R.Ferraris Franceschi, *Economia Aziendale*, Vol.I, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 93.

⁵⁹⁵ G.Zappa evidenzia come *"Il soggetto economico che esercita il controllo sull'azienda è la persona o il gruppo delle persone nel cui prevalente interesse l'azienda è di fatto amministrata"*, in *Le produzioni*

logico di riferimento, dunque, si struttura sul criterio della prevalenza dell'interesse⁵⁹⁶. In tal senso da un lato si pone la necessaria sussistenza di un soggetto ovvero un gruppo di soggetti intesi come entità unitaria⁵⁹⁷, che eserciti il governo dell'azienda in tutte le sue forme e, dall'altro, la necessità di definire i criteri in base ai quali individuare detta figura.

Seguendo questa impostazione al soggetto economico è ascrivibile l'area del governo dell'azienda: a questi è demandata la funzione generale di governo e di indirizzo strategico – in ragione del potere decisionale e della relativa responsabilità in termini di rischio economico generale – mentre al management sono delegate le funzioni di gestione in senso più stretto⁵⁹⁸. E' bene evidenziare come in questa impostazione

nell'economia delle aziende, Tomo I, Giuffrè, Milano, 1957, pag. 86. U.Bertini evidenzia come “[...] *il fine dell'azienda, in quanto istituzione al servizio del soggetto economico per il perseguimento delle finalità “personali” di esso “soggetto”, non può che essere l'equilibrio del sistema medesimo in tutti i suoi molteplici aspetti, ma ricondotto al comune denominatore economico*” ed ancora “*Quando più la gestione dell'azienda è economica, tanto più il soggetto economico è facilitato a perseguire le proprie finalità*” ed infine “*Si vuole con ciò ancora una volta porre in risalto il valore strumentale dell'azienda (fenomeno oggettivo) rispetto alle aspirazioni e al comportamento del soggetto economico (fenomeno soggettivo)*”, in *Il sistema d'azienda*, Giappichelli Editore, Torino, 1990, pag. 44.

⁵⁹⁶ G.Zappa, evidenzia l'autonomia dell'azienda, quale unità economica autonoma ed oggettiva, rispetto al soggetto che l'ha costituita e governata: l'azienda è, dunque, cosa diversa e differente rispetto al soggetto costituente anche qualora questi abbia sottoscritto l'intero capitale di rischio (*Le produzioni nell'economia delle imprese, Tomo I, Giuffrè, Milano, 1957, pag. 86-87*); E.Giannessi, evidenzia come il soggetto economico sia da identificare in colui per conto del quale si svolge l'attività aziendale. In tal senso tale soggetto non è da individuare esclusivamente in colui che sottoscrive capitale di rischio ma in colui che da impulso all'attività d'azienda e ne subisce le conseguenze assumendosi il rischio economico (*Le aziende di produzione originaria, Vol. I, Le aziende agricole, Colombo, Cursi, Pisa, 1960, pagg. 102-104*); U.Bertini, identifica il soggetto economico in colui che detiene le leve del governo dell'azienda. In tal senso evidenzia come queste siano detenute da un ristretto gruppo formato dagli esponenti più rappresentativi del capitale e dai dirigenti di più elevato grado. Pertanto a questa ristretta cerchia di persone è ascrivibile la responsabilità delle scelte gestionali che determinano il corso degli andamenti economici. Così operando lo Studioso affianca al criterio dell'interesse prevalente quello della competenza professionale necessaria a manovrare le leve del governo dell'azienda (*Il sistema d'azienda, Giappichelli, Torino, 1990, pagg. 42-43*).

⁵⁹⁷ In dottrina si evidenzia come il soggetto economico, anche se composto da più persone, è sempre unico ed unitario: sintetizza, infatti, interessi e valori all'interno di un sistema di obiettivi e di decisioni strutturalmente coerenti con il funzionamento e le finalità dell'azienda. C.Masini evidenzia come “*L'unità e l'unicità del soggetto economico consentono che nell'azienda siano attuate le unità di direttiva generale e l'unità di comando generale*”, in *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino, 1978, pag. 46.

⁵⁹⁸ R.Ferraris, evidenzia come “*Di estrema importanza per l'andamento delle aziende sono le modalità con cui vengono assolte le funzioni della gestione. Queste ultime trovano la loro espressione nelle decisioni mediante le quali le vie intraviste divengono percorribili e nelle operazioni che consentono la realizzazione delle decisioni strategiche ed operative. Le funzioni della gestione si presentano con aspetti anche molto diversi se si considera l'ampiezza delle scelte che da esse scaturiscono, la sfera aziendale coinvolta, il tempo impiegato. Si possono individuare funzioni generali di governo o di indirizzo, queste presentano una forte valenza strategica in quanto tracciano le vie lungo le quali l'azienda tutta dovrà muoversi nel presente e nel futuro, prospettano le nuove capacità da predisporre per creare situazioni di mercato adeguate ai cambiamenti tecnici e scientifici, per mutare i processi produttivi in corso, per entrare su nuovi mercati. Le funzioni di indirizzo strategico fondamentale competono a chi in azienda detiene i massimi poteri. Accanto o subordinatamente rispetto a queste esistono funzioni di gestione in senso più stretto che competono alla struttura organizzativa gerarchica, alla direzione ed agli organi di management. Si tratta di funzioni che trovano sbocco in scelte, decisioni, operazioni aventi del pari una forte valenza strategica poiché la gestione strategica è una «qualità», una modalità piuttosto che un*

affinché il soggetto economico possa, di fatto, esercitare pienamente la sua funzione di indirizzo strategico dell'azienda, è necessario che si caratterizzi per una solida cultura d'impresa, capacità manageriali e ruolo attivo in azienda: solo in questo caso, infatti, può partecipare alla definizione delle linee di indirizzo dell'attività aziendale senza veder ridotta la sua funzione a mera ratifica dell'attività svolta dal management⁵⁹⁹.

La crescente complessità del sistema di relazioni azienda-ambiente⁶⁰⁰, in ragione del dinamismo dell'una e dell'altro, ha imposto l'evoluzione delle modalità di governo dell'azienda⁶⁰¹.

La funzione di indirizzo strategico, infatti, è influenzata sempre più dal complesso di relazioni che lega i soggetti demandati ad assumere decisioni strategiche oltre che dalle relazioni intercorrenti tra questi e l'azienda. Questo sistema di relazioni rappresenta il meccanismo di coordinamento della struttura mediante la quale trova attuazione la

oggetto, cioè un contenuto, essa è una mentalità orientata al dinamismo, un modus operandi rivolto al nuovo ed interessato a proiettare l'azienda verso l'esterno piuttosto che ad adattarla ai cambiamenti provenienti dal mercato quando questi so sono già manifestati. Le scelte, le decisioni, operazioni che abbiamo indicato come strategiche – perché questa è la loro qualità – devono essere accompagnate da scelte di ordine operativo che si concentrano sull'utilizzo delle capacità aziendali predisposte, per guidare passo per passo l'azienda verso l'efficienza. Gli organi a cui queste ultime competono sono organi di management a livello sottostante rispetto ai primi”, in E.Cavalieri, R.Ferraris Franceschi, Economia Aziendale, Vol.I, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 82-83.

⁵⁹⁹ F.Ranalli, analizzando i rapporti tra soci di maggioranza e management, evidenzia come “*La crescente complessità dell'attività aziendale richiede che la concreta possibilità di far valere il diritto di indirizzo, spettante al capitale di comando, si leghi strettamente al suo continuo esercizio ed al possesso dei requisiti personali e delle conoscenze necessarie per definire validamente l'orientamento strategico di fondo dell'impresa. Questo comporta che l'azionista di maggioranza può far valere i diritti connessi alla sua posizione, a condizione che sia profondamente immerso nella problematica gestionale dell'impresa, in modo da essere in grado di contribuire con i manager da lui cooptati, alla definizione delle linee di indirizzo dell'attività. Se questa condizione non si realizza, tale diritto può, di fatto, affievolirsi fino a trasformarsi in un mero diritto di ratifica dell'attività svolta dagli amministratori ed, eventualmente, di sostituzione degli stessi qualora i risultati realizzati dovessero risultare particolarmente negativi. In definitiva, in molti casi, il possesso di una quantità di capitale che assicuri la maggioranza assoluta nelle assemblee sociali va considerata come condizione necessaria, ma non sufficiente, per una partecipazione attiva, e non soltanto formale alla definizione delle strategie aziendali. A riguardo va però, specificato che, anche quando esistono i presupposti per una simile partecipazione, tale attività viene esercitata, sempre più spesso, dall'azionista di maggioranza insieme ai dirigenti opportunamente selezionati e collocati ai massimi livelli. [...] Nella gestione delle imprese di vaste dimensioni sono riscontrabili sia casi in cui l'effettivo potere di decisione si concentra, di fatto, nelle mani di manager che, mediante un processo di cooptazione, organizzano e danno continuità al suo esercizio, sia casi di imprese gestite da coalizioni, molto ben integrate, di esponenti di spicco dell'azionariato di maggioranza e di manager opportunamente cooptati. Con le dovute cautele, forse si può opinare che, in quest'ultimo caso, la tensione verso obiettivi di durevole economicità tende ad essere maggiore che nel caso opposto”, in E.Cavalieri, F.Ranalli, Economia aziendale, Vol.II, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 311-314.*

⁶⁰⁰ U.Bertini, Il sistema d'azienda, Giappichelli, Torino, 1990, pagg. 81 e ss.

⁶⁰¹ M.Mustilli evidenzia come “*Ancora oggi non esiste una teoria sulla corporate governance definita e universalmente accettata da studiosi e operatori. Il tema è reso complicato da numerosi fattori. Stabilire, infatti, come si distribuisce il potere di decisione in un'impresa e, conseguentemente, quali siano i comportamenti verso tutti gli stakeholders che con l'impresa hanno a che fare, coinvolge considerazioni che invadono più mondi della conoscenza e non certamente solo quella economica”, in Teoria dell'impresa, processi decisionali e governance, in Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 19.*

funzione di governo⁶⁰². Ne consegue che il processo decisionale è funzione del complesso di relazioni intercorrenti tra gli organi più che dell'esercizio del relativo potere formale.

In tal senso, dunque, il concetto originario di soggetto economico è stato, ed è, oggetto di rivisitazione⁶⁰³. Lo schema concettuale classico – che vede nel capitale di comando⁶⁰⁴

⁶⁰² R.Ferraris Franceschi, in E.Cavalieri, R.Ferraris Franceschi, *Economia Aziendale*, Vol.I, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 98.

⁶⁰³ V.Antonelli evidenzia come “*L’analisi della figura del soggetto economico costituisce uno dei capisaldi degli studi fin dalle origini delle nostre discipline. E’ noto che la sua individuazione, l’analisi delle funzioni che gli spettano, dei criteri di valutazione delle sue scelte, delle relazioni che lo legano all’azienda e agli altri attori coinvolti nella vicenda produttiva ammettono numerose interpretazioni teoriche e verifiche empiriche. Tale campo di indagine ha trovato di recente nuovi, interessanti motivi di sviluppo nell’accresciuta complessità interna dell’impresa, nella moltiplicazione degli interessi e delle aspettative intorno ad essa, nell’infittirsi delle relazioni interaziendali*”, in *Le relazioni trasversali tra aziende*, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 25-26. S.Garzella, evidenzia come “*Un tempo, a fronte di una sostanziale ristrettezza della base societaria e della modestia delle dimensioni dell’azienda nel suo insieme, il soggetto economico era solitamente costituito dalla proprietà che coincideva, nella gran parte dei casi, anche con gli organi amministrativi. L’aumento della competizione e della complessità gestionale delle aziende e lo sviluppo dei mercati finanziari, così come le modifiche e le novità normative del diritto positivo, hanno reso assai più ardua l’individuazione dei soggetti che compongono l’area del soggetto economico. Anche dal punto di vista dottrinale e definitorio non vi è assoluta concordia. Il concetto potremmo dire originario, che identifica il soggetto economico con “colui nell’interesse del quale si svolge l’attività d’impresa”, si è ramificato in una serie di definizioni talvolta apparentemente in contrasto tra loro*”, in *Il sistema d’azienda e la valorizzazione delle “potenzialità inesprese”*, Giappichelli, Torino, 2005, pagg. 33-34. F.Ranalli evidenzia con riferimento alla “[...] *figura del soggetto economico [...] occorre evidenziare che, con il passare del tempo, la teoria ad essa relativa è andata progressivamente arricchendosi*”, in E.Cavalieri, F.Ranalli, *Economia aziendale*, Vol.II, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 316. Le diverse posizioni dottrinali sul tema possono essere ricondotte a tre principali filoni di pensiero. Le diverse posizioni concordano sull’attribuire al soggetto economico il potere, di diritto e di fatto, di governo dell’azienda, ma si differenziano sulla prospettiva di riferimento. In tal senso: a) *Il soggetto economico è identificato con i portatori di interessi istituzionali*. In questa impostazione il soggetto economico è costituito dai prestatori di lavoro e dai conferenti il capitale di rischio. Questi soggetti, infatti, sono identificati come i portatori di interessi economici istituzionali. Se il soggetto economico è identificato con altri soggetti, si è in presenza di un soggetto economico “improprio”: dette persone, in virtù di particolari circostanze, esercitano per propri fini prerogative spettanti ai membri del soggetto economico. Si osservi come si è in presenza di un soggetto economico “improprio” anche quando il governo è esercitato solo da una parte dei sottoscrittori del capitale di rischio. Questa impostazione si caratterizza per la sua portata ideale: essa, infatti, ipotizza che il governo dell’azienda sia affidato a tutti i soggetti durevolmente interessati alla sua economia. In tal senso pone al centro del governo dell’azienda il fattore umano, nelle sue due configurazioni di proprietà e lavoro, inteso come elemento centrale della combinazione economica: l’uomo, seppur nel suo connubio con il capitale, è variabile determinante per l’economicità dell’azienda. b) *Il soggetto economico è identificato con coloro che sono istituzionalmente demandati all’esercizio del potere*. In questa impostazione il soggetto economico è costituito dai sottoscrittori di capitale di rischio. La legittimità del potere di governo dell’azienda è funzione della fonte da cui promana ovvero dalla proprietà del capitale. Pertanto la funzione di governo dell’azienda, in quelle di piccole-medie dimensioni è svolta dall’imprenditore-proprietario; in quelle di maggiori dimensioni è svolta dai soci-azionisti di maggioranza. In entrambi i casi la funzione del governo dell’azienda è prerogativa del capitale di comando. Ne consegue che la figura del soggetto economico si lega strettamente alla figura dell’azionista di maggioranza. La complessità delle aziende è tale che il potere di indirizzo, spettante ai sottoscrittori di capitale di rischio, sia parzialmente o totalmente delegato al management. In tale circostanza è possibile che i sottoscrittori di capitale di rischio esercitino un potere che è, di fatto, solo formale traducendosi in una ratifica delle decisioni assunte dal management. In tal caso, secondo tale impostazione, la qualifica di soggetto

e nel rischio economico le due variabili di riferimento per la individuazione dell'interesse prevalente – non sembra essere in grado, oggi, di cogliere la complessità delle dinamiche inerenti il governo dell'azienda⁶⁰⁵. Il principale problema che si pone risiede nell'individuazione dell'interesse prevalente. Ciò è tanto più evidente se si considera, da un lato, l'allargamento della base decisionale, dove nelle aziende di grandi

economico è comunque e sempre ascrivibile solo ai sottoscrittori di capitale di rischio: in nessun caso, infatti, la qualifica di soggetto economico può essere attribuita al management. Questa impostazione, dunque, impone che l'analisi del soggetto economico sia condotta considerando i legami intercorrenti tra economia aziendale, mercati finanziari e diritto positivo. In tal senso la comprensione del governo dell'azienda, e dei soggetti che ne esercitano il potere, può partire dall'analisi delle disposizioni normative per poi procedere verso l'analisi degli aspetti informali propri della gestione. c) *Il soggetto economico è identificato con coloro che di fatto esercitano il potere di governo.* Questa impostazione si lega alla precedente di cui rappresenta il naturale sviluppo. Il soggetto economico, infatti, è identificato in colui/coloro che di fatto esercitano il governo dell'azienda. In tal senso rientrano nella sfera del soggetto economico solo i soggetti che concretamente assolvono alla funzione di indirizzo dell'attività aziendale. Pertanto il soggetto economico è definito secondo logica funzionale dove la legittimazione è funzione delle competenze e non del diritto positivo. Questa impostazione dottrinale assume rilievo nelle aziende di grandi dimensioni dove vi è separazione tra proprietà e controllo e l'indirizzo strategico è esercitato dal management autonomamente ovvero insieme al capitale di comando. In questa sede si è ritenuto opportuno richiamare i diversi filoni dottrinali senza entrare nel merito della questione. Per una disamina approfondita delle diverse posizioni, si vedano, tra gli altri: S.Garzella, *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inespresse"*, Giappichelli, Torino, 2005, pagg. 34 e ss.; E.Cavaliere, F.Ranalli, *Economia aziendale, Vol.II*, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 317 e ss.; G.Airoidi, G.Brunetti, V.Coda, *Economia aziendale*, il Mulino, Bologna, 1994, pagg. 91 e ss.; P.Onida, *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1975, pagg. 22 e ss.; P.Saraceno, *La produzione industriale*, Lue, Venezia, 1966, pag. 107; A.Amaduzzi, *Osservazioni intorno al concetto di dimensione aziendale*, in *Saggi vari su problemi aziendali*, Giappichelli, Torino, 1966, pagg. 21-22 e pag. 67; E.Giannessi, *Appunti di economia aziendale*, Pacini, Pisa, 1990, pagg. 22 e ss.; G.Ferrero, *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1968, pagg. 52 e ss.; G.Ruffolo, *La grande impresa nella società moderna*, Einaudi, Torino, 1971, pag. 145; C.Masini, *Lavoro e risparmio. Corso di economia aziendale*, Utet, Torino, 1987, pagg. 11-12 e pagg. 41 e ss.; G.Airoidi, *Le aziende*, in G.Airoidi, G.Brunetti, V.Coda, *Lezioni di economia aziendale*, il Mulino, Bologna, 1989, pag. 90 e ss.; G.Bruni, *Contabilità per l'alta direzione. Il processo informativo funzionale alle decisioni di governo d'impresa*, Etas Libri, Milano, 1990, pagg. 22 e ss.; E.Rullani, in *Prefazione a L.Pilotti, L'impresa post manageriale oltre la separazione fra proprietà e controllo, fra rischio e potere*, Egea, Milano, 1991, pag. 4 e ss.

⁶⁰⁴ La distinzione tra *capitale di comando* e *capitale comandato* si pone in ragione dell'esistenza di soci aventi diversi interessi, funzioni e poteri. Sul tema tra gli altri: P.Onida, *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1975, pag. 24; P.Saraceno, *La produzione industriale*, Lue, Venezia, 1966, pagg. 59-60.

⁶⁰⁵ R.Ferraris Franceschi evidenzia come “[...] il criterio della prevalenza dell'interesse in azienda non può essere ritenuto criterio sufficiente né tanto meno esaustivo per dare corpo e validità ad una teoria che deve interpretare in sintesi estrema la problematica dinamica e multiforme della funzione di governo” ed ancora “Occorre, a nostro parere, passare da questa figura, identificata in base ad uno schema concettuale che considera le variabili della proprietà e del rischio economico come i cardini della prevalenza dell'interesse, ad un altro modello teorico, verificato e – se necessario – rettificato alla luce degli andamenti reali delle aziende contemporanee” ed conclude evidenziando come “Poiché il criterio dell'interesse prevalente con il semplice schema concettuale che ne consegue non è più sufficiente a cogliere gli aspetti attuali della realtà dinamica del nostro tempo e del nostro sistema economico non basta cambiare il contenuto della teoria mantenendo invariata l'impalcatura dottrinale, occorre piuttosto cambiare l'impostazione metodologica adottando un modello di ricerca che ci conduca ad una rete concettuale ampia, aperta, articolata, tale, cioè, da includere le molte variabili che consentono di definire la struttura del governo economico nelle aziende e che la ricerca economica ci dice essere tipiche dei nostri tempi”, in R.Ferraris Franceschi, in E.Cavaliere, R.Ferraris Franceschi, *Economia Aziendale, Vol.I*, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 93-94, pag. 95 e pag. 97.

dimensioni con separazione tra proprietà e controllo i manager hanno assunto funzioni di governo orientando le decisioni strategiche e, dall'altro, l'ampliamento del complesso dei soggetti i cui interessi sono ritenuti rilevanti in azienda⁶⁰⁶.

In tal senso centrale è il concetto di "risorsa critica" in sede di attribuzione del potere di governo dell'azienda⁶⁰⁷. Si rivaluta, dunque, la posizione dei manager indipendentemente dall'azionista: il riconoscimento del potere di governo è, infatti, affidato alla "risorsa critica" mediante un processo interno all'azienda strutturato sulla base di tutte le risorse critiche in essa presenti⁶⁰⁸. Questa impostazione, pur valida da un punto di vista concettuale, pone problemi operativi in ragione della necessità di individuare, in ogni momento, la risorsa critica di riferimento a cui affidare il governo dell'azienda.

E' sempre più arduo, dunque, individuare gli attori coinvolti, effettivamente, nell'area del soggetto economico. In particolare è molto complesso ricercare una definizione oggettiva ed univoca del soggetto economico valida nel tempo e nello spazio⁶⁰⁹:

⁶⁰⁶ R.Ferraris Franceschi, in E.Cavaliere, R.Ferraris Franceschi, *Economia Aziendale*, Vol.I, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 95 e ss.

⁶⁰⁷ Una risorsa è critica se è scarsa ed è a elevato investimento specifico. M.Mustilli evidenzia come "[...] un sistema di controlli che non presuppone una governance incentrata sul principio di assegnazione del potere affidato alla risorsa critica può risultare un'arma inefficace, anzi può produrre le premesse per un'autodistruzione del sistema stesso dei controlli, finendo per colpire gli interessi degli investitori che dovrebbe tutelare [...] il potere decisionale deve essere assegnato al portatore della risorsa critica, dunque anche estraneo alla famiglia proprietaria che assumerebbe il ruolo di stakeholder esterno se il suo ruolo si limita alla semplice detenzione di azioni". In tal senso "[...] Se il management a vari livelli di linee è risorse scarsa, se l'investimento che egli sostiene è altamente specifico, se il suo rapporto con l'impresa è di lunga durata e, dunque, i suoi scambi di prestazione sono frequenti e in tal senso esso può definirsi risorse critica, la circostanza che il suo futuro possa essere deciso da terzi – gli azionisti – promuove collusione, infedeltà e opportunismo che sono la naturale conseguenza di tutto ciò" in *Teoria dell'impresa, processi decisionali e governance*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 28-29.

⁶⁰⁸ M.Mustilli evidenzia come "*Il rischio conferito alla risorsa critica come detentore dei diritti residuali di controllo tende naturalmente a rivalutare la figura del manager indipendente dalle posizioni dell'azionista. Il suo ruolo verrebbe avvalorato in quanto tale e non nel suo allineamento agli obiettivi di un azionista che nel mondo moderno è nella maggior parte dei casi diversificato. [...] Nella risorsa critica si intravedono i cromosomi del vecchio imprenditore, fondatore della sua impresa, rispettoso dei propri collaboratori e della propria comunità. Nei complessi industriali che governano lo scenario economico globale, bisogna che vengano rintracciati i cromosomi dell'imprenditore e ciò [...] si ottiene a patto che si creino le condizioni per il riconoscimento della risorsa critica a cui affidare il potere attraverso un processo che non perviene necessariamente dalla delega dell'azionista diversificato o che sia sottoposto al controllo di un qualsiasi consiglio di amministrazione (composto o meno da consiglieri indipendenti) ma attraverso un processo di delega che promani, invece, dalle altre risorse critiche presenti nella stessa impresa*", in *Teoria dell'impresa, processi decisionali e governance*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 37-38.

⁶⁰⁹ U.Bertini evidenzia come "*E' difficile, tuttavia, dare un volto preciso al nuovo soggetto economico, anche perché, sia all'interno dell'area imprenditoriale che di quella manageriale, le situazioni si evolvono molto rapidamente. Possiamo solo dire che il nuovo soggetto economico non è espressione esclusiva né della proprietà, né della tecnostuttura aziendale, né del sistema politico-sociale, ma di tutte queste forze insieme [...]*", in *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, 1992, pag. 34. V.Antonelli evidenzia come "*I diritti di proprietà non rappresentano l'unica modalità di controllo delle unità produttive storicamente sperimentata nei sistemi capitalistici avanzati. Anzi, se la titolarità del pacchetto azionario di controllo costituisce una delle possibili condizioni per essere legittimati ad esercitare le massime prerogative di governo economico, essa, oggi, appare agli studiosi delle nostre*

qualsiasi definizione assoluta che identifichi il soggetto economico con l'uno o l'altro attore non appare sostenibile nel tempo e capace di catturare la realtà aziendale. Potrebbe essere, quindi, opportuno far riferimento ad uno schema concettuale in base al quale, di volta in volta, individuare il soggetto economico⁶¹⁰.

Parte della dottrina ritiene opportuno adottare uno schema concettuale aperto ed articolato⁶¹¹ in cui non solo si pone la differenza tra soggetto economico e soggetto

discipline non più sufficiente come invece si poteva ritenere in passato. [...] In ogni caso, altre "situazioni soggettive" si sono aggiunte alla fonte del potere in azienda rappresentata dalla proprietà del capitale di rischio. Chi si trova in tali "situazioni" viene, in vario modo, legittimato ad intervenire nel processo decisionale strategico. Tale legittimazione varia in funzione di numerose circostanze, quali la dimensione aziendale, la detenzione di competenze imprenditoriali e manageriali, la rilevanza dei contributi apportati da specifici stakeholder e così via. L'ampliamento delle fonti "potenziali" di legittimazione del potere di governo induce a considerare problema di indubbio rilievo per la vita dell'azienda non soltanto il "perché" un determinato soggetto possa partecipare al governo di questa, ma anche, e soprattutto, "come", dati i suoi interessi, le sue capacità, le condizioni di contesto, egli effettivamente contribuisca a guidare l'unità produttiva verso le condizioni finalistiche e di funzionamento di questa. In tale prospettiva, un'analisi condotta con finalità esplicative dovrebbe concentrarsi soprattutto sul modo con cui vengono svolte le funzioni imprenditoriali e manageriali, sui criteri di selezione degli attori che potrebbero essere chiamati a svolgere tali funzioni, sulle modalità di loro avvicendamento nel caso le performance ottenute non siano quelle desiderate, sulle molteplici dimensioni del sistema di obiettivi perseguito per ricercare l'armonia con gli stakeholder e la soddisfazione del cliente", in Le relazioni trasversali tra aziende, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 27-28.

⁶¹⁰ R.Ferraris Franceschi evidenzia come "[...] Nessun conoscitore profondo della dinamica aziendale potrebbe, nel teorizzare in via generale, proporre una soluzione definitoria del tipo: il soggetto economico è il proprietario, il soggetto economico è l'amministratore delegato, il consiglio di amministrazione, l'assemblea degli azionisti e via elencando. Questo perché le situazioni che possono determinarsi in azienda con la presenza, per vari motivi, di un soggetto economico improprio, con l'esigenza di delegare tale funzione, da parte di chi dovrebbe esercitarla, a persone provviste di una maggiore competenza ed esperienza, con la rinuncia volontaria ad esercitare tale diritto a motivo dei vantaggi offerti da una politica di alleanze o di partecipazione ad una rete o ad un gruppo, portano a rilevare empiricamente una molteplicità di situazioni ognuna delle quali deve poter essere riferita ad una teoria che sia significativa per la dottrina economico aziendale in quanto provvista di un adeguato ambito di validità. Ebbene, la difficoltà di ricomprendere la multiformità delle circostanze che la realtà pone sotto gli occhi dello studioso ha indotto la dottrina classica a proporre uno schema concettuale piuttosto che additare una soluzione e tale schema ha trovato la sua prima espressione nel criterio della prevalenza dell'interesse. Si sostiene che le funzioni di governo competano a colui o coloro il cui interesse viene ritenuto prevalente nella specifica azienda e nelle circostanze e condizioni spazio temporale intercorrenti. Poiché tali funzioni vengono riferite a quella figura che la dottrina indica come il soggetto economico, è frequente spesso presso gli studiosi la deduzione che il soggetto economico coincida con il portatore di capitali a titolo di pieno rischio. In un'altra interpretazione assai diffusa, invece, dobbiamo dire che qualsiasi soluzione viene lasciata del tutto indefinita, mentre rimane l'importante indicazione del criterio da seguire per arrivare ad una risposta significativa e valida nelle diverse realtà, anche se non univoca", in R.Ferraris Franceschi, in E.Cavalieri, R.Ferraris Franceschi, Economia Aziendale, Vol.I, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 90.

⁶¹¹ R.Ferraris Franceschi evidenzia la necessità di "[...] elaborare uno schema concettuale aperto ed articolato che preveda una griglia di variabili in base alla quale possono essere ordinate le varie tipologie di soluzioni che le singole aziende adottano per l'attuazione della funzione di governo, e in funzione della quale possono essere interpretate situazioni fisiologiche e patologiche che formano la base empirica di una teoria generalizzata", in E.Cavalieri, R.Ferraris Franceschi, Economia Aziendale, Vol.I, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 86.

giuridico, ma anche tra soggetto economico di diritto e di fatto ed ancora tra soggetto economico palese ed occulto⁶¹².

In tal senso i principali fattori che incidono sulla funzione di indirizzo strategico, e quindi sul governo dell'azienda, fanno riferimento: all'attivismo dei sottoscrittori di equity⁶¹³; alle competenze del management⁶¹⁴; alla struttura finanziaria con riferimento al rapporto tra equity e debito⁶¹⁵; al contributo offerto dai dipendenti⁶¹⁶.

⁶¹² L'economia aziendale da sempre distingue tra soggetto economico e soggetto giuridico: il primo è individuato nella persona o nel gruppo di persone cui spetta il compito di indirizzo dell'azienda in base alla logica della prevalenza dell'interesse (*"Il soggetto economico che esercita il controllo sull'azienda è la persona fisica o il gruppo delle persone nel cui prevalente interesse l'azienda è di fatto amministrata"* – G.Zappa, 1957); il secondo è individuato nel titolare dei diritti e degli obblighi rispetto ai terzi derivanti dall'assunzione delle obbligazioni sociali in base al diritto (il soggetto giuridico è il soggetto aziendale in capo al quale si formano i diritti e gli obblighi verso i terzi inerenti gli atti aventi rilevanza giuridica). Con riferimento al soggetto giuridico si rende necessario evidenziare come la sua effettiva struttura e le responsabilità attribuitegli sono funzione della forma giuridica che l'azienda assume. La distinzione tra soggetto giuridico e soggetto economico è funzione principalmente della complessità delle forme giuridiche che può assumere l'azienda e della complessità della struttura aziendale e relativa dinamica economica, entrambe oggetto di profonda evoluzione nel tempo (sulla tematica tra gli altri: A.Amaduzzi, Osservazioni intorno al concetto di dimensione aziendale, in Saggi vari su problemi aziendali, Giappichelli, Torino, 1966, pag. 67; P.Onida, Economia d'azienda, Utet, Torino, 1975, pag. 21; E.Giannessi, Appunti di economia aziendale, Pacini, Pisa, 1990, pag. 70). Nelle aziende di minori dimensioni sovente vi è la sovrapposizione di soggetto economico e giuridico riconducibili al medesimo soggetto. In dette realtà, infatti, il titolare dell'azienda è contemporaneamente capitalista, imprenditore, soggetto economico e soggetto giuridico: investe i propri risparmi nell'azienda, esercita il potere decisionale, si assume il rischio economico generale e la responsabilità giuridica con riferimento agli atti inerenti l'ambito delle attività d'azienda. Nelle aziende di maggiori dimensioni, la complessità ha imposto la necessità di ripartire il rischio e di delineare differenti funzioni e responsabilità da attribuire a soggetti diversi. In tal senso tipicamente in un'azienda di grandi dimensioni avente la forma giuridica di società di capitali – dove la responsabilità giuridica verso i terzi è assunta dalla società stessa in ragione della personalità giuridica e dell'autonomia patrimoniale a questa riconosciuta dal diritto positivo – si distingue tra: il portatore di capitale di rischio, che si assume il rischio economico generale limitatamente alla quota di capitale sottoscritta e può essere o non essere, per scelta propria o degli altri soci/azionisti, attivamente coinvolto nel governo dell'azienda; il manager, il quale non si assume il rischio economico generale ed al quale è demandata la gestione delle funzioni aziendali in ragione della separazione tra proprietà e controllo resa necessaria dalla complessità delle dinamiche aziendali. E' possibile che il soggetto economico demandi, per delega, l'esercizio delle funzioni di governo ad altro soggetto. In tal senso si configura la distinzione tra soggetto economico di diritto (il delegante) e soggetto economico di fatto (il delegato). E' possibile, inoltre, che i soggetti cui spetta il governo dell'azienda, in sede di assunzione delle decisioni, siano "condizionati", per loro libera scelta, da soggetti terzi ed esterni all'azienda. Detti soggetti, esercitando un'influenza rilevante sul soggetto economico tale da potersi dire "dominante", determinano la distinzione tra soggetto economico palese (il condizionato) e soggetto economico occulto (il condizionante). Cfr. R.Ferraris Franceschi, in E.Cavaliere, R.Ferraris Franceschi, Economia Aziendale, Vol.I, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 86-89.

⁶¹³ L'interesse alle dinamiche aziendali da parte dei soggetti che apportano capitale di rischio, se non la loro attitudine imprenditoriale, è elemento fondamentale al fine di conferire all'azienda la spinta propulsiva necessaria a sopravvivere e svilupparsi sul mercato nel tempo. E' bene evidenziare come l'evoluzione dell'investitore in equity, da un lato verso una dimensione di specializzazione finanziaria e di diversificazione e, dall'altro, verso un maggiore attivismo nella gestione dell'azienda, pone problemi circa il relativo collocamento all'interno ovvero all'esterno della governance. Sul tema M.Mustilli, dopo aver evidenziato che la corporate governance può essere definita facendo riferimento al piano interno (in relazione al sistema decisionale) ed al piano esterno (in relazione al sistema di regole volte a tutelare gli investitori da comportamenti opportunistici di manager ed imprenditori) evidenzia come *"Sul piano esterno [...] si collocano invece essenzialmente gli investitori del capitale di rischio dell'impresa; la loro*

Le variabili indicate influenzano in via diretta l'indirizzo strategico dell'azienda – da esse dipendono le relazioni che avvengono i soggetti decisionali – e devono essere strettamente connesse tra loro a sistema affinché il governo dell'azienda possa essere efficace⁶¹⁷.

Pertanto la funzione di governo dell'azienda può essere esercitata dai soggetti a cui è riconducibile la capacità di realizzazione della funzione imprenditoriale⁶¹⁸. In tal senso

collocazione all'esterno, stante la loro funzione di azionisti, è tuttavia da interpretare con la massima attenzione. Prescindendo solo temporaneamente dalle imprese di minori dimensioni e dalle imprese cosiddette familiari, si può affermare che la posizione che colloca all'esterno gli investitori prende necessariamente in considerazione non tanto la classica distinzione tra proprietà e governo, che pure ha segnato in maniera distintiva la teoria dell'impresa, quanto la mutazione della morfologia degli stessi investitori che nel tempo attuale si trasformano sempre più in organismi complessi e specializzati che raccolgono capitali da istituzioni a loro volta complesse, oltre che da singoli risparmiatori [...] Inoltre si allargano i campi di specializzazione del personale finanziario che affronta con maggiore competenza non solo le decisioni strettamente finanziarie, ma anche la valutazione dei modelli di business. Esso, nella fase di selezione dell'investimento e successivamente nella fase di assunzione della partecipazione, concorre attivamente alla definizione di piani strategici, influenza il comportamento degli imprenditori e dei manager imponendo contrattualmente limiti e obiettivi alla loro azione, esprimendo veti o gradimenti sulla scelta degli uomini di maggiore responsabilità", in Teoria dell'impresa, processi decisionali e governance, in Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 21-22.

⁶¹⁴ I manager in ragione delle competenze distintive di natura tecnico-professionale partecipano al governo dell'azienda in modo significativo. Il grado di partecipazione dipende dalla struttura e dalle caratteristiche dell'azienda. La massima partecipazione si ha nelle *public company* dove i manager assumono l'intera funzione del governo dell'azienda.

⁶¹⁵ Le aziende sottocapitalizzate, in particolari condizioni di equilibrio finanziario, possono essere facilmente assoggettate al controllo di fatto da parte dei principali finanziatori con conseguente condizionamento nelle scelte strategiche.

⁶¹⁶ Il personale rappresenta nelle aziende moderne, tanto di piccole che di grandi dimensioni, un fattore di competitività rilevante per l'azienda. In tal senso si rende necessario tenerne conto in sede di governo dell'azienda.

⁶¹⁷ R.Ferraris Franceschi, evidenzia come “[...] è possibile risalire anche alle categorie d'interessi e quindi alle diverse figure che, nelle varie situazioni d'azienda e circostanze storiche possono contribuire, con responsabilità diverse e con un peso maggiore o minore, alle funzioni reali di indirizzo strategico la quale scaturiscono più direttamente dalla configurazione reale, cioè dalla struttura informale del soggetto economico stesso e quindi dal sistema di relazioni che unisce i vari soggetti interessati all'azienda” e poi con riferimento alle variabili indicate evidenzia come queste “[...] dovranno essere tra loro composte ed elevate a sistema perché la funzione di governo economico venga svolta con efficacia. Possiamo dire, allora, che l'efficacia di tale funzione è comunque legata al grado di coerenza riscontrabile tra le variabili ricordate e, in sostanza, tra le varie categorie di soggetti a cui le stesse possono essere ricondotte”, in E.Cavaliere, R.Ferraris Franceschi, *Economia Aziendale*, Vol.I, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 100 e pag. 102.

⁶¹⁸ E' stato evidenziato come uno schema concettuale aperto ed articolato, se da un lato consente di meglio catturare la complessità inerente il governo dell'azienda, dall'altro pone problemi circa la specifica definizione del perimetro del soggetto economico. La difficoltà, se non l'impossibilità, di comprendere il complesso sistema di relazioni soggettive intercorrenti tra gli attori interni ed esterni all'azienda, rende impossibile l'identificazione oggettiva del soggetto che governa l'azienda. In tal senso, dunque, si rende necessario porre delle distinzioni ed ordinare le diverse forme di interrelazione: l'azione dei soggetti esterni all'azienda ha sempre natura indiretta e non obbligatoria in quanto i soggetti interni all'azienda sono sempre liberi di accogliere o meno detti suggerimenti. In base a questa distinzione ed ordine di relazioni, è possibile affermare che ai soggetti interni è demandato il governo dell'azienda. In particolare gli organi amministrativi costituiscono il nucleo dell'area del soggetto economico; il capitale di comando ed in parte l'organo di controllo possono interessare l'area del soggetto economico anche se

il soggetto economico è definibile a seconda delle condizioni spazio-temporali ed in ragione del peso, formale ovvero informale, assunto nella struttura di governo dai: sottoscrittori di equity, sottoscrittori di debito, manager, dipendenti, altri soggetti esterni⁶¹⁹.

A ben vedere questa impostazione si struttura sulla natura dell'azienda quale sistema aperto e dinamico con confini permeabili. In ragione di ciò il formarsi delle idee guida può seguire tanto processi decodificati interni all'azienda quanto processi non decodificati aventi il loro fulcro in soggetti esterni ad essa e che esercitano influenza rilevante sui soggetti interni al punto di condizionarne, di fatto, l'operato.

E' all'interno di questo schema concettuale che deve collocarsi il peso che i sottoscrittori di debito possono di fatto avere nella governance dell'azienda. In termini

sovente non vi rientrano a pieno titolo. Nelle aziende di maggiore dimensione a vocazione manageriale, poi, si rende necessario includere nell'area del soggetto economico anche il management: è al management, così come definito nelle sue articolazioni e livelli, che è demandato il compito di realizzare, in senso tecnico-operativo, le linee di sviluppo indicate dagli amministratori, come eventualmente apprese dalla proprietà. In tal senso S.Garzella evidenzia come *“L’idea di ricomprendere nell’area del soggetto economico gli individui che, di fatto, esercitano l’effettivo potere di governo nell’azienda affascina, ma richiede molta attenzione al fine di non conferire all’area in esame una volatilità troppo accentuata. Il sistema d’azienda si presenta infatti come un sistema aperto e dai confini permeabili, cosicché il formarsi delle idee guida segue percorsi spesso indefinibili, riconducibili talora a soggetti abbastanza agevolmente individuabili all’interno dell’organizzazione aziendale, ma talaltra a soggetti diversi per natura e caratteri, che esercitano un’influenza rilevante sugli individui incaricati di ricoprire le cariche istituzionali del governo [...] In un primo momento, questo approccio evoca la difficoltà, se non addirittura l’impossibilità, di identificare i soggetti che compongono l’area del soggetto economico. Il criterio scelto per distinguere l’area in questione rischia di essere incompleto ed impreciso; come capire l’intricata, complessa e impalpabile rete di rapporti di natura soggettiva, emotiva e relazionale che sovrintendono la presa delle decisioni degli uomini d’azienda? Come poter individuare in modo corretto e rigoroso coloro che, di fatto, determinano il valore della combinazione produttiva? L’esigenza di capire chi sia il vero artefice del successo o dell’insuccesso dell’azienda è essenziale. E’ necessario dunque effettua alcune distinzioni ed ordinare le diverse forme di interazione dell’azienda con i suoi interlocutori in relazione alle altrettanto diverse modalità degli stessi di incidere sulla volontà aziendale. L’azione di individui e di soggetti diversi, esterni all’organizzazione ed alle gerarchie del governo aziendale, è pur sempre un’azione di tipo indiretto. Gli organi aziendali sono proprio in virtù di quell’autonomia che rappresenta un carattere fondamentale dello stesso concesso di azienda, “liberi” di accogliere o meno i suggerimenti e le volontà provenienti dall’esterno”, ed ancora “[...] una volta chiarito che sono gli organi amministrativi che costituiscono il nucleo fondante dell’area del soggetto economico, è possibile identificare nel capitale di comando e, in parte, nell’organo di controllo i due ulteriori componenti che finiscono per interessare la stessa area aziendale, seppur spesso non rientrandovi a pieno titolo. La proprietà infatti, in virtù delle specifiche disposizioni di legislative, è istituzionalmente incaricata di indirizzare la gestione attraverso la nomina ed il costante controllo degli amministratori; i soggetti istituzionalmente incaricati del controllo, d’altra parte, sono di fatto in grado di influenzare il processo di governo attraverso le loro indicazioni e la loro partecipazione diretta alle riunioni ed alle attività degli organi amministrativi. Per di più, con riferimento alla proprietà, vale la considerazione che – specie nel nostro Paese – vi è spesso coincidenza tra gli organi amministrativi e il capitale di comando” ed infine “[...] proprio perché artefici operativi della struttura d’azienda e proprio perché questa è funzionale alla gestione strategica, anche il management può talvolta entrare a far parte del soggetto economico, quell’area dai confini mutevoli e cangianti che presidia l’azione di governo ed ha la massima responsabilità delle sorte dell’azienda, positive o negative che siano”, in Il sistema d’azienda e la valorizzazione delle “potenzialità inespresse”, Giappichelli, Torino, 2005, pagg. 35-36, pag. 42, pag. 45.*

⁶¹⁹ R.Ferraris Franceschi, in E.Cavaliere, R.Ferraris Franceschi, Economia Aziendale, Vol.I, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 102.

generali sembra possibile affermare che quanto maggiore è il peso del debito nella struttura finanziaria, tanto maggiore è la probabilità che i sottoscrittori di debito possano esercitare un'influenza rilevante sul governo strategico dell'azienda. Ciò è tanto più evidente se si considera il caso in cui a sottoscrivere l'intero debito sia un unico soggetto: in questi contesti, in condizioni estreme, si può determinare anche una traslazione di fatto del soggetto economico che, dunque, diventa esterno all'azienda⁶²⁰. La possibilità da parte dei sottoscrittori di debito di incidere, in via diretta ed indiretta, sul governo dell'azienda, soprattutto in presenza di loro attivismo societario⁶²¹, si traduce nella possibilità, di fatto, di modificare il sistema delle strategie aziendali, dell'architettura organizzativa e delle logiche gestionali⁶²². I sottoscrittori di debito, infatti, sono sovente portatori di interessi "particolari" che potrebbero non essere allineati con quelli dell'azienda con conseguenti effetti negativi su di essa⁶²³. E' per

⁶²⁰ La circostanza che l'investitore in debito sia un soggetto esterno all'azienda non fa venir meno la possibilità che esso sia, di fatto, il vero soggetto economico: questi, infatti, può operare il suo dominio anche senza avere la veste di organo aziendale. In tal senso A. Amaduzzi osserva come "*Il soggetto economico può operare il suo dominio anche senza avere la veste di organo aziendale, volitivo, come può avvenire il caso nel quale il dominio sia operato mediante finanziamenti creditizi o rapporti di affari vincolanti*", in *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, 3^a ed., Utet, Torino, 1978, pagg. 65 e ss..

⁶²¹ M. Galeotti, facendo riferimento all'"*attivismo societario dei finanziatori istituzionali*", evidenzia come "[...] in presenza di rilevanti esposizioni bancarie e/o di finanziamenti erogati a fronte di importanti operazioni di ristrutturazione o di sviluppo, si verifica spesso che i vertici aziendali debbano concordare con i principali finanziatori l'adozione di particolari modalità di governance (quali la presenza negli organi societari di soggetti qualificati a loro graditi), l'approvazione di piani e budget con target al cui eventuale mancato raggiungimento si legano specifiche opzioni di uscita per i finanziatori stessi, l'assunzione di determinati vincoli finanziari (come, ad esempio, limiti all'indebitamento complessivo o alla distribuzione dei dividendi, mantenimento di certi indici finanziari per la durata del prestito), o altre limitazioni, con lo scopo di condizionare l'amministrazione dell'azienda allineandola maggiormente agli interessi dei mercati finanziari", in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 25-26.

⁶²² R. Ferraris Franceschi, evidenzia come "[...] Un aspetto che incide in maniera decisiva sull'autonomia fino al punto da determinare, talvolta, la struttura di governo è quello inerente la struttura finanziaria cioè il rapporto di composizione tra capitali propri, su cui l'azienda può far conto a pieno titolo e capitali attinti al prestito i quali rappresentano un vincolo all'esercizio dell'autonomia" ed ancora "[...] nelle grandi società di capitali il contributo alle scelte strategiche può provenire tanto da quella parte dei conferenti il capitale di proprietà che si interessa con costanza alle vicende della gestione, quanto dai manager quanto dai finanziatori esterni", in E. Cavalieri, R. Ferraris Franceschi, *Economia Aziendale*, Vol. I, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 85-86 e pag. 102.

⁶²³ G. Airoidi, G. Brunetti, V. Coda, evidenziano come "*Non sempre, nella realtà, le prerogative di governo economico sono esercitate unitariamente da tutti e soltanto i membro del soggetto economico; si manifesta allora un soggetto economico improprio, un insieme di persone che esercitano per propri fini le prerogative spettanti ai membri del soggetto economico. Il soggetto economico improprio può formarsi per varie circostanze personali, sociali, politiche, di diritto positivo. [...] In linea di principio, l'esercizio delle prerogative di governo economico da parte di un soggetto economico improprio è condizione non favorevole alla vita duratura economica dell'azienda*", in *Economia aziendale*, il Mulino, 1994, pag. 98. U. Bertini con riferimento agli stakeholder evidenzia come "*In merito alla pressione degli stakeholder, c'è da dire che, quando questa è forte e gli interessi sono notevolmente contrapposti, è più difficile realizzare una buona governance. Inoltre, premesso che ogni azienda ha i propri stakeholder la cui azione viene variamente esercitata nel tempo, mi sembra giusto affermare che, in nessun caso, i diversi interlocutori possono essere messi sullo stesso piano*", in *Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 49-50.

questo che la dottrina⁶²⁴, evidenzia la necessità che l'azienda si caratterizzi per un congruo margine di autonomia. Essa, infatti, è condizione primaria per la vita dell'azienda garantendo il principio primo in base al quale il sistema delle decisioni e delle operazioni si realizza secondo logica funzionale. Il soggetto economico deve essere analizzato all'interno del sistema d'azienda al fine di chiarire il rapporto tra carattere di autonomia attribuito all'azienda e sua concreta manifestazione⁶²⁵.

Questo attivismo dei sottoscrittori di debito nella governance dell'azienda – con conseguenti riflessi diretti sulle scelte strategiche, sull'organizzazione e sui processi gestionali – è tanto più possibile e probabile nei sistemi finanziari orientati agli intermediari piuttosto che al mercato⁶²⁶.

In termini generali, infatti, sembra possibile affermare che la struttura del sistema finanziario influenza in modo significativo le scelte di struttura finanziaria dell'azienda⁶²⁷.

In particolare il sistema finanziario orientato agli intermediari, tipico del modello di capitalismo di matrice europea e di altre economie asiatiche, si caratterizza per mercati azionari ed obbligazionari poco sviluppati, banche di grandi dimensioni tendenzialmente concentrate, aziende poco contendibili sul mercato con azionariato nelle mani di pochi azionisti. In questo sistema finanziario ruolo centrale è svolto dalle

⁶²⁴ R.Ferraris Franceschi, evidenzia come “*Sia la concezione oggettiva della nostra dottrina, che analizza l'azienda dall'alto ravvisando in essa un complesso di manifestazioni fenomeniche che possono essere identificate e puntualizzate mediante andamenti di vario ordine e direzione, sia quella soggettiva, maggiormente interessata ai soggetti a cui è affidato il governo e la gestione delle unità di produzione economica e quindi al sistema di funzioni, si scele e decisioni che questi sono tenuti a prendere, insistono sulla necessità che l'azienda disponga di un rispettabile margine di autonomia nella combinazione di circostanze esterne e condizioni di gestione interne. L'autonomia non è sufficiente da sola a raggiungere posizioni economicamente valide, essa rappresenta, tuttavia, una condizione necessaria per garantire la sopravvivenza di qualsiasi fonte produttrice di ricchezza o di attività economiche tali da dare risposta agli interessi generali di una comunità*”, in E.Cavalieri, R.Ferraris Franceschi, *Economia Aziendale*, Vol.I, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 85.

⁶²⁵ V.Antonelli evidenzia come “*In dottrina, l'analisi della figura del soggetto economico deve essere anzitutto “calata” nel sistema d'azienda. In questa prospettiva, si chiarisce preliminarmente il rapporto tra il carattere di autonomia attribuito all'azienda e le modalità concrete con le quali tale autonomia si manifesta, dentro e fuori l'unità produttiva, in particolare se questa ultima è immersa in relazioni interorganizzative più o meno pervasive e durevoli*”, in *Le relazioni trasversali tra aziende*, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 26.

⁶²⁶ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinzia, *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pag. 17 pongono la distinzione tra *sistemi finanziari orientati al mercato* e *sistemi finanziari orientati agli intermediari*.

⁶²⁷ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinzia, dopo aver posto la distinzione tra sistemi finanziari orientati al mercato e sistemi finanziari orientati agli intermediari, evidenziano con riferimento alle politiche del passivo (politica dei dividendi e scelte di struttura finanziaria) come “*Un ulteriore interessante filone di indagine consiste nell'investigare come le politiche del passivo sono influenzate dai “sistemi finanziari” in cui operano le imprese. [...] Le ricerche in materia sono piuttosto numerose e evidenziano come tali sistemi possono diversamente influenzare le scelte in materia di politiche del passivo*”, in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pag. 17. A sostegno della tesi richiama i seguenti principali studi: T.Beck, A.Demirguc-Kunt, R.Levine, *Law and Finance: Why does Legal Origin Matter*, University of Minnesota, World Bank research paper n. 2904, 2002; T.Hoshi, A.Kashyap, D.Scharfstein, “*Corporate Structure. Liquidity and Investments: Evidence From Japanese Industrial Groups*”, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1991. W.Carlin, C.Mayer, *How Do Financial Systems Affect Economic Performance?*, OFRC Working Papers Series, Oxford Financial Research Centre, 1999.

banche in termini sia di finanziamento delle attività aziendali che di presenza nel relativo azionariato al fianco di grandi famiglie che concentrano nelle loro mani la maggioranza delle azioni⁶²⁸ determinando la stabilizzazione del nucleo di controllo.

Alcuni studi⁶²⁹ sostengono la non efficienza di questo sistema finanziario laddove, tutelando poco gli investitori, rende difficoltoso il reperimento dei capitali sul mercato con conseguente necessità per l'azienda di far ricorso, in assenza di fonti interne, al sistema bancario. L'inefficienza dei mercati finanziari, oltre a "vincolare" la scelta delle fonti (interne o esterne di natura bancaria), determina, inoltre, un elevato costo del capitale con effetti diretti sulla politica degli investimenti e, dunque, sulla effettiva crescita dell'azienda e, di riflesso, dell'intero sistema economico.

Altri studi⁶³⁰, differentemente, sostengono che il sistema finanziario orientato agli intermediari, consente di stabilire relazioni di lungo termine tra azienda e banca. Questa, infatti, sulla base di un rapporto duraturo con l'azienda, che consente la conoscenza profonda delle sue dinamiche, è disposta, ove ne ricorrano le condizioni, a finanziarie con maggiore facilità e ad un costo del capitale favorevole i suoi piani di investimento sia di breve che di medio-lungo periodo. In tal modo la banca svolge anche una significativa funzione di "controllo" sul livello di indebitamento dell'azienda. Ciò se da un lato dovrebbe consentire di evitare un eccessivo ricorso alla leva finanziaria, dall'altro implica, di fatto, un forte condizionamento delle scelte di indebitamento dell'azienda da parte della banca⁶³¹.

Si noti come in questi contesti, il controllo operato dalle banche accompagnato dalla concentrazione delle azioni nelle mani di pochi azionisti sovente anche presenti in azienda (condizione tipica del capitalismo familiare), determina un forte controllo sull'operato del management con conseguente riduzione dei costi di agenzia. Questi contesti, d'altro canto, consentono lo sviluppo di una diversa tipologia di *agency cost* derivanti dal rapporto tra azionisti di maggioranza e di minoranza. Sono, infatti, gli azionisti di minoranza che tendono a scontare maggiormente le asimmetrie informative laddove sono gli azionisti di maggioranza ed il management a ben conoscere le effettive dinamiche aziendali. La concentrazione dell'azionariato, poi, annulla di fatto la disciplina del mercato non rendendo possibili le scalate ostili anche in presenza di basso valore delle azioni sul mercato. E' dunque nella *corporate governance* che vanno ricercate quelle regole generali e quei principi di riferimento che consentano la tutela degli interessi degli azionisti di minoranza⁶³².

⁶²⁸ E' la condizione tipica del capitalismo familiare.

⁶²⁹ T.Beck, A.Demirguc-Kunt, R.Levine, "Law and Finance: Why does Legal Origin Matter", University of Minnesota, World Bank research paper n. 2904, 2002; R.G.Rajan, L.Zingales, *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Einaudi, Torino, 2004.

⁶³⁰ W.Carlin, C.Mayer, *How Do Financial Systems Affect Economic Performance?*, OFRC Working Papers Series, Oxford Financial Research Centre, 1999; T.Hoshi, A.Kashyap, D.Scharfstein, "Corporate Structure. Liquidity and Investments: Evidence From Japanese Industrial Groups", in *The Quarterly Journal of Economics*, 1991.

⁶³¹ P.Sapienza, "The Effects of Government Ownership on Bank Lending", in *Journal of Financial Economics*, vol. 71, 2004.

⁶³² M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinzia, con riferimento ai casi in cui l'azionariato è concentrato nelle mani di pochi azionisti, evidenziano come "[...] gli azionisti di maggioranza hanno la possibilità di monitorare assai più efficacemente il management e ne possono altresì indirizzare l'operato, anche a discapito degli altri azionisti, ossia degli azionisti di minoranza. Inoltre rileva la circostanza che il costo per monitorare il management è proporzionalmente minore per un azionista di maggioranza, mentre

Il sistema finanziario orientato al mercato, tipico del modello di capitalismo di matrice anglosassone, differentemente, si caratterizza per mercati azionari ed obbligazionari evoluti, banche competitive e poco concentrate, azienda ad azionariato diffuso.

E' soprattutto in questi contesti che l'azienda deve competere nei mercati finanziari al fine di reperire le risorse necessarie allo sviluppo a condizioni vantaggiose. In tal senso è bene evidenziare come lo sviluppo dei mercati finanziari da un lato, ed il ruolo centrale della finanza nel governo strategico dell'azienda dall'altro, hanno modificato – e stanno modificando – gli equilibri tra gli *stakeholder* con conseguenti riflessi sul sistema delle strategie, sulla struttura organizzativa e sulle logiche gestionali dell'azienda in ragione della sempre diversa modalità di ricomposizione degli interessi convergenti nel fenomeno aziendale⁶³³.

In tale contesto il sistema di *governance* è fattore chiave per il successo dell'azienda nei mercati finanziari⁶³⁴: si traduce, infatti, in maggiore efficienza ed efficacia dei processi decisionali⁶³⁵ e in maggiore fiducia da parte degli investitori⁶³⁶. L'azienda, dunque, è

appare assolutamente sproporzionato rispetto alla modesta quota di un azionista di minoranza che quindi sconta maggiori asimmetrie informative. In tale ambito si enfatizza pertanto una diversa tipologia di agency costs, ossia quella fra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza: il modello di corporate governance deve quindi garantire un'efficace tutela anche di questi ultimi” ed ancora “Purtroppo nei contesti dove l'azionariato è concentrato, i costi d'agenzia non trovano mitigazione dalla disciplina imposta dal mercato. Infatti, la possibilità di incorrere in scalate ostili, a causa di un basso valore delle azioni sul mercato prodotto da vendite diffuse, è assai ridotta essendo la quota di maggioranza detenuta da un gruppo di controllo. Ne discende che il problema dei costi di agenzia fra azionisti di maggioranza e di minoranza appare di difficile soluzione”, in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 21 e 23.

⁶³³ M.Galeotti evidenzia come “Il nuovo scenario risultante dallo sviluppo dei mercati finanziari, modifica gli equilibri tra gli stakeholders, ridefinisce le priorità gestionali, e determina una nuova prospettiva in cui maturano e sono fissati gli obiettivi aziendali. Si evolvono così le logiche gestionali, orientandosi con decisione alla creazione del valore per gli investitori; si affermano nuovi principi da porre a base dei processi decisionali, tra cui in particolare quello della trasparenza gestionale (in luogo della riservatezza) ed il rispetto dell'interesse dell'azienda, distinto da quello dei soggetti che la controllano; infine, si modificano le modalità di composizione dei vari interessi convergenti nel fenomeno aziendale, determinando un articolato sistema di organi, ruoli, responsabilità, meccanismi operativi, sistemi di controllo”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 133.

⁶³⁴ U.Bertini evidenzia come “Un valido sistema di corporate governance costituisce un fattore chiave di successo anche nella competizione dell'impresa sui mercati finanziari, in quanto si traduce, nella prospettiva degli investitori, in una maggiore efficacia dei processi decisionali e in scelte assunte in vista degli obiettivi istituzionali dell'azienda, piuttosto che di interessi particolari propri di taluni soggetti di vertice”, in *Modelli di governance, aspettative degli stakeholder e creazione del valore*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pag. 56.

⁶³⁵ U.Bertini evidenzia come “[...] Mediante un appropriato sistema di regole, infatti, l'azienda è in grado di esprimere al meglio la propria imprenditorialità e managerialità e di assumere in modo consapevole responsabilità sociali ed etiche. L'assunzione, non soltanto da parte degli organismi societari ma anche dell'intero sistema del management, di responsabilità sociali ed etiche infatti favorisce la crescita dell'economicità, stimola le coscienze degli uomini d'azienda e migliora la qualità sia dei processi di governo che di quelli di vigilanza e controllo”, in *Dissesti aziendali e sistemi di controllo interni*, in *Studi e Note di Economia*, n.2, 2004, pag. 9.

⁶³⁶ M.Galeotti evidenzia come “L'affidabilità gestionale riflette, congiuntamente, le condizioni soggettive e oggettive della direzione aziendale. Sul piano soggettivo tali condizioni attengono alle qualità personali e professionali dei soggetti che formano il vertice dell'azienda; su quello oggettivo, invece, riguardano i processi decisionali e, più in particolare, le modalità, i tempi ed i meccanismi relazionali con cui i diversi

sempre più spinta verso l'adozione di modelli orientati alle aspettative degli investitori al fine di attrarre e trattenere capitali a condizioni vantaggiose⁶³⁷. A tal fine le variabili di riferimento sono riconducibili⁶³⁸ all'organo amministrativo, ai sistemi di controllo, al grado di coinvolgimento del capitale comandato nel governo dell'azienda⁶³⁹.

In questi contesti la separazione tra proprietà e controllo da un lato, e le asimmetrie informative dall'altro, rendono elevati i costi di agenzia con riferimento principalmente alla relazione tra azionisti e manager.

La riduzione degli *agency cost* passa attraverso la definizione di regole anche molto complesse ed articolate volte a consentire l'allineamento degli interessi dei manager e degli azionisti tutelando, sovente, la parte debole del rapporto di forza. Il problema risiede nella circostanza che per quanto articolare e complesse possano essere queste clausole non potranno mai prevedere tutte le possibili situazioni di conflitto di interessi. Pertanto si rende necessario definire un sistema di principi e regole generali di livello superiore all'interno delle quali le specifiche formule contrattuali trovano sostanza e

soggetti partecipano a detti processi", in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 134.

⁶³⁷ S.Caselli, G.Gandolfi, M.Rossolini, evidenziano come "*L'analisi empirica proposta determina i fattori esplicativi l'Irr di un'operazione di investimento in capitale di rischio. Tali fattori, normalmente classificati in tre grandi categorie, cioè corporate governance, crescita industriale e struttura finanziaria, sono oggetto di una dettagliata analisi volta a spiegare il loro specifico impatto sulla performance finale. Molti investitori in capitale di rischio utilizzano i consiglieri indipendenti come strumento per migliorare la performance, e i risultati ottenuti suggeriscono che Irr più elevati possono essere raggiunti con l'uso di consiglieri indipendenti, anche se occorre sottolineare che performance migliori sono inficiate anche da crescita industriale, struttura finanziaria e holding period. In ogni caso, nelle imprese in cui la figura dei consiglieri indipendenti è presente, il profilo di ciascun consigliere sembra essere statisticamente significativo per la realizzazione del risultato finale. [...] In ogni caso, la capacità di segnalazione di un consigliere indipendente è molto forte, soprattutto quando decide di rimettere il mandato prima della naturale scadenza*", in *Corporate Governance e consiglieri indipendenti: l'impatto sulla performance del Private Equity*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, il Mulino, Bologna, 2009, pagg. 247-248.

⁶³⁸ M.Galeotti, *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 136-141.

⁶³⁹ F.Ranalli, con riferimento alla distinzione tra capitale di comando e capitale comandato, evidenzia come "*[...] Nel finanziamento aziendale effettuato a titolo di proprietà vengono, infatti, associate diverse categorie di soggetti interessati, a vario titolo, ad investire i capitali a propria disposizione. Questo fenomeno conduce alla formazione di un capitale frammentato fra una miriade di persone che esprimono interessi diversi per la gestione aziendale: accanto ai soci motivati dall'interesse per la conduzione dell'attività finanziata, ne convivono altri spinti a partecipare all'iniziativa dalla speranza di trarre una remunerazione tendenzialmente superiore a quella degli investimenti alternativi. Quest'ultimi sono interessati, in pratica, più ai risultati che alla conduzione dell'impresa. Essi detengono una parte del capitale di proprietà tanto più cospicua quanto più elevato è il numero delle azioni in circolazione e diffuso il loro possesso. Essi sono per loro stessa natura assenteisti, nel senso che non hanno interesse a partecipare alle assemblee societarie dove, comunque, non avrebbero alcuna possibilità di aggregare una maggioranza. [...] In relazione al dispiegarsi del sopra accennato fenomeno, il diritto di indirizzo dell'attività aziendale e di selezione delle persone, deputate a dare pratica attuazione alle strategie prescelte, viene a concentrarsi nelle mani del capitale di comando, espresso dal soggetto o dai soggetti che posseggono quella parte del capitale di proprietà adeguata a garantire loro il dominio dell'assemblea dei soci*", in E.Cavalieri, F.Ranalli, *Economia aziendale*, Vol. II, Giappichelli, Torino, 2000, pagg. 310-311. Si noti come la ricerca di una sempre maggiore partecipazione delle minoranze al governo dell'azienda, sia con riferimento alla fase decisionale che del controllo, si rivolge in particolare ai soggetti riconducibili al sistema dei mercati finanziari quali investitori istituzionali e minoranza azionarie.

capaci di colmare le lacune che si vengono a generare. Questo complesso di principi e regole generali trova definizione – rappresentandone la sostanza stessa – nella *corporate governance*⁶⁴⁰.

In questi contesti il debito svolge certamente ruolo centrale nella ricomposizione dei diversi interessi in ragione dell'effetto disciplina che impone al management in ragione del rischio finanziario che ad esso si accompagna.

4.3. – L'indebitamento e le strategie finanziarie competitive dell'azienda

Le scelte inerenti l'indebitamento rientrano a pieno titolo nel governo strategico dell'azienda e trovano precisa collocazione nelle strategie finanziarie⁶⁴¹.

Le strategie finanziarie⁶⁴² sono parte del sistema delle strategie aziendali⁶⁴³, e devono integrare, in un unico disegno strategico, le esigenze derivanti dalle strategie di

⁶⁴⁰ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, dopo aver richiamato diversi studi (A.Shleifer, R.W.Vinshny, "A Survey of Corporate Governance", in *The Journal of Finance*, 1996; A. Dittmar, J.Mahrt-Smith, "Corporate Governance and the value of Cash Holdings", in *Journal of Financial Economics*, 2005; A.Dittmar, J.Mahrt-Smith, H.Servaes, "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n.1, 2003), con riferimento al modello di capitalismo anglosassone, evidenziano come "[...] le quote azionarie di norma non sono concentrate nelle mani di uno o pochi azionisti forti che hanno la possibilità di controllare e indirizzare fermamente l'operato del management. Pertanto gli azionisti per assicurarsi che il management operi in linea con le loro aspettative possono far ricorso alle predette soluzioni contrattuali [...] e possono fare affidamento sulla tutela offerta dal modello di corporate governance in essere, inteso come complesso di regole e organismi di controllo definiti internamente all'azienda, ma soprattutto come infrastruttura legale, sistema normativo e organi di controllo esterni nel cui rispetto l'azienda stessa si muove. Tale modello contribuisce a proteggere gli azionisti [...]". in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pagg. 19-20.

⁶⁴¹ P.Capaldo evidenzia come "Le scelte in materia di finanziamento sono strettamente congiunte, mediante vincoli di complementarietà e interdipendenza a tutte le altre scelte di impresa e con esse formano il sistema delle scelte, che costituisce, a sua volta, il contenuto della unitaria gestione d'azienda", in *Capitale proprio e capitale di credito*, Giuffrè, Milano, 1967, pag. 1. M.Dalocchio, A.Salvi, *Finanza d'azienda*, 2^a ed., Egea, Milano, 2004, pag. 435. In particolare A.Salvi sostiene che "...la politica finanziaria aziendale è un insieme di principi, linee guida e stili di gestione finanziaria adottabili nella raccolta del capitale e nella distribuzione del valore tra le varie classi di finanziatori [...] si potrebbe arrivare ad affermare che la definizione delle politiche finanziarie tende ad assomigliare a un'arte più che a una scienza" in M.Dalocchio, A.Salvi, *Finanza d'azienda*, 2^a ed., Egea, Milano, 2004, pag. 436; S.A.Ross, R.W.Westerfield, J.F.Jaffe, sostengono che "Le decisioni di finanziamento includono quanto debito e che tipo di debito e di capitale azionario emettere, e quando", in *Finanza aziendale*, Il Mulino, Milano, 1997, pag. 432.

⁶⁴² G.Invernizzi, con riferimento alla strategia economico-finanziaria, evidenzia "[...] come tutte le strategie, definisce un modello di interazione che viene realizzato o ricercato simultaneamente sui diversi mercati e con i differenti interlocutori. In particolare [...] si ha come riferimento specifico, da un lato, l'ambiente finanziario (costituito sia dal sistema degli interlocutori finanziari, sia dal mercato mobiliare), dall'altro lato gli interlocutori (interni), portatori tipici di un'ottica competitiva e delle conseguenti esigenze di investimento. A questa accezione [...] si può contrapporre una nozione più ristretta in cui l'ambiente finanziario risulta essere il riferimento esclusivo. In tale secondo concetto [...] l'uso del termine "strategia" risulta inappropriato perché non viene recuperata una visione complessiva della realtà sistemica dell'impresa (in questo caso si dovrebbe utilizzare più correttamente l'espressione di "politica finanziaria"). Trattasi di una visione riduttiva [...] poiché essa considera le sole attività (decisioni e azioni) connesse alla raccolta delle risorse finanziarie (sia a pieno sia a limitato rischio). [...] Come appare evidente, una tale accezione [...] non considera in modo integrato tutte le scelte di investimento, dividendo e finanziamento che caratterizzano la strategia a livello aziendale dell'impresa,

portafoglio e dalle strategie competitive a livello ASA con le esigenze dei mercati finanziari al fine di reperire e trattenere, a condizioni favorevoli, i capitali necessari⁶⁴⁴ – in termini sia di equity che di debito – allo sviluppo aziendale⁶⁴⁵.

Lo sviluppo dei mercati finanziari – con i quali l'azienda instaura relazioni di natura organica risultando parte del più ampio sistema di relazioni azienda-ambiente⁶⁴⁶ – induce, infatti, a ripensare la logica tradizionale che vede in essi il luogo in cui si scambiano capitali dove: le aziende si pongono dal lato della domanda (richiedendo ed acquisendo i mezzi finanziari necessari alla realizzazione delle proprie attività) e gli investitori dal lato dell'offerta (cedendo i propri capitali a fronte di congrua remunerazione). L'oggetto di scambio non deve essere più individuato nel capitale in quanto tale ma nelle “*opportunità di investimento dei capitali*” che le aziende offrono agli investitori. Muta, dunque, la posizione degli attori: dal lato della domanda si devono porre gli investitori che “*domandano opportunità di investimento*” dei propri capitali e dal lato dell'offerta si devono porre le aziende che “*offrono opportunità di investimento*”⁶⁴⁷.

ma si limita alle sole scelte di finanziamento e al governo dei rapporti con il mercato e gli interlocutori finanziari”, in *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 1999, pagg. 41-42.

⁶⁴³ M.Galeotti evidenzia come “*Si individuano così differenti “tipi” di strategie aziendali: le strategie di portafoglio [...]; le strategie sociali [...]; le strategie organizzative [...]; le strategie competitive [...]; le strategie funzionali di gestione tipica [...]; le strategie finanziarie*”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 150-152.

⁶⁴⁴ P.Capaldo evidenzia come “[...] a differenza di quanto accade per gli altri fattori produttivi, il capitale presenta peculiarità o meglio difficoltà di reperimento e di vincolo al sistema aziendale che ugualmente non possono essere trascurate per un'accurata programmazione”, in *Capitale proprio e capitale di credito*, Giuffrè, Milano, 1967, pag. 16.

⁶⁴⁵ M.Galeotti evidenzia come “*L'accresciuta competitività dei mercati finanziari insieme alla centralità assunta dalla finanza nell'odierna economia delle imprese, porta a riesaminare il quadro di riferimento per elaborare in una visione più ampia ed innovativa gli obiettivi e il contenuto delle strategie finanziarie. Diventa necessario per l'azienda comprendere la struttura competitiva dei mercati finanziari, individuare le tendenze, le possibilità ed i limiti, interpretare le logiche di comportamento dei soggetti con cui l'azienda si relaziona in tale contesto, capire le motivazioni che li guidano, quindi formulare proposte di investimento finanziario attraenti – perché comparativamente superiori, nell'ottica degli investitori, a quelle offerte dagli altri prenditori di capitali – capaci di raccogliere risorse finanziarie in misura ed a condizioni appropriate rispetto alle capacità di impiegarle economicamente*”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 152-153.

⁶⁴⁶ M.Galeotti evidenzia come “*L'azienda, nel suo operare, instaura un'organica serie di rapporti continuativi con i mercati finanziari ed i suoi attori (azionisti, banche, altri intermediari finanziari, risparmiatori, ecc.), al fine di trovare dinamica copertura al proprio fabbisogno di capitali. Questo sistema di relazioni tra l'azienda e i mercati finanziari – parte del più ampio sistema delle relazioni azienda/ambiente – tende oggi ad assumere un ruolo sempre più centrale nella vita dell'impresa; al tempo stesso, si vanno modificando le logiche gestionali che lo guidano*”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 11.

⁶⁴⁷ M.Galeotti evidenzia come “*Lo sviluppo dei mercati finanziari e l'evoluzione delle relative logiche di funzionamento, inducono a ripensare il quadro generale di riferimento per individuare, in una nuova e più attuale concezione, i principi ed i criteri gestionali cui ispirare l'azione aziendale. I mercati finanziari sono comunemente concepiti come l'ambito in cui si scambiano i capitali finanziari: dal lato della domanda le aziende (e gli altri prenditori di capitali) chiedono ed acquistano i mezzi finanziari necessari per i propri investimenti; sul fronte dell'offerta, i detentori di capitali cedono i mezzi finanziari assumendo la veste di azionisti, finanziatori, obbligazionisti ecc. In tale visione il bisogno che viene soddisfatto è il fabbisogno finanziario dei prenditori di capitali. Questa impostazione può essere rivista e, nell'ottica dell'azienda, rovesciata. Infatti, a seguito dei mutamenti sopra descritti occorre ridefinire*

L'azienda, pertanto, è chiamata a competere nei mercati finanziari in ragione delle attese degli investitori che guardano ad essa come ad una opportunità di investimento⁶⁴⁸. Con ciò si afferma, dunque, l'ottica dell'investitore nel processo decisionale⁶⁴⁹. La struttura dei rapporti dell'azienda con il contesto esterno, pertanto, si arricchisce di una nuova dimensione: accanto al sistema competitivo (dove l'azienda elabora la strategia competitiva) ed accanto al sistema economico-sociale (dove l'azienda formula la propria proposta progettuale attraverso l'elaborazione della strategia sociale), deve aggiungersi il sistema dei mercati finanziari dove l'azienda elabora la propria strategia finanziaria⁶⁵⁰.

l'oggetto dello scambio e vanno riallocate le posizioni relative degli operatori nel mercato. Per quanto riguarda l'oggetto dello scambio, questo va individuato, non nei capitali, bensì nelle "opportunità di investimento dei capitali". Sui mercati finanziari si producono, si offrono e si scambiano delle convenienti modalità di impiego per i mezzi finanziari: l'investitore acquista un flusso prospettico di ricchezza connotato da un grado di aleatorietà/rischiosità: le opportunità di investimento dei capitali – i prodotti finanziari secondo una terminologia ampiamente diffusa – possono assumere varie forme tecnico-giuridiche [...] ma la caratteristica economica comune, la funzione d'uso alla quale tutte queste assolvono è quella di soddisfare l'esigenza di mettere a frutto i capitali finanziari disponibili [...] In questa prospettiva i ruoli dei protagonisti del mercato finanziario si invertono. La domanda (di prodotti finanziari) si associa agli investitori, che, disponendo di capitali finanziari, vanno alla ricerca di impieghi redditizi e acquistano flussi prospettici di ricchezza; le aziende, invece, si pongono dal lato dell'offerta, proponendosi quale occasione di impiego dei capitali stessi e a questo scopo devono formulare attraenti offerte dei flussi prospettici di ricchezza (prodotti finanziari)", in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pagg. 45-46.

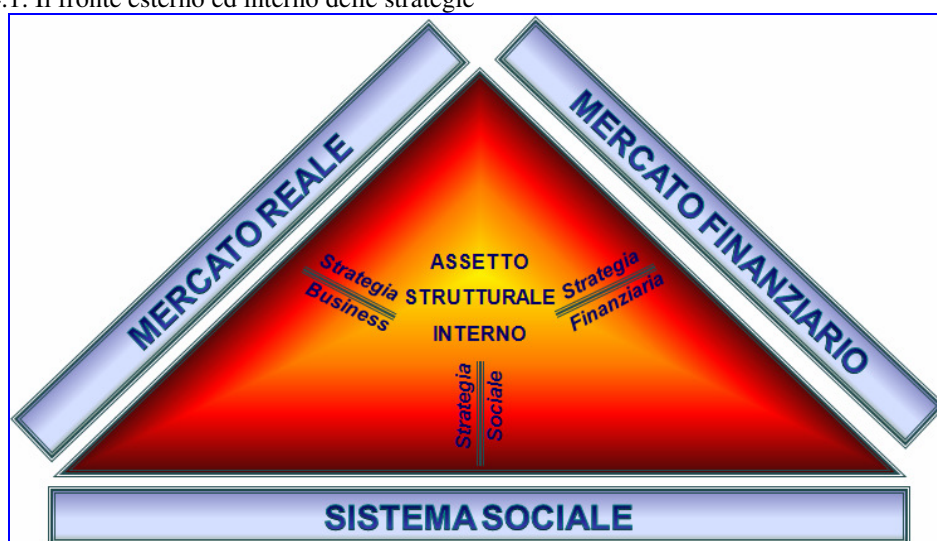
⁶⁴⁸ M.Galeotti evidenzia come "Emerge, così, l'esigenza per l'impresa di affrontare un'intensa competizione sui mercati finanziari, con conseguenti modifiche nelle logiche gestionali, nei principi alla base dei processi decisionali e nelle modalità di composizione dei vari interessi convergenti nel fenomeno aziendale. Più in particolare, l'attenzione aziendale tende a focalizzarsi maggiormente sulle attese dei finanziatori e degli azionisti, in particolare quelli che rimangono esterni al governo dell'azienda e guardano a quest'ultima come opportunità di investimento finanziario. Si viene affermando, dunque, l'ottica dell'investitore (azionista o finanziatore) nella conduzione aziendale; il che significa che l'impresa viene giudicata e valutata nelle sue performance dal punto di vista del mercato dei capitali, in funzione della sua capacità di rispondere alle attese in termini di rischio e rendimenti", in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pag. 18. G.Donna evidenzia come "[...] il mercato si è andato attrezzando per mettere sempre meglio sotto controllo e sempre più sotto pressione il management, in modo da spingerlo ad operare nel più pieno rispetto degli interessi dell'azionariato", in La creazione di valore nella gestione dell'impresa, Carocci, Roma, 1999, pag. 55. Si veda anche A.Black, P.Wright, J.E.Bachman, La ricerca del valore nelle imprese. Analisi e gestione dei fattori di successo della performance, Milano, Franco Angeli, 1999, pag. 93.

⁶⁴⁹ M.Galeotti evidenzia come "L'affermarsi dell'ottica dell'investitore nelle scelte aziendali porta a ridefinire in continuazione il portafoglio strategico e gli obiettivi di performance. La spinta sempre più avvertita dalle imprese ad attuare processi di ristrutturazione, di aggregazione e di scorporo, sono in buona parte l'effetto della rilevanza assunta dalle attese degli investitori nel determinare gli obiettivi e le strategie aziendali [...] all'azienda, non basta più disporre di punti di forza e di strategie vincenti; occorre pure saperle comunicare ed essere capace di farle apprezzare al mercato finanziario", in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pagg. 20-21.

⁶⁵⁰ V.Coda, in sede di definizione della *Formula Imprenditoriale*, evidenzia come "Qualsiasi impresa ha una sua formula (o impostazione) imprenditoriale, che è il prodotto della sua storia e delle scelte che le hanno via via impresso una certa direzione. Per effetto di tali scelte, un'impresa si trova ad operare: - in uno o più sistemi competitivi [...]; - con una certa «offerta» o sistema di prodotto [...]; - in un certo sistema di interlocutori sociali [...]; - con una certa proposta progettuale [...]; - con una certa struttura [...]. Queste cinque variabili [...] si trovano in qualsiasi impresa e sono avvinte da relazioni che le compongono in un'unica formula imprenditoriale articolantesi in due sottosistemi interconnessi,

Adottando questo schema concettuale, sembra possibile definire il sistema delle strategie aziendali distinguendone il “*fronte esterno*” ed il “*fronte interno*”⁶⁵¹. Il *fronte esterno* è costituito dalla *strategia di business* (con la quale l’azienda compete nel mercato reale), la *strategia finanziaria* (con la quale l’azienda compete nel mercato finanziario), la *strategia sociale* (con la quale l’azienda compete per acquisire i consensi e le risorse sociali necessari al suo sviluppo). Il *fronte interno* è, invece, costituito dall’*assetto strutturale interno* dell’azienda ed è definito in termini di governance, architettura organizzativa, sistemi informativi, risorse e competenze aziendali. In termini grafici:

Figura 4.1. Il fronte esterno ed interno delle strategie



esprimenti l’uno il modo di essere dell’impresa in una certa arena competitiva; l’altro il modo di essere dell’impresa nel sistema di forze economiche, politiche e sociali in cui cerca le risorse e i consensi che le occorrono [...]. Si può anche dire che il primo sottoinsieme rispecchia la collocazione e la strategia competitiva dell’impresa e il secondo ne riflette la collocazione e la strategia «sociale», mentre l’area comune, individuata dal sovrapporsi dei due sottosistemi, rispecchia altresì la strategia organizzativa e la strategia economico-finanziaria dell’impresa. Il tutto poi, com’è noto, è permeato da un comune orientamento strategico di fondo”, in L’orientamento strategico dell’impresa, Utet, Torino, 1988, pagg. 72-73. M.Galeotti, con riferimento al modello tradizionale, evidenzia come questo “[...] assume una nuova dimensione [...] L’azienda, infatti, viene a trovarsi al centro anche di un terzo sotto-sistema ambientale, il sistema dei mercati finanziari, nel quale essa compete per attrarre capitali in quantità ed a condizioni adeguate a sostenere il proprio sviluppo”, in Le strategie competitive dell’azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pagg. 19-20.

⁶⁵¹ M.Galeotti, P.De Luca, S.Ferri, Business Strategy Scorecard for financial markets, Paper presentato al conferenza EIASM, Nizza, 7-9 settembre 2011.

In questo contesto la strategia finanziaria definisce gli obiettivi⁶⁵² non solo in termini di assetto finanziario strutturale dell'azienda, con riferimento alla condizione di equilibrio economico-finanziario-patrimoniale a valere nel tempo⁶⁵³, ma anche e soprattutto in termini di posizionamento dell'azienda nei mercati finanziari⁶⁵⁴, in vista dell'acquisizione e del mantenimento di un ruolo competitivo forte. E' in tal senso, dunque, che si ritiene opportuno parlare di “*strategia finanziaria competitiva*”⁶⁵⁵. Essa, in termini generali, si caratterizza per: una maggiore “*forza propulsiva*”⁶⁵⁶, non limitandosi a recepire la strategia elaborata a livello ASA ed a livello Corporate ma partecipando attivamente al relativo processo di formulazione valorizzando l'ottica degli investitori finanziari⁶⁵⁷; una maggiore “*spinta competitiva*”⁶⁵⁸, indirizzando

⁶⁵² M.Galeotti dopo avere evidenziato come “[...] nel sistema delle strategie a livello aziendale vengono in genere individuate distintamente le decisioni relative all'assetto strutturale dell'impresa e quelle che investono il suo posizionamento; le prime riguardano l'assetto strutturale complessivo (strategia organizzativa) ed economico-finanziaria (strategia economico-finanziaria); le altre investono il posizionamento nell'ambiente economico-sociale (strategia sociale) e negli ambienti settoriali (strategia di portafoglio e di ASA)”, afferma che “Il cambiamento, sul piano della logica gestionale, che sembra di potersi cogliere nell'attuale contesto competitivo è proprio costituito dal fatto che la finanza aziendale, da questione essenzialmente di assetto strutturale, muta a problema (anche di) di posizionamento nel mercato finanziario: da gestione delle risorse finanziarie a gestione delle interrelazioni con gli interlocutori dell'azienda nel mercato dei capitali”, e, dunque, “[...] le strategie finanziarie devono definire i propri obiettivi, oltre che sotto il profilo dell'assetto economico-finanziario strutturale dell'azienda, anche in termini di posizionamento nel mercato finanziario”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 153-154-160.

⁶⁵³ M.Galeotti evidenzia come “Sotto il profilo dell'assetto economico-finanziario gli obiettivi strutturali riflettono le condizioni di autonomia finanziaria, di solvibilità e di crescita entro cui deve svolgersi il percorso evolutivo dell'azienda”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 160.

⁶⁵⁴ M.Galeotti evidenzia come “Gli obiettivi finanziari strategici sono i traguardi che l'azienda si propone di conseguire sul versante dell'interazione con gli investitori e si caratterizzano per essere raggiungibili entro un determinato arco temporale, misurabili mediante appropriati indicatori parametrici e, infine, idonei, in quanto strategici, a determinare strutturalmente e nel lungo termine il successo o l'insuccesso dell'azienda” in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 160.

⁶⁵⁵ M.Galeotti evidenzia come “In questa concezione – che potremmo qualificare con il termine di *Strategie finanziarie competitive* – il focus si sposta dall'“assetto finanziario” dell'azienda al suo “posizionamento (nel mercato) finanziario”, nel senso che in luogo della ricerca e del mantenimento della struttura economico-finanziaria migliore a supporto delle strategie competitive e di portafoglio (come pure di quelle sociali ed organizzative), il problema centrale diventa l'acquisizione di un ruolo competitivo forte nel mercato dei capitali per alimentare e orientare l'azione e lo sviluppo dell'azienda sui mercati reali degli specifici business in cui essa opera”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 153.

⁶⁵⁶ M.Galeotti evidenzia come la strategia finanziaria competitiva si qualifica per una “Maggiore forza propulsiva perché non si limita a recepire le strategie aziendali rivolte ai mercati reali, elaborate dai responsabili ASA e Corporate, ma interviene nel processo formativo delle strategie competitive e delle strategie di portafoglio con un ruolo più attivo e propositivo, teso a valorizzare l'ottica dei mercati finanziari, cioè il sistema del valore proprio degli investitori finanziari [...] In questo senso, le decisioni vengono valutate anche sotto l'impulso degli effetti che sono in grado di determinare sul posizionamento competitivo dell'azienda nei mercati finanziari, ed anzi spesso vengono ideate ed assunte proprio in funzione di tali effetti”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 154-155.

⁶⁵⁷ M.Galeotti evidenzia come “Il processo di formulazione delle strategie finanziarie prende avvio dalle opportunità e dagli orientamenti che emergono a livello Corporate (in merito alle scelte di portafoglio)

l'azienda verso la ricerca continua di soluzioni nuove alle sue esigenze finanziarie capaci di meglio rispondere alle aspettative degli investitori; una maggiore “*tensione competitiva*”⁶⁵⁹, attraendo e trattenendo a condizioni vantaggiose i capitali necessari allo sviluppo dell'azienda.

La strategia finanziaria competitiva deve, dunque, definire i propri obiettivi in ragione della conservazione della condizione di equilibrio economico-finanziario-patrimoniale dell'azienda a valere nel tempo – al fine di garantire autonomia finanziaria, solvibilità e crescita⁶⁶⁰ – e del raggiungimento e mantenimento di una sua posizione competitiva forte nei mercati finanziari che si declina negli obiettivi competitivi⁶⁶¹ di: costo del

ed a livello business (in merito alle scelte competitive). Le opportunità e gli orientamenti – più o meno formalizzati a seconda della realtà operativa della specifica azienda - delineano il quadro strategico di massima i cui elementi essenziali, nell'ottica propria dei mercati finanziari, sono espressi in funzione delle seguenti variabili fondamentali: - la redditività operativa aziendale nei singoli business [...]; - le sinergie prodotte dalle interrelazioni tra ASA [...]; - le opzioni reali di sviluppo a livello di singolo business e/o dell'impresa nel suo complesso [...]; - la rischiosità operativa delle singole ASA e la rischiosità finanziaria globale dell'impresa. Nel complesso si delinea, in questo modo, la potenziale struttura quali-quantitativa del capitale investito (derivante dagli investimenti connessi all'attuazione delle scelte strategiche e dagli investimenti già in essere) e si determina, parallelamente, il fabbisogno finanziario totale che, almeno in parte, deve trovare copertura in nuove risorse finanziarie da reperire sul mercato dei capitali. La strategia finanziaria si inserisce in questo quadro con un sistema di analisi, valutazioni e decisioni che, seguendo un percorso circolare ed iterativo che coinvolge l'intero sistema delle strategie aziendali concorre ad elaborare e stabilire in via definitiva: - le strategie di Business e Corporate; - l'assetto finanziario dell'azienda, definito in termini di obiettivi finanziari strutturali; - gli obiettivi finanziari competitivi; - la formula competitiva finanziaria”, in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pagg. 156-159.

⁶⁵⁸ M.Galeotti evidenzia come “*Le strategie finanziarie competitive si qualificano, poi, per una più intensa spinta innovativa in quanto l'orientamento alla creazione del valore per il mercato dei capitali induce a ricercare sempre nuove soluzioni alle esigenze finanziarie dell'azienda, idonee a rispondere in modo comparativamente migliore alle aspettative specifiche e personalizzate degli investitori finanziari (o di particolari categorie di investitori finanziari), costantemente alla ricerca di più convenienti forme e opportunità di impiego ai propri capitali*”, in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pag. 155.

⁶⁵⁹ M.Galeotti evidenzia come “[...] *le strategie finanziarie devono esprimere una forte tensione competitiva per attrarre capitali in quantità elevata ed a condizioni convenienti in un mercato molto articolato e concorrenziale*”, in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pag. 155.

⁶⁶⁰ M.Galeotti evidenzia come “*Sotto il profilo dell'assetto economico-finanziario gli obiettivi strutturali riflettono le condizioni di autonomia finanziaria, di solvibilità e di crescita entro cui deve svolgersi il percorso evolutivo dell'azienda. I parametri di riferimento riguardano così: - la redditività degli investimenti aziendali, misurata in termini di reddito operativo e rilevata in confronto al costo dei capitali impiegati, per evidenziare la capacità aziendale sia di creare valore, sia di amplificare la ricchezza prodotta mediante l'effetto leva finanziaria; - la solidità, che esprime la capacità patrimoniale di assorbire gli eventuali accadimenti avversi, legata al grado di dipendenza dai finanziatori (tasso di indebitamento); - la liquidità, che attiene alla capacità dell'azienda di far fronte ai propri impegni scadenti nel breve termine e di cogliere le opportunità offerte dall'ambiente competitivo, tecnologico, sociale (mediante acquisizioni, investimenti, ecc.); - lo sviluppo, relativo alla crescita dimensione dell'azienda misurata in termini di variazione del capitale investito e del capitale netto (dimensioni strutturali) e di incremento del fatturato (dimensione operativa)*”, in Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008, pagg. 160-161.

⁶⁶¹ M.Galeotti evidenzia come “*Sotto il profilo del posizionamento (nel mercato) finanziario l'obiettivo generale di acquisire un ruolo competitivo forte nel mercato dei capitali – per alimentare e orientare lo sviluppo dell'azienda sui mercati reali degli specifici business in cui opera – trova declinazione nei*

capitale (che è comparativamente più basso se l'azienda sconta un premio per rischio sull'equity e uno spread per il rischio *default* sul debito inferiori rispetto ai valori di mercato)⁶⁶²; entità dei capitali attratti (che è tanto maggiore quanto più l'azienda è ritenuta dagli investitori una valida opportunità di investimento)⁶⁶³; velocità di attivazione dei capitali (che è tanto maggiore quanto più elevata è la fiducia degli investitori verso l'azienda)⁶⁶⁴; durata della disponibilità dei mezzi finanziari (che è tanto maggiore quanto più solido è il posizionamento dell'azienda nei mercati finanziari)⁶⁶⁵; immagine dell'azienda (che è tanto migliore quanto maggiore è il riscontro positivo che questa ha nei mercati finanziari)⁶⁶⁶.

In termini generali, la competitività dell'azienda nei mercati finanziari è funzione della sua capacità di generare valore per gli investitori in equity e debito. E' necessario, dunque, realizzare le condizioni affinché questi valutino conveniente investire (o non

seguenti obiettivi competitivi: - il costo del capitale (proprio e di credito); - l'entità dei capitali attratti; - la velocità di attivazione dei capitali; - la durata della disponibilità dei mezzi finanziari; - l'immagine dell'azienda sui mercati finanziari", in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 162.

⁶⁶² M.Galeotti evidenzia come "*Il costo del capitale (proprio e di credito) è comparativamente più basso se l'azienda raccoglie le risorse finanziarie scontando un premio per il rischio e/o uno spread inferiori rispetto ai valori di mercato risk-adjusted, cioè espressi in funzione del rischio*", in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 162.

⁶⁶³ M.Galeotti evidenzia come "*L'entità del capitale che l'azienda riesce ad attirare si riflette sulle sue capacità di investimento e di crescita. Anche l'entità (come il costo) dei capitali dipende da come si posiziona sul mercato finanziario il rapporto rischio/rendimento che qualifica la specifica azienda. Infatti se tale rapporto si colloca sopra la linea di mercato, l'azienda attrae capitali ponendosi agli occhi degli azionisti e dei finanziatori come un'opportunità di investimento più conveniente rispetto a quelle mediamente presenti sul mercato*", in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 162-163.

⁶⁶⁴ M.Galeotti evidenzia come "*La velocità di attivazione dei capitali rende l'azienda più pronta e reattiva nel cogliere le opportunità di sviluppo che si presentano nell'ambiente competitivo, economico, tecnologico, ecc. [...], come pure nel tempestivo sfruttamento degli andamenti economici favorevoli [...] e le occasioni offerte da situazioni congiunturali propizie [...]. Ogni impresa ha una propria capacità di acquisire ed impiegare capitali in termini più o meno rapidi. Su questa influiscono, oltre all'abilità del management nel concepire ed elaborare le appropriate soluzioni tecniche, il grado di fiducia insita nella relazione con gli investitori finanziari attuali, nonché la rapidità con cui l'azienda riesce ad acquisire la fiducia degli investitori potenziali*", in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 163.

⁶⁶⁵ M.Galeotti evidenzia come "*La durata della disponibilità dei mezzi finanziari messi a disposizione dell'azienda dagli investitori finanziari rileva sui piani della solidità patrimoniale, dell'autonomia gestionale e dell'equilibrio dei suoi processi di crescita. Quanto più i fondi conferiti sono stabilmente vincolati all'azienda o comunque orientati a permanere nel lungo termine, tanto più saldo è il posizionamento dell'azienda stessa nei mercati finanziari a sostegno, forte, dei suoi processi di crescita nei mercati reali*", in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 164.

⁶⁶⁶ M.Galeotti evidenzia come "*L'immagine finanziaria dell'azienda (sui mercati finanziari), [...] è legata agli elementi distintivi che qualificano, sul mercato dei capitali, l'azienda e la sua proposta di investimento finanziario, generando un apprezzamento positivo, un clima di fiducia e, in generale, una preferenza nei suoi confronti da parte degli investitori. Essa rappresenta un fondamentale fattore di differenziazione dell'offerta finanziaria e costituisce, di conseguenza, un primario obiettivo competitivo dell'azienda*", in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 165.

disinvestire) il capitale nell'azienda⁶⁶⁷. L'azienda si trova in condizione di “vantaggio competitivo finanziario”⁶⁶⁸ se rappresenta per gli investitori una opportunità di impiego dei capitali migliore rispetto ai *competitors* e rispetto ad altre forme di investimento ritenute equivalenti.

Il vantaggio competitivo dell'azienda è il risultato della sua strategia finanziaria e può strutturarsi⁶⁶⁹ sulla differenziazione dell'offerta di investimento e sul profilo rischio-rendimento.

Il vantaggio competitivo da differenziazione dell'offerta di investimento si realizza se l'azienda genera una specificità nell'offerta tale da renderla unica nel rispondere alle aspettative degli investitori⁶⁷⁰.

Il vantaggio competitivo derivante dal profilo rischio-rendimento dell'azienda è funzione del contenimento del rischio e del miglioramento delle prospettive di rendimento atteso in termini di flussi economico-finanziari prospettici e di opzioni di sviluppo⁶⁷¹.

⁶⁶⁷ M.Galeotti evidenzia come “[...] Nella prospettiva dell'investitore il valore assume rilievo in termini di validità che egli attribuisce all'offerta dell'azienda di porsi quale opportunità di impiego dei capitali finanziari. Esso scaturisce da un giudizio comparativo che pone a confronto l'impiego dei capitali nell'azienda con i possibili investimenti alternativi sul mercato”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 33.

⁶⁶⁸ M.Galeotti evidenzia come “[...] Il vantaggio competitivo finanziario rappresenta una situazione di superiorità dell'impresa rispetto ai valori medi di mercato, la quale si manifesta in termini di minor costo del capitale, di accesso ad una quantità maggiore di mezzi finanziari e di superiore velocità con cui questi possono essere attivati per realizzare i programmi di investimento. La superiorità in discorso costituisce il risultato delle strategie finanziarie e si realizza mediante la gestione coerente ed efficace delle leve competitive, in modo da formulare un'offerta finanziaria attraente per gli investitori. In particolare il vantaggio deriva dalla combinazione delle risorse distintive dell'azienda e le specificità dei segmenti di mercato. La scelta del vantaggio competitivo finanziario costituisce un elemento essenziale della strategia aziendale”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 169.

⁶⁶⁹ M.Galeotti, evidenzia come “Anche nel settore finanziario si possono individuare due posizionamenti competitivi di base: il vantaggio nel rapporto rischio/rendimento (assimilabile al vantaggio di costo) e il vantaggio da differenziazione”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 169.

⁶⁷⁰ M.Galeotti evidenzia come “Il vantaggio competitivo finanziario da differenziazione deriva da un'offerta di investimento caratterizzata da elementi di specificità che la rendono unica e capace di rispondere meglio alle preferenze ed alle esigenze degli investitori. I fattori di differenziazione si legano essenzialmente alle caratteristiche tecniche dello strumento finanziario [...], alle modalità di relazione con gli investitori ed all'immagine dell'azienda”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 170.

⁶⁷¹ M.Galeotti evidenzia come “Il vantaggio competitivo finanziario nel rapporto rischio/rendimento o di costo si realizza se l'azienda crea una condizione di superiorità nel rapporto rischio/rendimento; esso deriva, quindi, dal contenimento del rischio aziendale o dalle migliori prospettive di rendimento (in termini di flussi economico-finanziari prospettici e di opzioni di sviluppo). L'azienda, azionando con la propria strategia le leve competitive finanziarie, agisce sul profilo di rischio e/o di rendimento, modificando la propria posizione relativa rispetto alle linee di mercato del premio per il rischio e dello spread. In questo modo, definisce le condizioni relative del suo rapporto rischio/rendimento, che devono risultare comparativamente più convenienti (rispetto agli altri competitors ed alla media di mercato) e quindi più capaci di attrarre i capitali”, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 169-170.

4.4. – L’indebitamento e il valore dell’azienda

L’azienda, in termini generali, genera valore se il rendimento realizzato dalle attività aziendali in ottica prospettica, ovvero dagli investimenti complessivamente posti in essere in ragione della strategia perseguita, è superiore rispetto al costo delle fonti ovvero al costo del capitale d’azienda⁶⁷². La relazione tra rendimento degli impieghi e costo delle fonti in ottica prospettica è alla base della creazione del valore ed è definibile come “*equazione del valore*”. In tal senso la crescita dimensionale si accompagna alla creazione di nuovo valore solo e soltanto se detto differenziale è positivo; in caso contrario la crescita distruggere valore⁶⁷³.

La relazione deve essere posta a livello di totale impieghi e totali fonti: il rendimento atteso fa riferimento al complesso degli impieghi; il costo del capitale investito fa riferimento al complesso delle fonti. Pertanto anche quando problemi di finanziamento si pongono con riferimento ad uno specifico investimento, questi devono essere affrontati e risolti all’interno del quadro più generale delle condizioni di rischiosità e di redditività dell’azienda: è sempre l’azienda intesa come complesso di investimenti ad essere fonte di rischio e di redditività⁶⁷⁴.

Le variabili a base dell’equazione del valore, dunque, sono: il rendimento atteso delle attività aziendali ovvero degli impieghi; il costo del capitale ovvero il costo delle fonti.

⁶⁷² C.Chicchierini, V.Perrone, F.Perrini evidenziano come “[...] vale sempre una regola fondamentale: le imprese creano valore per i propri azionisti quando investono il capitale disponibile a tassi di rendimento superiori al suo costo”, in *i-Valuation*, Egea, Milano, 2008, pag. 3. T.Koller, J.Murrin evidenziano come “il valore di un’azienda è determinato dalla capacità di ricavare rendimenti eccedenti il proprio costo opportunità del capitale e dal periodo durante il quale l’organizzazione viene valutata in grado di farlo”, in *Il valore dell’impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, pag. 267. F.Di Lazzaro evidenzia come “La redditività di un investimento è data dal rapporto fra il flusso di reddito che esso produce ed il capitale necessario per ottenere tale reddito. Anche in campo aziendale tale relazione conserva la sua validità. Il rapporto tra flusso di reddito e capitale investito, infatti, misura la redditività della gestione del sistema aziendale”, in *La situazione finanziaria aziendale*, Giuffrè, Milano, 1994, pag. 230. M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinzia, evidenziano come “Se il ritorno di un investimento è superiore al costo del capitale investito per realizzare l’investimento, allora può essere conveniente effettuare l’iniziativa [...] se l’investimento consente una crescita [...] che si traduce in una redditività marginale rispetto ai costi [...] maggiore del costo del capitale investito [...] allora l’iniziativa merita di essere realizzata”, in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pagg. 64-65.

⁶⁷³ L.Guatri evidenzia come “La crescita dimensionale si associa alla creazione di nuovo valore solo se il tasso di profitto, cioè il differenziale ROI - WACC, è positivo; in caso contrario la crescita può anche distruggere valore. Vengono così a confronto tesi almeno in apparenza contraddittorie: la necessità dello sviluppo per conservare l’equilibrio a lungo termine dell’impresa (e quindi il valore); e la selettività dello sviluppo come condizione essenziale per creare nuovo valore. Ambedue le tesi contengono una parte di verità. Quanto alla prima, è probabilmente vero che senza un certo sviluppo non è neppure possibile assicurare la conservazione del valore. Esiste, insomma, un tasso-spliglia di sviluppo (sia pure variabile da settore a settore e di caso in caso) il cui mancato raggiungimento significa un serio rischio di perdita di valore, almeno nel lungo termine. Quanto alla seconda, è corretta l’affermazione di principio che lo sviluppo deve essere selettivo e che allo sviluppo non si associa necessariamente la creazione di valore. E’ vero anzi il contrario per investimenti a basso rendimento”, in L.Guatri, M.Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005, pag. 492.

⁶⁷⁴ P.Onida evidenzia come “[...] anche quanto dati problemi di finanziamento si pongono in occasione di nuovi particolari investimenti, è pur sempre l’azienda nella sua complessa gestione, e quindi nel complesso dei suoi investimenti e dei suoi finanziamenti passivi, nei suoi rischi e nella sua redditività, che occorre prendere in esame, per giudicare correttamente la convenienza dei nuovi finanziamenti per quanto riguarda l’entità, la forma e ogni condizione”, *Economia d’azienda*, Utet, Torino, 1987, pag. 432.

Il rendimento degli impieghi aziendali è funzione della redditività attesa dalle attività poste in essere e della relativa probabilità di realizzazione nel tempo.

L'analisi della redditività attesa degli impieghi aziendali deve essere condotta ricorrendo agli schemi tipici dell'analisi strategica dove le prospettive aziendali sono principalmente funzione⁶⁷⁵: della redditività intrinseca del settore di riferimento dell'azienda; del vantaggio competitivo posseduto dall'azienda; delle sinergie in atto e potenziali; della componente monetaria dei flussi reddituali; delle opzioni strategiche di sviluppo.

A livello ASA, la redditività aziendale è funzione dell'attrattività del settore e del posizionamento competitivo dell'azienda⁶⁷⁶.

L'attrattività del settore esprime la sua redditività strutturale che è pari al rendimento medio realizzato dalle aziende in esso operanti. La redditività del settore è mutevole nello spazio (è differente da settore a settore) e nel tempo (è differente per lo stesso settore in momenti diversi) ed è funzione dell'interazione delle forze competitive – le barriere all'entrata, le barriere all'uscita, la minaccia di prodotti sostitutivi, il potere contrattuale dei clienti, il potere contrattuale dei fornitori, il grado di rivalità tra i concorrenti – che incidono sulla struttura dei costi, dei ricavi e degli investimenti⁶⁷⁷.

La performance dell'azienda può registrare un divario rispetto alla media del settore in ragione del suo posizionamento competitivo il quale è funzione dell'interazione strategica tra azienda e sistema competitivo⁶⁷⁸. Il posizionamento si struttura sulle dinamiche gestionali mediante le quali l'azienda valorizza la propria attività ed assume rilievo strategico se genera un vantaggio competitivo. Tale superiorità si manifesta in un vantaggio di costo ovvero di differenziazione⁶⁷⁹.

⁶⁷⁵ M.Galeotti, *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 112 e ss., con riferimento agli schemi di analisi strategica adottati dagli investitori finanziari, evidenzia come le prospettive aziendali riflettono congiuntamente i seguenti fattori: la redditività intrinseca (attrattività) del settore in cui opera l'azienda; i vantaggi competitivi posseduti; le sinergie realizzate; la componente monetaria dei flussi reddituali; le opzioni strategiche di sviluppo.

⁶⁷⁶ M.E.Porter, *Il vantaggio competitivo*, Edizioni Comunità, Milano, 1987; C.A.Montgomery-M.E.Porter, *Strategia*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1993.

⁶⁷⁷ Tra gli altri: M.E.Porter, *Come le forze competitive modellano la strategia*, in C.A.Montgomery-M.E.Porter, (a cura di), *Strategia*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1993, pagg. 24 e ss.; M.Rispoli, *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*, il Mulino, Bologna, 1998, pagg. 105 e ss.; P.Mazzola, *L'analisi della struttura e dell'evoluzione del settore*, in E.Mollona (a cura di), *Strategia a livello di area d'affari*, Egea, Milano, 1999, pagg. 151 e ss.

⁶⁷⁸ M.Galeotti evidenzia come *“La performance economica dell'azienda (sempre a livello di singola ASA) può, comunque, registrare un divario rispetto alla media del settore, per effetto del posizionamento. Con tale termine si richiamano le peculiari caratteristiche quali-quantitative del rapporto d'interazione strategicamente instaurato dall'azienda con il sistema competitivo di appartenenza”*, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pag. 113.

⁶⁷⁹ M.Galeotti evidenzia come *“Il posizionamento è imperniato sulle condizioni operative e competitive secondo cui l'impresa valorizza, nelle proprie attività produttive e nelle transazioni con il mercato, gli input e gli output. Esso rappresenta la risultante delle variabili esterne ed interne che l'impresa controlla mediante la propria strategia competitiva. Ogni azienda assume una propria fisionomia in funzione del suo sistema di condizioni operative e competitive, il quale le conferisce specifiche potenzialità concorrenziali e reddituali. In particolare, tali condizioni assumono rilievo strategico se si traducono in vantaggio competitivo, quindi se le attribuiscono significativi punti di forza rispetto ai fattori critici di successo, che le consentono di accrescere il rapporto tra il valore dei prodotti ed i relativi costi di produzione. Il vantaggio competitivo esprime, dunque, una situazione di superiorità nelle condizioni di svolgimento della gestione che si traducono in una redditività maggiore e dalle basi più solide [...] Le*

In contesti multi-business la capacità dell'azienda di creare valore riflette anche le sinergie⁶⁸⁰. La diversificazione consente, infatti, di realizzare interrelazioni sinergiche tra le diverse ASA, per effetto dei collegamenti che possono realizzarsi a tutti i livelli aziendali, migliorando le condizioni di redditività delle singole ASA e dell'azienda a livello *corporate*⁶⁸¹.

Nell'ottica degli investitori, sia in equity che in debito, non è sufficiente la capacità dell'azienda di generare flussi reddituali prospettici risultando fattore rilevante anche la componente monetaria di detti flussi. Nella prospettiva degli investitori infatti, non è irrilevante che i flussi economici si traducano con ritardo ovvero con anticipo in flussi monetari in ragione dei riflessi sulla struttura finanziaria, sulla politica dei dividendi e sull'autofinanziamento⁶⁸².

In ottica di lungo periodo, data la natura dell'azienda quale sistema dinamico ed aperto e quindi soggetto a continui cambiamenti, si rende necessario estendere l'analisi dello sviluppo delle attività aziendali anche alle opzioni strategiche di sviluppo⁶⁸³.

Per quanto concerne la seconda variabile, il costo del capitale d'azienda ovvero il costo delle fonti, esprime in termini generali il rendimento atteso dagli investitori. Pertanto indica il costo delle fonti complessivamente investite nelle attività aziendali.

In ipotesi di aspettative razionali e di avversione al rischio, il rendimento atteso dagli investitori finanziari è funzione del rischio che si assumono. In termini generali il rendimento atteso dall'investitore è funzione del costo-opportunità del capitale: esso esprime il rendimento minimo che a parità di rischio rende indifferente l'investitore alla

situazioni di vantaggio sono riconducibili a due ipotesi fondamentali: il vantaggio sul fronte dei costi o leadership di costo e il vantaggio in termini di ricavo connesso alla differenziazione del prodotto [...]', in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 113-114.

⁶⁸⁰ S.Garzella, *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle potenzialità inesprese. Una visione strategica per il risanamento*, G.Giappichelli Editore, Torino, 2005; S.Garzella, *Il governo delle sinergie*, G.Giappichelli Editore, Torino, 2006.

⁶⁸¹ H.I.Ansoff, *Strategia aziendale*, Etas Libri, Milano, 1968, pagg. 97 e ss.

⁶⁸² M.Galeotti evidenzia come *“Nella prospettiva degli investitori finanziari non è, quindi, indifferente il fatto che i flussi economici prodotti dalla gestione si traducano con ritardo oppure in anticipo in flussi monetari: nel primo caso l'azienda dovrà rinviare il pagamento dei dividendi e/o la restituzione di finanziamenti, ovvero dovrà acquisire nuovi finanziamenti, con conseguente aggravio economico dei redditi prospettici; nel secondo caso, invece, potrà tradurre i redditi maturati in Pay-out (addirittura potrebbe ripartire somme più elevate, utilizzando riserve in precedenza costituite), potrà attuare operazioni di Buy-back, potrà destinare l'eccedenza di mezzi monetari a nuovi investimenti capaci di generare ulteriori ricavi/profitti, potrà prevedere tempi più ridotti per la restituzione dei finanziamenti. La gestione dei flussi di cassa e le azioni in grado di modificare l'andamento (quali, ad esempio, le decisioni sull'entità e sui tempi degli investimenti, sui tempi medi di incasso e pagamento, sulla consistenza e sul turn-over del magazzino, ecc.) si riflettono, quindi, sulle aspettative degli investitori finanziari connesse al rendimento, costituendo importanti elementi della strategia economico-finanziaria dell'azienda”*, in *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma, 2008, pagg. 116-117.

⁶⁸³ Le opzioni strategiche esprimono, in termini generali, le opportunità di crescita connesse a future variazioni della formula imprenditoriale. Esse hanno consistenza solo se i relativi futuri investimenti presentano un rendimento prospettico atteso superiore rispetto al costo del capitale investito ossia se precludono a nuovi vantaggi competitivi ovvero al potenziamento di quelli in essere. M.Galeotti, *Governo dell'azienda e indicatori di performance*, G.Giappichelli Editore, Torino, 2006, pag. 229 e ss.

scelta dell'attività in cui investire⁶⁸⁴. Sovente nel determinare il costo-opportunità del capitale si è soliti far riferimento al mercato dei titoli obbligazionari ed azionari⁶⁸⁵.

Il costo del capitale, dunque, riveste ruolo centrale per la valutazione delle attività aziendali: da un lato, infatti, esprime il saggio di rendimento atteso dal mercato in equilibrio; dall'altro rappresenta il parametro centrale per il *pricing* degli *asset* aziendali sia esternamente, dove il valore di mercato dell'azienda è funzione dei flussi di cassa scontati al costo del capitale, sia internamente dove il management utilizza la medesima logica per la individuazione e selezione degli investimenti da realizzare⁶⁸⁶.

Pertanto il costo del capitale può essere inteso sia in termini di rendimento minimo di equilibrio richiesto dal mercato per un'attività rischiosa – determinato in ragione della

⁶⁸⁴ A.Salvi evidenzia come “Qualunque sia la provenienza, la raccolta di capitale comporta il sostenimento di un costo, pari alla remunerazione attesa da ciascuna classe di finanziatori, di cui occorre chiarire la natura e le determinanti fondamentali. Quanto al primo punto, la natura del costo del capitale è ravvisabile nella remunerazione corrisposta ai finanziatori come compenso per l'indisponibilità dei mezzi approvvigionati all'azienda e per il rischio di una loro inadeguata remunerazione. Il costo del capitale è sempre un costo-opportunità per l'investitore, poiché egli stabilisce la remunerazione attesa dall'azienda in funzione del rendimento che potrebbe ottenere investendo in iniziative di pari rischio e durata. In altri termini, per attrarre capitali, l'azienda deve essere in grado di corrispondere un rendimento almeno pari a quello che il conferente capitali potrebbe conseguire impiegando le proprie risorse in alternative d'investimento confrontabili”, in M.Dalocchio, A.Salvi, Finanza d'azienda, 2^a ed., Egea, Milano, 2004, pag. 239; R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come “il costo opportunità del capitale di un investimento in un progetto è il tasso di rendimento atteso richiesto dagli investitori per un investimenti in azioni o altri titoli che hanno lo stesso rischio del progetto. Il valore attuale che si ottiene scontando i flussi di cassa attesi del progetto al suo costo opportunità del capitale è l'ammontare che gli investitori, compresi i vostri azionisti, sarebbero disposti a pagare per il progetto”, in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 17; J.Berk, P.DeMarzo, evidenziano come “[...] “il tasso di interesse di mercato” fornisce il tasso di scambio che serve per calcolare i valori attuali e valutare un'opportunità di investimento. Tuttavia, con tanti tassi di interesse tra cui scegliere, il termine “tasso di interesse di mercato” è intrinsecamente ambiguo. Ecco perchè [...] baseremo il tasso di sconto usato per valutare i flussi di cassa sul costo opportunità del capitale dell'investitore (o più semplicemente, il costo del capitale), che è il miglior rendimento atteso offerto sul mercato per un investimento con rischio e durata paragonabili ai flussi di cassa da scontare. Il costo opportunità del capitale è la remunerazione a cui l'investitore rinuncia quando intraprende un nuovo investimento”, in Finanza aziendale, vol.1, Pearson Paravia Bruno Mondadori, Milano, 2008, pag. 144.

⁶⁸⁵ R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, evidenziano come si guarda “[...] ai mercati dei titoli obbligazionari e azionari per trovare il costo opportunità del capitale” in quanto “Il mercato dei capitali è semplicemente un mercato dove le persone scambiano denaro di oggi con denaro del futuro”, in Principi di finanza aziendale, 3^a ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 18.

⁶⁸⁶ F.Colombi evidenzia come “Poiché, in un'ottica di aspettative razionali e di avversione al rischio, gli investitori richiedono remunerazioni proporzionate alla variabilità dei risultati attesi, il concetto di costo del capitale si pone al centro della teoria del valore, costituendo la pietra angolare per la valutazione delle attività aziendali. Infatti, se da un lato esso individua il saggio di rendimento richiesto dal mercato in equilibrio per investire in date condizioni di rischio, dall'altro costituisce il parametro fondamentale per il *pricing* dell'attivo aziendale, sia all'esterno che all'interno dell'impresa” ed ancora “Il mercato dei capitali, da parte sua, valuta gli *assets* in ragione della loro risultabilità attesa, sicchè il valore di mercato dell'azienda, per i suoi finanziatori, eguaglia i flussi futuri scontati al costo delle risorse finanziarie; ma, dal'altro canto, lo stesso management dell'impresa non ha altro riferimento in base al quale stabilire un ordine di preferenza per una valida selezione degli investimenti”, in Finanza condizionata e teoria del valore, Volume 2, Aracne, Roma, 2011, pag. 13.

domanda e dell'offerta di capitale – sia come tasso di attualizzazione dei flussi di risultato (finanziari ed economici) prospettici attesi⁶⁸⁷.

Tralasciando le forme di finanziamento “ibride”, il costo del capitale esprime il rendimento atteso dagli investitori in equity e debito, ed è solitamente stimato facendo ricorso al *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

Il WACC stima il costo del capitale d'azienda (K_A) pari alla media ponderata del costo stimato dell'equity (K_E) e del costo stimato del debito (K_D) al netto delle imposte societarie (t_c) dove i pesi di ponderazione sono rappresentati dal valore di mercato dell'equity (E) e del debito (D) all'interno della struttura finanziaria. In termini analitici:

$$K_A = K_E \cdot \frac{E}{E + D} + K_D \cdot \frac{D}{E + D} \cdot (1 - t_c)$$

E' bene evidenziare come il costo del capitale deve essere stimato in ottica attuale e prospettica in vista della variazione della struttura finanziaria⁶⁸⁸.

In termini operativi la misurazione del valore dell'azienda è condotta mediante metodologie che possono sostanzialmente essere raggruppate in due grandi famiglie: i *metodi di mercato* (o *metodi diretti*), che stimano il valore dell'azienda in base all'osservazione dei valori che si formano negli scambi sul mercato; *metodi analitici* (o *metodi indiretti*), che stimano il valore dell'azienda in ragione dei suoi fondamentali.

Appartengono a questa seconda categoria le più note metodologie di stima del valore dell'azienda (tra i quali i metodi reddituali, finanziari, misti reddituali-patrimoniali). Queste metodologie si strutturano sulla valutazione analitica delle singole componenti che incidono sul valore dell'azienda.

In questo contesto si ritiene opportuno tradurre l'equazione del valore, espressa in termini differenziali tra rendimento atteso stimato degli impieghi e costo stimato delle fonti, in termini operativi facendo ricorso al *Discounted Cash Flow* (DCF)⁶⁸⁹.

⁶⁸⁷ F.Colombi evidenzia come “*Il costo del capitale, quindi, può essere visto sia come la remunerazione minimale d'equilibrio richiesta dal mercato, sia come il tasso di sconto, per risultati futuri incerti, più appropriato alla determinazione del valore attuale di un investimento. Il mercato, tramite l'offerta e la domanda di fondi, stabilisce la dimensione del costo del capitale come rendimento d'equilibrio di un'attività rischiosa e l'azienda stessa utilizza tale rendimento di equilibrio per selezionare i suoi progetti*”. In ragione di questa ambivalenza, lo Studioso evidenzia come la finanza abbia sviluppato due filoni di ricerca: “*da una parte, con studi sull'equilibrio di mercato e sulla teoria di portafoglio, ha inteso produrre una modellistica idonea alla determinazione di prezzi e rendimenti di equilibrio per attività rischiose; dall'altra, in un'ottica prettamente aziendalistica, ha sviluppato una complessa teoria di creazione e diffusione del valore, implementando le metodologie di capital budgeting*”, in Finanza condizionata e teoria del valore, Volume 2, Aracne, Roma, 2011, pag. 13.

⁶⁸⁸ G.Brugger, Le decisioni finanziarie, in G.Pivato (a cura di), Trattato di Finanza Aziendale, Franco Angeli, Milano, 1987, pagg. 836-837. S.Bianchi Martini evidenzia come “*Un'analisi di tipo «atomistico» del costo specifico delle diverse fonti non può, quindi, esaurire le complesse problematiche relative alla valutazione di «onerosità prospettica del sistema dei finanziamenti». Inoltre il semplice «confronto di onerosità» tra le fonti esprime una visione parziale della problematica decisionale in quanto, da un lato, non considera che l'obiettivo dell'azienda è perseguire l'equilibrio economico durevole e non semplicemente la minimizzazione di un particolare costo e, dall'altro lato, trascura il fatto che le fonti non si differenziano solo per la variabile «costo» ma anche per altre caratteristiche (grado di permanenza e caratteristiche di fruibilità e flessibilità di utilizzo ecc.)*”, in La politica dei rischi nel sistema delle decisioni finanziarie d'azienda, Il Borghetto, Pisa, 1996, pagg. 244-245.

Il DCF stima il valore dell'azienda in ragione del valore attuale dei flussi di cassa prospettici attesi. L'azienda nella sua complessità e dinamicità spazio-temporale è dunque considerata come un unico investimento⁶⁹⁰.

In termini analitici, il valore dell'azienda (W) è pari alla somma del valore attuale dei flussi di cassa prospettici attesi (FC) stimati nel periodo di previsione analitica (t) e del valore attuale del *Terminal value* (TV) dove il tasso di attualizzazione esprime il costo del capitale (K)⁶⁹¹:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+K)^t} + \frac{TV_{t_n}}{(1+K)^{t_n}}$$

La stima del valore dell'azienda mediante ricorso al DCF è affidabile nella misura in cui l'intero processo di stima si caratterizza per una sistematica coerenza logico-metodologica tra costo del capitale e flussi di cassa attesi. Pertanto se si adotta l'ottica *Asset side*, dove ad essere stimato è l'*Enterprise value* (W_A), ad essere scontati sono i flussi di cassa operativi (*Free Cash-flow from Operations* – FCFO)⁶⁹², mentre il costo del capitale da impiegare in sede di attualizzazione è il WACC; diversamente se si adotta l'ottica *Equity side*, dove ad essere stimato è l'*Equity value* (W_E), ad essere scontati sono i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (*Free Cash-flow to Equity* – FCFE), mentre il costo del capitale da impiegare in sede di attualizzazione è il costo dell'equity (K_E).

Dalla formulazione analitica del DCF, dunque, si comprende come le due variabili a base dell'equazione del valore si traducono nei flussi di cassa prospettici attesi (i rendimenti degli impieghi) e nel tasso di attualizzazione che esprime il costo del capitale (il costo delle fonti).

La metodologia del DCF è molto diffusa in sede di valutazione d'azienda, di rami d'azienda e di investimenti, avendo tra altri il pregio di analizzare analiticamente le dinamiche di formazione delle variabili in gioco.

In sede di valutazione gli analisti sono anche soliti far ricorso, in luogo del DCF o in aggiunta ad esso, all'*Economic Value Added* (EVA)⁶⁹³ che meglio consente di evidenziare i *value driver*⁶⁹⁴.

⁶⁸⁹ Per la disamina delle metodologie di stima del valore tra gli altri: G.Zanda, M.Lacchini, T.Onesti, La valutazione delle aziende, 5^a ed., Giappichelli, Torino, 2005; L.Guatri, M.Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2005; M.Galeotti, La valutazione strategica nell'ipotesi di cessione dell'azienda, Giuffrè, Milano, 1995; A.Damodaran, Manuale di valutazione finanziaria, McGraw-Hill, Milano, 1996; A. Damodaran, Valutazione delle aziende, Apogeo, Milano, 2002; T.Copeland, T.Koller, J.Murrin, Il valore dell'impresa, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002; M.Massari, L.Zanetti, Valutazione, 2^a ed., McGraw-Hill, Milano, 2008; S.B.Martini, L.Cinquini, G.Di Stefano, M.Galeotti, Introduzione alla valutazione del capitale economico, Franco Angeli, 2000.

⁶⁹⁰ Cfr. G.Brugger, Le decisioni finanziarie, in Trattato di finanza aziendale, a cura di G.Pivato, F.Angeli, Milano, 1983, pagg. 846-847.

⁶⁹¹ Il Terminal Value è pari a: $TV = \frac{FC_{t_n} \cdot (1+g)}{(K-g)}$ dove g indica il tasso di crescita.

⁶⁹² Sono i flussi di cassa disponibili per l'azienda ed indicano i flussi di cassa generati/assorbiti dalla gestione operativa.

⁶⁹³ G.B.Stewart, La ricerca del valore, Egea, Milano, 1998.

L'EVA è un indicatore del valore che si struttura sul differenziale tra il rendimento del capitale investito nella gestione operativa dell'azienda ed il costo del capitale investito: esprime, dunque, il sovrareddito che l'azienda produce dopo aver remunerato i sottoscrittori di debito e di equity. In termini analitici⁶⁹⁵:

$$EVA = NOPAT - (WACC \cdot CI)$$

Dalla formulazione analitica dell'EVA, dunque, si comprende come le due variabili a base dell'equazione del valore si traducono nel NOPAT (i rendimenti degli impieghi) e nel WACC (il costo delle fonti).

Sulla base degli EVA prospettici attesi, è possibile stimare il valore dell'azienda come segue⁶⁹⁶:

$$W = \left[\sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_{t_n}}{(1+WACC)^n} \right] + CI_{t_1}$$

A ben vedere il valore attuale degli EVA prospettici attesi altro non è che il *Market Value Added* (MVA): esso esprime il valore aggiunto (ovvero sottratto) al capitale iniziale investito. La differenza tra il valore di mercato dell'Equity (*Equity market*

⁶⁹⁴ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, evidenziano come l'EVA sia una metodologia equivalente al DCF. In particolare gli studiosi evidenziano come il DCF sia "[...] molto diffuso nella valutazione di azienda, rami d'azienda e investimenti e ha il pregio di analizzare analiticamente le dinamiche di formazione dei flussi di cassa che sono alla base del processo di valutazione. Tuttavia non è così immediato nell'individuare i c.d. value driver, pertanto può essere ripensato in modo da renderlo più chiaro e trasparente in termini di leve fondamentali da gestire e controllare e quindi per conseguire un risultato positivo. A tal fine può tornare utile riesprimere tale valutazione utilizzando una apparente diversa metodologia: il metodo Economic Value Added. Utilizzando tale approccio, è possibile notare agevolmente che partendo dalla stessa base di dati si arriva a un identico risultato finale, dimostrando così che DFCF e EVA sono due chiavi di lettura tra loro intimamente correlate [...] E' opportuno ricorrere che l'equivalenza [tra DCF ed EVA] si fonda anche sul fatto che il flusso di cassa residuo e il reddito operativo netto residuo utilizzato dai due metodi per calcolare il valore terminale sono identici. Tale ipotesi è corretta se si considera che il valore terminale deve essere calcolato proprio in corrispondenza del momento in cui l'oggetto della valutazione ha raggiunto una condizione di steady state, ossia in cui il capitale circolante netto si è stabilizzato e gli investimenti di sostituzione equivalgono agli ammortamenti", in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pagg. 60-62.

⁶⁹⁵ Dove: $NOPAT_t$ è il *Net Operating Profit After Taxes* al tempo t, ovvero il reddito operativo al netto delle imposte sulla gestione operativa ed esprime la redditività della gestione operativa dell'azienda a quel dato tempo; WACC è il costo medio ponderato del capitale; CI_{t-1} indica il capitale investito nella gestione operativa al tempo immediatamente precedente (t-1). Se si considera il rendimento del capitale

investito (r), pari al rapporto tra NOPAT e CI_{t-1} $\left(r = \frac{NOPAT_t}{CI_{t-1}} \right)$, allora l'EVA è pari a

$$EVA = (r - WACC) \cdot CI_{t-1}$$

⁶⁹⁶ In questo caso il Terminal Value è pari a: $TV = \left[\frac{NOPAT_{t_n} \cdot (1+g)}{(WACC-g)} \right] - CI_{t_n}$ dove g indica il tasso di

crescita. Si noti che così operando ci si pone in ottica *Asset Side* per cui il valore stimato è l'*Enterprise value*. Per ottenere l'*Equity value* (in ottica *Equity Side*), si rende necessario sottrarre dall'*Enterprise value* la posizione finanziaria netta.

value) ed il suo valore contabile (*Equity book value*) è funzione del *Market Value Added* pari al valore attuale degli EVA prospettici attesi⁶⁹⁷. In termini analitici⁶⁹⁸:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_{t_n}}{(1+WACC)^n}$$

Alcuni studiosi⁶⁹⁹ ritenendo l'EVA un indicatore di estrema sintesi che non consente pienamente il controllo dei *value driver*, ritengono opportuno di far riferimento al *Market Value Added* (MVA) espresso non tanto in termini di attualizzazione degli EVA prospettici attesi, ma in funzione di alcuni indicatori chiave di carattere gestionale. In tal senso è possibile esprimere l'MVA, calcolato in termini di rendita perpetua, come segue:

$$MVA = \left[\frac{Ricavi_t \cdot (1+g)}{WACC - g} \right] \cdot \left[OP - WACC \cdot \left(\frac{CR}{(1+g)} \right) \right]$$

dove *g* indica il tasso di crescita, *OP* esprime la marginalità sui ricavi ed è pari a *NOPTA/Ricavi* ed indica quanta parte dei Ricavi si traduce in NOPAT; *CR* esprime l'assorbimento di capitale ed è pari a *CI/Ricavi* ed indica quanta parte dei ricavi si traduce in capitale investito. Pertanto mentre il primo termine indica la crescita dell'azienda in termini di ricavi, il secondo membro esprime quanto della crescita dei ricavi si traduce effettivamente in MVA⁷⁰⁰. In altri termini il secondo membro indica quanta parte della redditività marginale è assorbita dal costo del capitale, ovvero quanta parte, in termini percentuali, dei ricavi si traduce effettivamente in incremento del MVA. Si ha, dunque, creazione di valore (MVA positivo) se la crescita dei ricavi

⁶⁹⁷ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, evidenziano come “[...] l'EVA è un indicatore di estrema sintesi e di non immediata fruibilità per esempio in un sistema di pianificazione, guida e controllo e/o in un sistema di incentivazione. Per tale motivo è necessario tradurlo in un sistema di indicatori in ragione dei quali guidare e misurare i risultati aziendali e di conseguenza definire obiettivi e incentivi per il management [...] Il valore attuale netto degli EVA futuri altro non è che il Market Value Added (MVA) che rappresenta il valore aggiunto (o tolto) dal management rispetto al capitale investito inizialmente dato in dotazione al management [...] la differenza fra il valore di mercato dell'entità (*Equity market value*) e il valore di libro della stessa (*Equity book value*) è funzione del Market Value Added”, in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pagg. 62-63.

⁶⁹⁸ La formula applicativa è dunque la seguente:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{NOPAT_t - WACC \cdot CI_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\left[\frac{NOPAT_{t_n} \cdot (1+g)}{WACC - g} \right] - CI_{t_n}}{(1+WACC)^n}$$

⁶⁹⁹ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pagg. 62-64.

⁷⁰⁰ In tal senso: *OP* indica quanta parte dei ricavi, in termini percentuali, si traduce in NOPAT e, dunque, esprime la redditività marginale; *CR* indica quanta parte, in termini percentuali, dei ricavi si traduce in capitale investito che moltiplicato per il WACC esprime complessivamente il costo delle fonti.

(espressa da g) si traduce in una redditività marginale dei ricavi rispetto ai costi (OP) maggiore del costo del capitale investito ($CR \cdot WACC$)⁷⁰¹.

Così operando è possibile individuare i parametri, a loro volta scomponibili, che incidono in via diretta ed immediata sulla crescita dell'azienda: il tasso di crescita (g), il costo del capitale ($WACC$), la marginalità sui ricavi (OP), l'assorbimento di capitale (CR). A ben vedere tali parametri sintetizzano le tre dimensioni fondamentali: la dimensione economica, per il tramite di g ed OP ; la dimensione finanziaria, per il tramite del $WACC$ e di CR ; la dimensione patrimoniale, per il tramite di CR ⁷⁰².

Pertanto è possibile esprimere il MVA, in luogo dell'attualizzazione degli EVA prospettici attesi, come segue⁷⁰³:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \left[\frac{Ricavi_t}{(1+WACC)^t} \cdot (OP_t - WACC \cdot CR_t) \right] + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

L'analisi dell'equazioni del valore – così come operativamente formalizzata mediante DCF, EVA, MVA – pone in evidenza come le scelte inerenti l'indebitamento incidano sul valore dell'azienda: esse, infatti, hanno effetti sul costo del capitale, sulla entità dei capitali attratti (di debito e di equity) e sui vincoli finanziari imposti dai sottoscrittori di capitale⁷⁰⁴.

L'indebitamento incide sulle due variabili a base del valore: da un lato ha effetti diretti sul costo del capitale d'azienda e, dall'altro, ha effetti indiretti sul rendimento atteso dagli investimenti aziendali.

⁷⁰¹ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinzia, Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pagg. 62-64.

⁷⁰² M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinzia, con riferimento al Market Value Added evidenziano come sia utile “[...] esprimere tale valore non tanto come attualizzazione degli EVA futuri rispetto al periodo di osservazione, ma come funzione di alcuni indicatori chiave di maggiore fruibilità ed immediatezza gestionale [...] Tale esercizio consente pertanto di individuare quattro misure chiave che hanno un impatto diretto e immediato sulla crescita sostenibile dell'azienda, ossia:

- g = tasso di crescita;
- $WACC$ = costo medio ponderato del capitale;
- OP = marginalità delle vendite, ossia $NOPAT / Vendite$;
- CR = assorbimento di capitale, ossia $CI / Vendite$.

E a ben vedere tale risultato non deve in alcun modo sorprendere dato che tali parametri sintetizzano le tre dimensioni aziendali fondamentali, ossia:

- la dimensione economica, tramite g e OP ,
- la dimensione finanziaria, per mezzo di $Wacc$ e CR ,
- la dimensione patrimoniale, per via di CR .

Ovviamente tali indicatori possono essere scomposti in ulteriori indici e quozienti [...], in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pagg. 63-64.

⁷⁰³ In questo caso il Terminal Value è calcolato come segue: $TV = \frac{Ricavi_{t_n}}{(WACC - g)} \cdot [OP_{t_n} \cdot (1 + g) - CR_{t_n} \cdot (WACC - g)]$

⁷⁰⁴ La ricerca condotta da M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinzia, con riferimento al mercato italiano, ha evidenziato come “Ben l'87% delle società del campione ritiene che le scelte di struttura finanziaria siano uno strumento per creare valore e ne sono particolarmente convinte le blue chips (94%) e le società aventi un rating (100% sia le società con rating superiore che inferiore a BBB)”, in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 80.

L'incidenza diretta dell'indebitamento sul costo del capitale è funzione dei suoi effetti sul rischio dell'azienda; l'incidenza indiretta dell'indebitamento sul rendimento atteso dagli investimenti aziendali è funzione di due principali ordini di considerazione.

In primo luogo, il livello di indebitamento incide di fatto sulla capacità dell'azienda di attrarre capitali: in senso negativo, determina la contrazione dell'entità dei capitali attratti con conseguente riduzione delle risorse finanziarie da investire nelle attività aziendali e, dunque, contrazione della politica degli investimenti; in senso positivo, determina l'espansione dell'entità dei capitali attratti con conseguente incremento delle risorse finanziarie da investire nelle attività aziendali e, dunque, espansione della politica degli investimenti.

In secondo luogo, l'indebitamento sovente si accompagna a vincoli finanziari imposti dai sottoscrittori di capitale. Detti vincoli, oltre a condizionare le scelte circa gli investimenti da porre in essere, possono ridurre la flessibilità finanziaria dell'azienda con conseguente non stabilizzazione delle fonti rispetto agli impieghi e della eventuale impossibilità di cogliere opportunità di investimento⁷⁰⁵.

L'indebitamento, dunque, incidendo sull'entità dei capitali attratti e sui vincoli finanziari, di fatto, vincola le politiche di investimento con conseguenti effetti sul rendimento atteso delle attività aziendali.

Il ragionamento proposto porta a due considerazioni. La prima: la politica degli investimenti non può essere considerata indipendente dalle scelte inerenti la struttura finanziaria e quindi dalle modalità attraverso cui sono reperiti e remunerati i capitali, di rischio e di debito, necessari alla realizzazione degli investimenti aziendali⁷⁰⁶. In tal senso le scelte di struttura finanziaria hanno la finalità di definire la migliore combinazione equity-debito in vista del finanziamento degli investimenti aziendali in un'ottica sostenibile di lungo periodo all'interno di una relazione fonti-impieghi che ha natura sistemica e dinamica.

La seconda: le scelte inerenti la struttura finanziaria, in vista della creazione del valore, devono essere volte, da un lato, a minimizzare il costo del capitale e, dall'altro, a

⁷⁰⁵ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia evidenziano come “[...] le scelte di struttura finanziaria consentirebbero di creare autonomamente valore attraverso la riduzione del costo delle fonti (WACC), ma il maggior contributo in realtà consisterebbe nel poter scongiurare vincoli finanziari tali da mettere a repentaglio la realizzazione di investimenti profittevoli rendendo quindi tali scelte ancillari a quelle di investimento”, in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 80.

⁷⁰⁶ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, evidenziano come “L’influenza della politica degli investimenti sulla creazione del valore è quindi assolutamente diretta [...] E’ tuttavia opportuno far presente che un investimento, oltre a creare valore, deve garantire una crescita sostenibile dato che l’assorbimento di capitale prodotto deve essere non solo ripagato in termini di costo del capitale ma anche sostenibile quanto a entità dello stesso e quindi dei mezzi finanziari da reperire. In particolare [...] nelle aziende fortemente indebitate la politica degli investimenti può subire una serie di condizionamenti dato che si enfatizzano i conflitti di interesse fra i terzi finanziatori e gli azionisti [...] Il timore di incorrere in vincoli finanziari alla crescita e quindi il rischio di non poter dar corso a investimenti profittevoli può indurre le aziende a sub-ottimizzare la struttura finanziaria evitando di far ricorso massicciamente all’indebitamento pur di garantire la necessaria flessibilità finanziaria oppure può spingere l’azienda ad accumulare riserve di liquidità per assicurarsi la possibilità di dar corso agli investimenti senza subire particolari vincoli finanziari. Appare quindi evidente che la politica degli investimenti non può risultare certo avulsa dalle politiche del passivo e quindi dalle modalità con cui sono reperiti e remunerati i capitali di debito e di rischio”, in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pagg. 65-66.

massimizzare l'entità dei capitali attratti riducendo i vincoli e garantendo flessibilità finanziaria⁷⁰⁷.

Pertanto se è vero che la politica degli investimenti ha ruolo primario nel processo di creazione del valore, è altrettanto vero che le scelte di struttura finanziaria, pur assumendo ruolo ancillare rispetto alla politica degli investimenti, non sono meno importanti all'interno di detto processo. Si rende, dunque, necessaria la manovra combinata delle politiche degli investimenti e delle scelte di struttura finanziaria che devono essere intese come leve integrate del valore⁷⁰⁸. E' in tal senso, dunque, che le decisioni inerenti la struttura finanziaria, accanto alle politiche dei dividendi, definiscono quella che potremmo definire "*strategia delle fonti*".

Ma se la politica degli investimenti non può essere intesa avulsa dalle scelte di struttura finanziaria, esistendo tra queste una relazione dinamica bidirezionale, allora si rende necessaria l'analisi integrata, in ottica sistemica e dinamica, delle decisioni di investimento e delle scelte di struttura finanziaria: decisioni prese sull'uno aspetto, infatti, nel generare effetti positivi su di esso potrebbero nel contempo generare effetti negativi sull'altro con conseguenti ricadute, positive e negative, sul valore. In particolare si rende necessario comprendere sino a che punto l'ottimizzazione degli investimenti può condurre alla sub-ottimizzazione della struttura finanziaria e viceversa⁷⁰⁹.

⁷⁰⁷ Ragionamento simile è proposto da M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, i quali evidenziano come "*La politica di struttura finanziaria ha come finalità la definizione del mix ottimale in termini di rischio-costi di risorse finanziarie necessarie a finanziare il capitale investito nell'azienda in un'ottica di crescita sostenibile. Mentre l'entità delle fonti è funzione della dimensione del capitale investito e quindi una riduzione del fabbisogno complessivo origina dalla capacità di contrarre il capitale investito stesso, le scelte in merito alla composizione delle fonti devono essere improntate a una dubbia considerazione:*

- *minimizzazione del costo delle fonti [...]*
- *minimizzazione del rischio di liquidità connesso alle fonti ossia del rischio che l'azienda non sia in grado di rispettare gli impegni di pagamento a causa delle difficoltà di reperire fonti.*

Le scelte di struttura finanziaria non appaiono quindi votate a un mero contenimento del costo delle fonti e quindi alla creazione di valore attraverso la riduzione ai minimi termini del WACC, dato che questo potrebbe configurare una crescita sostenibile. Infatti, un'acritica minimizzazione del WACC potrebbe portare a privilegiare fonti meno costose, ma contemporaneamente più facilmente revocabili aumentando il rischio liquidità cui sarebbe esposta l'entità. Inoltre tali fonti di norma sono quelle più facilmente attivabili e qualora pienamente attinte, riducono la riserva di elasticità dell'azienda che a fronte dell'emergere di progetti d'investimento attrattivi si troverebbe nell'impossibilità di reperire tempestivamente le risorse finanziarie necessarie a condurre in porto l'investimento stesso", in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 66.

⁷⁰⁸ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, evidenziano come "*In sede di manovra integrata delle leve di creazione del valore, la politica degli investimenti dovrebbe svolgere un ruolo primario nella creazione di valore, mentre le politiche del passivo assumerebbero un ruolo ancillare a quelle dell'attivo, ma non per questo meno importante proprio perché finalizzate a garantire la sostenibilità della crescita*". Questa conclusione è confermata dal loro studio sul mercato italiano laddove affermano "*Dall'esame del contesto italiano emerge quindi con chiarezza che i CFO delle principali aziende quotate ascrivono alla politica degli investimenti un ruolo leader nella creazione del valore, riconoscendo altresì alle politiche del passivo un'autonoma capacità di creare valore purchè non a discapito della maggior efficacia della politica degli investimenti e possibilmente a supporto di quest'ultima, come nel caso delle scelte di struttura finanziaria*", in Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano, 2011, pag. 78 e pag. 81.

⁷⁰⁹ M.Dalocchio, D.Tzivelis, M.A.Vinizia, dopo aver evidenziato come "*[...] la politica di struttura finanziaria non può risultare avulsa dalle politiche dell'attivo e quindi dalla necessità di garantire la indispensabile flessibilità finanziaria atta a consentire un'efficace politica degli investimenti*"

In termini più generali, pertanto, è possibile affermare che in condizioni di risorse limitate⁷¹⁰, la struttura finanziaria dell'azienda di fatto incide sulla strategia⁷¹¹: questa non è solo il frutto del combinarsi sistemico e dinamico tra caratteristiche strutturali dell'azienda e fattori critici di successo espressi dal mercato, ma anche delle effettive risorse disponibili e dei vincoli esistenti che di fatto condizionano le scelte di investimento⁷¹². Solo in ipotesi di risorse illimitate, infatti, le decisioni strategiche sono

sottolineano come *“La manovra integrata delle politiche dell'attivo e del passivo appare fin da subito un tema di grande rilevanza e [...] si dovrà approfondire dove e fino a che livello l'ottimizzazione della prima può condurre alla sub-ottimizzazione della seconda e viceversa”*, in *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano, 2011, pagg. 65-66.

⁷¹⁰ P.Capaldo evidenzia come *“Il capitale come ogni altro fattore produttivo ha un suo costo, diretto o indiretto, che – ovviamente – non può essere trascurato nell'esprimere i giudizi di convenienza su cui dovranno essere fondati dati programmi. Inoltre, a differenza di quanto accade per gli altri fattori produttivi, il capitale presenta peculiarità o meglio difficoltà di reperimento e di vincolo al sistema aziendale che ugualmente non possono essere trascurate per un'accurata programmazione”*, in *Capitale proprio e capitale di credito*, Giuffrè, Milano, 1967, pag. 16. Tra gli altri: G.Donaldson, *Strategia d'impresa e parametri economici-finanziari di controllo*, Guerini e Associati, Milano, 1990; M.Reboa, *Strategie economico-finanziarie: parametri e modelli di valutazione*, Egea, Milano, 1989; G.Brunetti, *Il governo delle risorse finanziarie: il modello dello sviluppo sostenibile*, in *Rivista di Banche e Banchieri*, ottobre, 1983.

⁷¹¹ U.Bertini evidenzia come *“[...] il danaro non ha alcuna partecipazione – diretta o indiretta – al processo produttivo. Esso non solo non si trasferisce nel prodotto, ma neppure ne agevola la formazione tecnica. La sua funzione si presenta anzi quasi estranea al sistema della produzione che vede nei materiali, negli impianti e nel lavoro umano le sue componenti fondamentali. Ciò nonostante il ruolo che il danaro svolge è di tale importanza ed ampiezza da rendere praticamente inattuabile senza di esso qualsiasi disegno produttivo. Ogni manifestazione della vita aziendale è infatti legata ad un processo erogativo di danaro che coinvolge tutto il sistema e senza il quale l'azienda non potrebbe esistere. [...] Nella sincronizzazione delle due correnti, che definiscono rispettivamente l'afflusso e il deflusso dei mezzi monetari, vanno ricercate le condizioni che sovrintendono all'equilibrio del sottosistema del denaro. Il denaro deve infatti scorrere con regolarità all'interno dell'azienda affluendo sempre alla portata e velocità richieste dal processo produttivo; senza scarseggiare ma neanche abbondare. L'eccesso di liquidità si presenta infatti dannoso al pari della liquidità [...] Ruotando intorno al processo produttivo senza possibilità alcuna di penetrare al suo interno, ma determinando le condizioni del suo sviluppo, il denaro finisce per costituire l'elemento lubrificante del sistema della produzione [...] La maggiore o minore fluidità del sottosistema danaro finisce infatti per influire sulle condizioni che regolano lo sviluppo dell'azienda, sia nei suoi aspetti tecnici che economici. [...] Per lo stretto vincolo che lega gli andamenti tecnici e quelli finanziari e per il comune riferimento di questi alla vita economica dell'azienda, il sottosistema del danaro finisce dunque per avere il ruolo centrale non soltanto rispetto al processo produttivo ma anche nei confronti del sistema d'azienda nella sua totalità”*, in *Il sistema d'azienda – schema di analisi*, 1976, ed. Giappichelli Editore, Torino, 1990, pagg. 74-79.

⁷¹² G.Eminente evidenzia come *“[...] L'attuazione delle strategie avviene allorché due fondamentali ingredienti siano portati ad un livello adeguato rispetto ai nuovi piani stabiliti: si tratta di ciò che nello schema concettuale strategico generale, figura come risorse e capacità dell'azienda e che, in termini più specifici, si individua nelle risorse finanziarie e nelle capacità degli uomini. Già in fase di formulazione delle strategie, nel confrontare le alternative di azioni possibili (dovute al confronto fra opportunità offerte e rischi opposti dall'ambiente esterno da una parte e risorse e capacità interne, dall'altra) sarà emerso in primo luogo il fabbisogno occorrente a far fronte agli investimenti; in sede di programmazione strategica gli esborsi connessi agli investimenti ed i ricavi previsti saranno collocati nel tempo in modo da configurare un flusso di uscite e di entrate ed evidenziare per differenza quale sia il fabbisogno finanziario [...]”*, in *Pianificazione e gestione strategica dell'impresa*, Il Mulino, Bologna, 1986, pag. 269. P.Capaldo evidenzia come *“[...] pur potendo scegliere, per solito, tra una gamma di forme di finanziamento relativamente ampia, non sempre l'impresa riesce a reperire in adeguate quantità e qualità i mezzi occorrenti per finanziare convenientemente i suoi processi produttivi; non sempre, cioè,*

indipendenti dalla struttura finanziaria risultando il frutto del combinato interagire tra azienda e mercato⁷¹³.

riesce ad attrarre a sé, nella misura necessaria, capitale disposto a vincolarsi ad essa a condizioni convenienti, ossia a condizioni compatibili con i suoi progettati svolgimenti operativi. [...] in queste circostanze occorre modificare i già divisati processi produttivi, in guisa che la loro attuazione comporti, tra l'altro, un fabbisogno finanziario avente entità e caratteri tali da poter essere convenientemente coperto, attingendo – nelle opportune proporzioni – a quelle fonti a cui l'impresa, in concreto, può far ricorso. [...] Non di rado i processi produttivi vengono rimaneggiati in guisa che le complessive occorrenze di capitale non subiscano sostanziali variazioni; vengono fatti variare, invece, più o meno profondamente i rischi cui l'impresa si espone. Dal che, ovviamente, scaturisce una variazione del sistema di preferenze dell'impresa in rapporto alle diverse forme di finanziamento, per cui può divenire conveniente negoziare capitali a condizioni tali che nell'originario atteggiarsi del rischio d'impresa sarebbero state inaccettabili o comunque molto inopportune. In altre parole, per aderire alle condizioni del mercato finanziario, i processi produttivi in essere o in programma, possono essere modificati, per quanto è possibile, in modo da «agire» – secondo i casi – sulla «quantità» e/o sulla «qualità» delle occorrenze di capitale [...]» e poi aggiunge “[...] Alla formazione dei programmi [...] si perviene, infatti, di solito, attraverso successive approssimazioni che costituiscono altrettanti stadi del processo di armonizzazione tra condizioni interne d'azienda (in senso lato) e condizioni d'ambiente. Approssimazioni che possono essere ricondotte sostanzialmente a due: nella prima vengono tracciate – sul fondamento di molteplici ipotesi riguardanti tra l'altro il costo e le altre condizioni di vincolo dei mezzi finanziari – le linee dei più convenienti svolgimenti operativi futuri; nella seconda, sulla base delle svariate conoscenze ottenute dalla formulazione dello «schema» di programma di cui alla prima approssimazione – conoscenze, concernenti, tra l'altro, l'entità e la dinamica del fabbisogno finanziario, taluni aspetti del rischio d'impresa, ecc. – s'indaga intorno alla correttezza delle ipotesi formulate, relativamente alle condizioni di vincolo del capitale, cioè s'indaga intorno alla possibilità di finanziare convenientemente il programma. Ove questa possibilità non sussista, occorre modificare opportunamente l'iniziale «schema» di programma, o addirittura rinunciare alle iniziative prospettate [...]”, in Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa, Giuffrè, Milano, 1967, pagg. 2-15-16. Con riferimento alla stretta relazione intercorrente tra i piani di investimento, e quindi gli impieghi, e le fonti di finanziamento E.Giannessi evidenzia come “[...] La deficienza finanziaria da qualsiasi causa possa essere provocata, influisce sempre in maniera negativa sugli andamenti economici pregiudicando le possibilità formative del reddito. L'incaglio finanziario, allorché sopravviene, polarizza l'attenzione degli amministratori facendo passare in secondo piano i problemi economici, ai quali è legata l'esistenza dell'azienda. Tale situazione, inoltre, pone gli amministratori in condizioni di disagio nella stipulazione dei contratti di acquisto, nella negoziazione delle vendite, nell'approvvigionamento dei mezzi finanziari, nel rinnovamento degli impianti e delle strutture meccanizzate [...]”, in L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione, Corsi, Pisa, 1969, pagg. 17-18-30. P.Galbiati evidenzia come “[...] L'esigenza di impegnare risorse ed energie aziendali in un processo di pianificazione finanziaria nasce dalla complessità delle attività e dalla interrelazione delle decisioni aziendali che hanno un impatto economico-finanziario. Le decisioni di investimento e di finanziamento, così come le scelte inerenti la gestione corrente, interagiscono continuamente e non dovrebbero essere adottate indipendentemente le une dalle altre per pervenire al risultato migliore [...]. Per quanto riguarda il profilo economico, è chiaro ad esempio come le decisioni di finanziamento, influenzando il costo del capitale, possono modificare la valutazione delle opportunità di investimento che l'azienda ha davanti a sé”, in La struttura finanziaria delle imprese, Egea, Milano, 1999, pag. 121. U.Bertini evidenzia come “Le politiche di finanziamento sono rappresentate da quegli atti di governo che mirano ad assicurare il fabbisogno finanziario necessario per effettuare gli investimenti. Sono perciò complementari alle politiche di investimento. Anche esse hanno effetto a lungo termine sulla combinazione produttiva”, in Scritti di politica aziendale, 3^a ed., Giappichelli, Torino, 1995, pag. 56.

⁷¹³ E' certamente vero che ottime strategie di investimento generano ricchezza in misura maggiore rispetto ad ottime strategia di finanziamento; è pur vero, tuttavia, che in contesti di risorse limitate senza le seconde non si possono avere le prime. R.A.Brealey, S.C.Myers evidenziano come “[...] si può guadagnare molto più danaro attraverso decisioni di investimento corrette piuttosto che mediante

Considerazioni conclusive

La finanza oggi riveste, a pieno titolo, ruolo centrale nel governo strategico dell'azienda. Essa, infatti, interagendo con le altre funzioni aziendali, si compenetra nei processi decisionali e condiziona il sistema delle strategie. Le sue logiche investono, tanto a livello tecnico che politico, il sistema delle operazioni aziendali. Ogni decisione, avente carattere sia strategico che operativo, ha implicazioni finanziarie che per natura attengono alla sua dimensione. E' in tal senso, dunque, che la finanza trova piena e legittima collocazione nel governo strategico dell'azienda. E' qui, infatti, che le sue tematiche sono affrontate secondo logica sistemica e con preciso riferimento al governo strategico dell'azienda.

Tra le questioni che la finanza è chiamata ad affrontare nel governo strategico dell'azienda, particolare rilevanza assumono le scelte di indebitamento.

L'indebitamento, ed in termini più generali, la definizione della struttura finanziaria in ragione dei riflessi sul valore dell'azienda, costituisce sin dagli anni '50 tema centrale negli studi economico aziendali.

I primi Studiosi a fornire una elaborazione teorica sistematica sono stati Modigliani e Miller. Prima di allora la teoria tradizionale dominante, sosteneva che a parità di altri fattori, il rapporto tra prezzo delle azioni ed utili non fosse influenzato, se non in misura modesta, da contenuti livelli di indebitamento. Il costo del capitale, pertanto, era supposto costante fino ad un determinato livello di debito ritenuto ragionevole oltre il quale aumentava in ragione dell'incremento del rischio dell'azienda.

La teoria di Modigliani-Miller ha rappresentato una vera rivoluzione rispetto alla teoria tradizionale. I due Studiosi, infatti, sostengono che in un mercato perfetto le scelte inerenti la struttura finanziaria non incidono sul valore dell'azienda: il valore dell'azienda è pari al valore di mercato dei flussi di cassa generati dalle sue attività operative e non dipende dalla struttura finanziaria adottata (*Proposizione I di MM*); la struttura finanziaria non incide sul costo del capitale in quanto il rendimento richiesto sull'equity è funzione lineare del rapporto tra equity e debito (*Proposizione II di MM*).

Le Proposizioni, dunque, rappresentano un punto di rottura con le tesi tradizionali anche quando, in un secondo momento, rimuovendo l'ipotesi di assenza di imposte societarie, Modigliani-Miller affermano che il valore dell'azienda indebitata è superiore al valore dell'azienda non indebitata in ragione della deducibilità degli oneri finanziari sul debito e che il costo dell'equity aumenta al crescere dell'indebitamento ma in misura inferiore rispetto all'ipotesi di assenza di imposte, ed ancora quando Miller, introducendo le imposte sulla persona fisica accanto alle imposte societarie, afferma che è sul mercato che si determina un equilibrio generale in ragione della sua segmentazione in classi di investitori aventi preferenze fiscali differenti.

Il rigore metodologico su cui poggia la teoria di Modigliani-Miller è da sempre riconosciuto dalla comunità scientifica. Le obiezioni si sono pressoché concentrate sulle ipotesi sottostanti ritenute poco aderenti alla realtà. In tal senso basti considerare come tra le principali assunzioni a base delle Proposizioni vi sia la piena efficienza e

decisioni di finanziamento corrette", in Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, Milano, 1993, pag. 441.

trasparenza dei mercati, la razionalità degli investitori e l'esistenza di loro aspettative omogenee circa i rendimenti attesi ed il rischio assunto determinati mediante strumenti lineari, la collocazione dell'azienda in classi di rischio operativo omogenee.

E' sulla base della critica alle ipotesi sottostanti le Proposizioni che nel corso del tempo sono state elaborate diverse teorie.

La teoria del *Trade-off*, ipotizzando mercati non perfetti, evidenzia come il debito si accompagni, oltre che al vantaggio fiscale connesso alla deducibilità degli oneri finanziari, al rischio di dissesto dell'azienda. L'aumento dell'indebitamento, dunque, determina un *trade-off*: da un lato, l'effetto dello scudo fiscale determina incremento del valore dell'azienda; dall'altro, l'incremento della probabilità di *default* in ragione della possibile incapacità dell'azienda a far fronte agli obblighi inerenti il debito, determina innalzamento del rischio e dunque riduzione del suo valore.

La teoria, pertanto, assume la non irrilevanza delle scelte di indebitamento sul valore dell'azienda: il valore dell'azienda indebitata è pari al valore dell'azienda non indebitata a cui deve sommarsi il valore dello scudo fiscale e sottrarsi il valore attuale dei costi del dissesto.

Se da un punto di vista concettuale la teoria, in ragione del *trade-off* tra vantaggi e svantaggi connessi al debito, evidenzia l'esistenza di un livello di indebitamento ottimale, non lo definisce in termini analitici. La teoria, inoltre, consente una interpretazione parziale del comportamento dell'azienda laddove non permette di spiegare perché sovente aziende finanziariamente solide presentano bassi livelli di indebitamento.

La teoria dell'ordine di scelta, *Pecking Order Theory*, partendo proprio da questa ultima osservazione, assume che il livello di indebitamento non sia funzione del rapporto equity-debito obiettivo, ma delle preferenze dell'azienda circa le diverse fonti di finanziamento.

In particolare la teoria evidenzia come l'azienda preferisca l'autofinanziamento, adattando la politica dei dividendi alle esigenze di investimento, e ove si renda necessario accedere a fonti esterne in ragione di un fabbisogno finanziario eccedente le fonti interne, la preferenza ricada da prima sul capitale di debito, di poi sugli strumenti ibridi e solo infine su nuovo equity.

Il livello di indebitamento dell'azienda, dunque, non è determinato in funzione della ricerca del rapporto ottimale equity-debito, ma delle sue necessità cumulate di finanziamento, in ragione delle opportunità di investimento, e della preferenza circa le diverse fonti.

La preferenza per le fonti interne rispetto alle fonti esterne e tra queste del debito sull'equity, trova giustificazione principalmente nella volontà dell'azienda di mantenere flessibilità e completa autonomia rispetto a finanziatori esterni.

Anche se la teoria sembra spiegare perché aziende finanziariamente solide possano essere poco indebitate mentre aziende poco solide possano presentare elevato indebitamento, l'evidenza empirica non sempre mostra lo stretto ordine di scelta individuato. Inoltre la teoria sembra cogliere meno le possibili differenze settoriali nei rapporti di indebitamento delle aziende.

La teoria dell'agenzia, *Agency Cost Theory*, assumendo la separazione tra proprietà e controllo dell'azienda ed ipotizzando differenti funzioni di utilità ed asimmetrie informative, evidenzia come l'indebitamento consenta di ridurre i costi di agenzia.

L'indebitamento, infatti, introduce meccanismi di disciplina del management spingendoli verso un rigore gestionale che consente agli azionisti di massimizzare l'*equity value*. In tal senso l'indebitamento si accompagna alla riduzione dei *costi di agenzia sull'equity* laddove spinge verso la convergenza degli interessi degli azionisti e dei manager.

L'indebitamento, però, ha effetti negativi sulla relazione tra azionisti e creditori con conseguente possibilità di comportamenti opportunistici dei primi a danno dei secondi soprattutto con riferimento alla politica dei dividendi ed alla politica degli investimenti. In tal senso si registrano *costi di agenzia sul debito* in ragione dei costi che l'azienda deve sostenere per l'assunzione di comportamenti cautelativi da parte dei creditori.

La teoria dei costi di agenzia, sembra assumere l'esistenza non di un livello di indebitamento ottimale, ma di tanti livelli di indebitamento ottimali quanti sono gli attori aziendali risultando funzione dell'ottica di osservazione adottata per effetto degli specifici interessi perseguiti.

Il modello del ciclo di vita dell'azienda assume l'esistenza di una relazione tra livello di indebitamento e dimensione dell'azienda. In tal senso le scelte di indebitamento sono funzione del ciclo di sviluppo dell'azienda, in ragione principalmente degli effetti prodotti dal beneficio fiscale, dalla disciplina del debito, dai costi di agenzia, dai costi del dissesto, dalla flessibilità finanziaria e dalle asimmetrie informative.

L'evidenza empirica sembra mostrare come questa relazione non sia chiara nella relativa direzione e come essa non possa essere considerata una determinante del *leverage*, ma come elemento che discrimina i fattori di base in sede di definizione del debito.

Le teorie sviluppate nel corso del tempo sulle scelte di indebitamento, ed in termini più generali sulla relazione tra struttura finanziaria e valore dell'azienda, non sembrano ancora aver dato risposte condivise ed accettate pienamente dalla comunità scientifica. Inoltre tutti i principali filoni di studio sul tema hanno come oggetto l'azienda di grandi dimensioni che opera nei mercati finanziari risultando, dunque, poco se non per nulla applicabili in via diretta all'azienda di medio-piccola dimensione.

Sembrano, dunque, ancora valide le parole di Myers quando afferma: "*Sappiamo molto poco a proposito della struttura finanziaria. Non sappiamo in realtà perché le aziende scelgono il debito, i mezzi propri o tipologie di titoli intermedi [...]. In generale, abbiamo una conoscenza inadeguata del comportamento delle società in materia di scelte finanziarie e di come tali scelte influenzino il rendimento dei titoli [...] sembra presuntuoso suggerire alle aziende una struttura finanziaria ottimale quando siamo ancora così distanti dallo spiegare le decisioni attuali*"⁷¹⁴.

A mio avviso la determinazione del livello di indebitamento, e dunque della sua ottimizzazione in ragione del valore dell'azienda, è questione che va posta da prima in termini strategici, in ordine alla valutazione dell'*opportunità del debito*, mediante analisi sistemica e dinamica dei suoi effetti sul governo strategico dell'azienda e, di poi, in termini tecnici in ordine alla valutazione della *convenienza del debito*, mediante analisi operativa dei suoi effetti sulla dinamica aziendale in vista della determinazione dell'indebitamento ottimale.

⁷¹⁴ S.C.Myers, The capital structure puzzle, in The Revolution in Corporate Finance, ed. by J.M.Stern, D.H.Chew Jr., Blackwell, Cambridge, Mass., 1992, pag. 144.

Tanto l'*opportunità* quanto la *convenienza* del debito devono essere analizzati e determinati in ragione degli effetti che esso produce sia sulla realtà oggettiva dell'azienda, e dunque sull'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario a valere nel tempo, sia sulla percezione soggettiva degli investitori finanziari circa le dinamiche aziendali.

Con riferimento alla realtà oggettiva dell'azienda, il debito ha effetti diretti principalmente sul rischio dell'azienda, sul costo del capitale e sui costi del dissesto.

Il debito incide sul rischio dell'azienda determinando variazione del rischio finanziario. Il maggior ricorso alla leva finanziaria genera vincoli sia gestionali che finanziari: l'obbligo di remunerare il capitale di debito in via antecedente ed indipendentemente dai risultati conseguiti, rende gli oneri finanziari sul debito un costo fisso per l'azienda, con conseguente irrigidimento della struttura dei costi, e genera variabilità dei flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti; il disequilibrio della struttura finanziaria, per eccessivo peso del debito rispetto all'*equity*, determina perdita di flessibilità finanziaria ed incremento della probabilità di dissesto.

In particolare il rischio finanziario che si accompagna all'indebitamento è funzione principalmente dell'entità e della variabilità dei flussi di cassa operativi prospettici attesi. Pertanto quanto maggiore è la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa operativi in ottica prospettica e quanto minore è la relativa variabilità, tanto maggiore è la possibilità di accedere al debito in ragione della sostenibilità dei relativi obblighi.

In tal senso si rende necessario definire, in modo dinamico nel tempo, i limiti entro i quali i flussi di cassa operativi possono variare, in termini di entità e di variabilità, senza compromettere la capacità dell'azienda di sostenere il debito e la flessibilità finanziaria. E' da questa, infatti, che dipende il coordinamento tra le scelte di struttura finanziaria e la politica degli investimenti laddove rende disponibili le risorse necessarie a cogliere, in ogni momento, eventuali opportunità di investimento.

Il debito ha poi effetti diretti sul relativo costo, e dunque sul costo del capitale d'azienda, in ragione della deducibilità degli oneri finanziari che si realizza ove la legislazione di riferimento e l'andamento economico dell'azienda lo consentano. Il valore del beneficio fiscale, stimato mediante procedimento disaggregato, rettifica in senso positivo il valore *unlevered* dell'azienda, mentre stimato mediante procedimento aggregato, rettifica il costo del capitale impiegato in sede di attualizzazione.

L'indebitamento, però, non si accompagna solo al vantaggio connesso al valore dello scudo fiscale, con conseguenti effetti positivi sul valore dell'azienda, ma anche al rischio di *default* con conseguenti effetti negativi su di esso.

La probabilità di dissesto genera costi diretti che l'azienda deve sostenere in sede di risanamento, e costi indiretti che sono di più difficile determinazione e derivano dalle difficoltà gestionali legate alla perdita di fiducia e credibilità degli attori sia interni che esterni all'azienda.

Sebbene tanto i costi diretti quanto i costi indiretti riducono il valore dell'azienda, la maggiore incidenza è ascrivibile ai secondi. Questi derivano principalmente dagli effetti negativi che il dissesto produce sulla fisiologica relazione tra: l'azienda e i clienti, i quali ipotizzando una riduzione della qualità del prodotto offerto, possono determinare una riduzione della domanda; l'azienda e i fornitori, i quali possono imporre condizioni di fornitura più rigide e costose; l'azienda e gli investitori in *equity* e debito, i quali possono rendere più oneroso il ricorso al capitale in termini di entità e costo; l'azienda e i manager, i quali possono lasciare l'azienda con conseguenti effetti negativi sulla

qualità della gestione; l'azienda e gli attori sociali, i quali possono ridurre il loro consenso verso le politiche aziendali con conseguente incremento delle tensioni sociali. Con riferimento alla percezione soggettiva degli investitori finanziari circa le dinamiche aziendali, il debito incide sul rischio "soggettivo".

In finanza il rischio ha specifica connotazione statistica, risultando funzione della variabilità dei risultati attesi come misurata dalla varianza, e si struttura sull'assunto della razionalità degli investitori.

Per l'investitore razionale che detiene un portafoglio diversificato, la decisione di investire in un titolo non è funzione del relativo livello di rischio ma della variazione che questo apporta al rischio e al rendimento complessivo del portafoglio detenuto in ragione delle correlazioni che si generano tra i suoi rendimenti attesi ed i rendimenti attesi degli altri titoli in portafoglio. Il premio per il rischio del titolo riflette, dunque, la variazione marginale che il titolo apporta al rischio sistematico del portafoglio.

Diversificare, pertanto, non significa aumentare semplicemente il numero dei titoli in portafoglio rendendosi necessario selezionare i titoli in modo tale che i relativi rendimenti attesi presentino determinati livelli di correlazione. Gli investitori finanziari, dunque, devono gestire il loro portafoglio mediante adozione di strategie attive e strategie passive.

Con le strategie attive gli investitori, assumendo la non efficienza del mercato, tendono a costruire e gestire in modo dinamico nel tempo il portafoglio in ragione delle loro aspettative. I singoli titoli sono, dunque, individuati in ragione del legame, così come determinato dalle correlazioni tra rendimenti attesi per ogni dato tempo, tra il loro specifico profilo di rischio-rendimento e quello degli altri titoli in portafoglio.

Con le strategie passive, differentemente, gli investitori fanno ricorso ad un fondo indicizzato costruito replicando fedelmente un indice assumendo che questo approssimi il portafoglio di mercato. Queste strategie presentano maggiore semplicità operativa rispetto alle attive la cui complessità è ascrivibile principalmente ad una elevata sensibilità del processo di diversificazione alla stima degli input.

La logica razionale, a base della teoria classica del portafoglio, non sempre trova riscontro nella realtà sovente caratterizzata da comportamenti "irrazionali".

La rilevanza dei comportamenti irrazionali nelle decisioni di investimento si palesa, soprattutto, nella definizione e gestione del rischio. Questo, infatti, sembra strutturarsi, oltre che su una dimensione *oggettiva* così come definita dalla teoria classica del portafoglio, anche su una dimensione *soggettiva* funzione della percezione degli investitori in ragione dei processi cognitivi emotivi semplificati dominati dalle euristiche di ragionamento.

La teoria del portafoglio comportamentale, che da queste riflessioni trae origine, si struttura su una diversa impostazione logico-metodologica rispetto alla teoria classica del portafoglio. La teoria, infatti, assume che in sede di definizione del portafoglio, gli investitori operino le loro scelte in ragione di diversi obiettivi ed aspirazioni. Il portafoglio, pertanto, è costruito su più strati indipendenti all'interno di uno schema piramidale dominato dalla logica del criterio del rischio crescente. La separazione tra gli strati e la relativa indipendenza, rispondendo ad obiettivi e gradi di propensione al rischio differenti, consente agli investitori di operare una diversificazione specifica ed autonoma a livello di ciascuno strato. Il portafoglio, dunque, non si configura come entità unica ma come insieme di più parti tra loro indipendenti.

La comprensione dei comportamenti irrazionali si rende necessaria non già per sostituire i modelli classici, ma per integrarli in vista della migliore comprensione delle dinamiche a base delle scelte operate dagli investitori. Il processo decisionale posto in essere dagli investitori, infatti, sembra dipendere da due logiche che non difficilmente possono, per certi versi, anche sovrapporsi: la prima ha natura razionale e risponde a regole e processi analitici; la seconda ha natura irrazionale e risponde a regole intuitive. E' la combinazione di queste due logiche a base del processo decisionale degli investitori e tra i principali fattori di variabilità dei mercati finanziari soprattutto in contesti di forte incertezza.

A ben vedere è dal dovuto riconoscimento che si deve alla rilevanza delle percezioni degli investitori in sede decisionale che va ricercato quel *rischio soggettivo*, inteso come percezione cognitiva della dinamica degli eventi, da aggiungere al *rischio oggettivo* di matrice analitico-razionale.

In tal senso il rischio soggettivo integra e rettifica, in senso positivo ovvero negativo, il rischio oggettivo che gli investitori finanziari si assumono in sede decisionale.

Il profilo di rischio dell'azienda nei mercati finanziari, dunque, risulta funzione del rischio oggettivo, in ragione della condizione di equilibrio economico-finanziario-patrimoniale dell'azienda a valere nel tempo e delle strategie di portafoglio degli investitori, e del rischio soggettivo in ragione della percezione che gli investitori hanno delle dinamiche aziendali risultando funzione del grado di fiducia che in esse ripongono. Gli investitori, infatti, sono estranei al governo dell'azienda con conseguente non conoscenza diretta e piena delle dinamiche e delle logiche decisionali ed operazionali che le determinano.

Le scelte di indebitamento incidono in via diretta, oltre che sull'equilibrio economico-patrimoniale-finanziario dell'azienda a valere nel tempo, sul rischio soggettivo degli investitori in ragione della percezione che questi hanno circa la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni connessi al debito in ottica prospettica. L'indebitamento, infatti, è percepito dagli investitori come uno dei principali elementi di rischiosità. In tal senso la *signalling theory* attribuisce al debito una funzione "segnaletica" rilevante verso gli investitori circa le dinamiche aziendali in ottica attuale e prospettica. Questo perché il debito presuppone la capacità dell'azienda di sostenerne nel tempo i relativi obblighi. E', dunque, in tal senso che le scelte di indebitamento sono un segnale preciso con il quale il management può caratterizzare l'azienda sul mercato.

Pertanto il *rating* del debito, quale giudizio sintetico sul grado di affidabilità dell'azienda, deve strutturarsi tanto sul rischio oggettivo quanto sul rischio soggettivo.

Dall'analisi degli effetti del debito sulla realtà oggettiva dell'azienda e sulla percezione soggettiva degli investitori finanziari, si comprende come le scelte di indebitamento rientrino a pieno titolo nel governo strategico trovando precisa collocazione nella strategia finanziaria competitiva. Questa è parte del sistema delle strategie aziendali, e deve integrare, in un unico disegno strategico, le esigenze derivanti dalla strategia di portafoglio e dalla strategia competitiva a livello ASA con le esigenze dei mercati finanziari al fine di reperire e trattenere, a condizioni favorevoli, i capitali necessari allo sviluppo dell'azienda. La strategia finanziaria competitiva, dunque, definisce gli obiettivi non solo in termini di assetto finanziario strutturale dell'azienda, ma anche e soprattutto in termini di suo posizionamento nei mercati finanziari in vista dell'acquisizione e del mantenimento di un ruolo competitivo forte.

Pertanto la struttura dei rapporti dell'azienda con il contesto esterno, si arricchisce di una nuova dimensione: accanto al sistema competitivo e al sistema economico-sociale deve aggiungersi il sistema dei mercati finanziari. In tal senso il sistema delle strategie aziendali può essere definito distinguendone: il *fronte esterno*, costituito dalla strategia di business, con la quale l'azienda compete nel mercato reale, dalla strategia finanziaria, con la quale l'azienda compete nel mercato finanziario, dalla strategia sociale, con la quale l'azienda compete per acquisire i consensi e le risorse sociali necessarie al suo sviluppo; il *fronte interno*, volto alla definizione dell'assetto strutturale dell'azienda in termini di governance, struttura organizzativa, sistemi informativi, risorse e competenze.

Le scelte di indebitamento hanno effetti diretti sulla *corporate governance* dell'azienda e dunque sul sistema delle strategie aziendali, sull'architettura organizzativa e sulle logiche gestionali.

La crescente complessità del sistema di relazioni azienda-ambiente, in ragione del dinamismo dell'una e dell'altro, ha imposto l'evoluzione delle modalità di governo dell'azienda. Lo schema concettuale classico – che vede nel capitale di comando e nel rischio economico le due variabili di riferimento per la individuazione dell'interesse prevalente – non sembra essere in grado, oggi, di cogliere la complessità delle dinamiche inerenti il governo dell'azienda. Ciò è tanto più evidente se si considera, da un lato, l'allargamento della base decisionale, dove nelle aziende di grandi dimensioni con separazione tra proprietà e controllo i manager hanno assunto funzioni di governo orientando le decisioni strategiche e, dall'altro, l'ampliamento del complesso dei soggetti i cui interessi sono ritenuti rilevanti in azienda.

In tal senso se si adotta uno schema concettuale aperto ed articolato, è possibile ipotizzare, di fatto, l'influenza diretta dei sottoscrittori di debito sul governo dell'azienda. Sembra, infatti, possibile affermare che quanto maggiore è il peso del debito nella struttura finanziaria, tanto maggiore è la probabilità che gli investitori possano esercitare un'influenza rilevante sul governo strategico dell'azienda, in ragione dei loro specifici interessi, con conseguenti effetti sul sistema delle strategie aziendali, della struttura organizzativa e sulle logiche gestionali.

Le scelte di indebitamento incidono sull'equazione del valore. La determinazione del livello di indebitamento, infatti, oltre a dover essere affrontata in *senso verticale*, con riferimento al rapporto equity-debito, deve essere affrontata in *senso orizzontale*, con riferimento al rapporto tra fonti di finanziamento e impieghi di capitale. La relazione fonti-impieghi di capitale ha natura sistemica e dinamica nel tempo e deve essere gestita, in termini quali-quantitativi, in vista della creazione di valore dell'azienda. In tal senso l'azienda genera valore se il rendimento atteso degli investimenti è superiore rispetto al costo stimato delle fonti.

L'indebitamento ha effetti diretti sul costo del capitale, determinando variazione del profilo di rischio dell'azienda, ed indiretti sul rendimento atteso degli investimenti. Esso, infatti, incide, di fatto, sulla capacità dell'azienda di attrarre capitali determinandone la contrazione ovvero l'espansione con conseguente variazione delle risorse da destinare agli investimenti e, dunque, condizionamento delle relative politiche. Inoltre l'indebitamento si accompagna sovente a vincoli finanziari imposti dai sottoscrittori di capitale i quali, oltre a condizionarne le scelte in tema di politiche degli investimenti, possono ridurre la flessibilità finanziaria dell'azienda.

La politica degli investimenti, pertanto, non può essere considerata indipendentemente dalle scelte inerenti la struttura finanziaria volte, da un lato, alla minimizzazione del costo del capitale e, dall'altro, alla massimizzazione dell'entità dei capitali attratti in condizioni di flessibilità finanziaria.

Pertanto se è vero che la politica degli investimenti ha ruolo primario nel processo di creazione del valore, è altrettanto vero che le scelte di struttura finanziaria, pur assumendo ruolo ancillare, non rivestono importanza secondaria. Entrambe, quindi, sono leve integrate del valore e come tali devono essere gestite in modo combinato.

E' in tal senso che le decisioni inerenti la struttura finanziaria, e dunque le scelte di indebitamento integrate con le politiche dei dividendi, definiscono quella che potremmo definire *strategia delle fonti* all'interno del governo dell'azienda.

E' nella strategia delle fonti, che poi, va ricercato in senso tecnico l'indebitamento ottimale. A ben vedere data la natura sistemica, dinamica ed aperta dell'azienda – e dunque il continuo mutare della combinazione tra strategie delle fonti e politiche degli impieghi in ottica di valore – il livello di indebitamento ottimale non può configurarsi come entità quantitativa determinata staticamente. Esso infatti, per sua stessa natura, è destinato a variare nel tempo e nello spazio. Pertanto ad essere determinato non deve essere il livello di indebitamento ottimale ma il *range di indebitamento ottimale* con la definizione dei limiti entro i quali il debito, pur variando, risulta comunque ottimale in ragione delle dinamiche aziendali.

Bibliografia

- AGLIATI M. (1990), *La misurazione economica nella gestione d'impresa*, Egea, Milano.
- AHARONY J. – SWARY I. (1981), *Quarterly Dividends and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis*, Journal of Finance.
- AIROLDI G. – BRUNETTI G. – CODA V. (1994), *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- AIROLDI G. – AMATORI G. – INVERNIZZI G. (1995), *Proprietà e governo delle aziende italiane*, Egea, Milano.
- AIROLDI G. – FORESTIERI G (1998), *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas Libri, Milano.
- AKERLOF G. (1970), *The market for lemons: quality, uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics.
- ALDERSON M.J. – BEKTER B.L. (1995), *Liquidation costs and capital structure*, Journal of Financial Economics.
- ALTMAN E.I. (1984), *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question*, Journal of Finance.
- AMADUZZI A. (1965), *Ricerche di economia dell'azienda industriale*, Utet, Torino.
- AMADUZZI A. (1986), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, 3^a ed., Utet, Torino.
- AMADUZZI A. (1995), *Studi di economia aziendale*, Edizioni Kappa, Roma.
- AMIETTA P.L. (1995), *Comunicare per apprendere*, FrancoAngeli, Milano.
- ANDREWS K.R. (1971), *The concept of corporate strategy*, Homewood, Irwin.
- ANSOFF H.I. (1968), *Strategia aziendale*, Etas Libri, Milano.
- ANTONELLI V. (2000), *Le relazioni trasversali tra aziende*, Giappichelli, Torino.
- ANTONELLI V. – D'ALESSIO R. – DELL'ATTI V. (2006), *Analisi di bilancio e Basilea 2*, Ipsosa, Milano.
- AZZINI L. (1954), *Investimenti e produttività nelle imprese industriali*, Giuffrè, Milano.
- AZZINI L. (1962), *Le situazioni d'impresa investigate nella dinamica economica delle produzioni*, Vol. I, *Le situazioni patrimoniali*, Giuffrè, Milano.
- BAILEY W. (1988), *Canada's Dual Class Shares: Further Evidence on the Market Value of Cash Dividends*, Journal of Finance.
- BAKER KENT H. – GAIL E. FARRELLY – RICHARD B. EDELMAN (1985), *A Survey of Management Views on Dividend Policy*, Financial Management.
- BANDETTINI A. (1987), *Finanza Aziendale. Le fonti*, Cedam, Padova.
- BAR S. – HUFFMAN Y.&L. (1986), *The Information Content of Dividends: A Signalling Approach*, Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- BARBERIS N. – HUANG M. (2001), *Mental accounting, loss aversion, and individual stock returns*, Journal of Finance, 56.
- BARBERIS N. – SHLEIFER A. – VISHNY R. (1998), *A model of investor sentiment*, Journal of Financial Economics, 49.
- BARCLAY M.J. – SMITH C.W. – WATTS R.L. (1995), *The determinations of corporate leverage and dividend policies*, Journal of applied corporate finance, 4.
- BARUCCI E. – MARSALA C. – NENCINI M. – SGARRA C. (2009), *Ingegneria finanziaria*, Egea, Milano.
- BARAVELLI M. (2003), *Strategia e organizzazione della banca*, Egea, Milano.

- BENARTZI S. (2001), *Excessive extrapolation and the allocation of 401(k) accounts to company stock*, Journal of Finance, 56.
- BERETTA ZANONI A. (2010), *Governo strategico*, Egea, Milano.
- BERGAMIN M. BARBATO (1991), *Programmazione e controllo in un'ottica strategica*, Utet, Torino.
- BERGER A.N. – UDELL G.F. (1998), *The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, in Journal of banking & finance.
- BERK J. – DEMARZO P. (2008), *Finanza aziendale 1*, Pearson, Milano.
- BERK J. – DEMARZO P. (2008), *Finanza Aziendale 2*, Pearson, Milano.
- BERKELAAR A.B. – KOUWENBERG R. – POST T. (2004), *Optimal portfolio choice under loss aversion*, Review of Economics and Statistics, 86.
- BERTINI U. (1969), *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano.
- BERTINI U. (1990), *Il sistema d'azienda. Schemi di analisi*, Giappichelli, Torino.
- BERTINI U. (1993), *Il sistema aziendale delle idee*, in Scritti in onore di Carlo Masini, Egea, Milano.
- BERTINI U. (1993), *Dissesti aziendali e sistemi di controllo interni*, in Studi e note di Economia.
- BERTINI U. (1995), *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino.
- BESTA F. (1920), *La Ragioneria*, Vallardi, Milano.
- BHATTACHARYA S. (1980), *Non dissipative Signalling Structure and Dividend Policy*, Quarterly Journal of Economics.
- BIANCHI MARTINI S. (1993), *Politica finanziaria d'azienda*, Il Borghetto, Pisa.
- BIANCHI MARTINI S. (1996), *La politica dei rischi nel sistema delle decisioni finanziarie d'azienda*, Il Borghetto, Pisa.
- BIANCHI MARTINI S. (2006), *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, Il Borghetto, Pisa.
- BIANCHI MARTINI S. – CINQUINI L. – DI STEFANO G. – GALEOTTI M. (2000), *Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*, Franco Angeli, Milano.
- BIANCHI MARTINI S. – DI STEFANO G. – ROMANO G.P. (2006), *La governance delle società quotate*, Milano, Franco Angeli.
- BIANCHI T. (1975), *La finanza aziendale*, in AA.VV., *Manuale di Amministrazione aziendale*, Isedi, Milano.
- BIANCHI T. (1963), *L'autofinanziamento*, Giuffrè, Milano.
- BLACK A. – WRIGHT P. – BACHMAN J.E. (1999), *La ricerca del valore nelle imprese. Analisi e gestione dei fattori di successo della performance*, Franco Angeli, Milano.
- BLACK R. – SCHOLES M. (1974), *The effects of Dividend Yields and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns*, Journal of Finance Economics.
- BLACK F. (1976), *The Dividend Puzzle*, Journal of Portfolio Management, Estate.
- BLANDINI A. (2004), *Le azioni a voto limitato nella riforma*, Giurisprudenza Commerciale.
- BLOCK S.B. – HIRT G.A. (2007), *Finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- BLUME M. – FRIEND I. (1974), *The Asset Structure of Individual Portfolios and Some Implication for Utility Function*, Journal of Finance.

- BRACCHI G. – MOTTA G. (2000), *Processi aziendali e sistemi informativi*, FrancoAngeli, Milano.
- BRADLEY M. – JARRELL G.A. – KIM E.H. (1984), *On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence*, Journal of Finance.
- BRANDER J.A. – POITEVIN M. (1992), *Managerial compensation and the agency costs of debt finance*, in *Managerial and Decision Economics*.
- BRATTON W.W. (2008), *Corporate Finance: Cases and Materials*, Foundation Press, New York.
- BREALEY R.A. – MYERS S.C. – SANDRI S. (1999), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- BRENNAN M. (1970), *Investor Taxes, Market Valuation and Corporate Finance Policy*, National Tax Journal.
- BRIGHAM E.F. (1985), *Financial management, theory and practice*, The Dryden Press, Chicago.
- BRUGGER G. (1987), *Le decisioni finanziarie*, in Pivato G. (a cura di), *Trattato di Finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- BRUGGER G. (1975), *La funzione finanziaria nell'impresa*, Franco Angeli, Milano.
- BRUNETTI G. (1979), *Il controllo di gestione in condizioni economiche perturbate*, Milano, Franco Angeli.
- BRUNETTI G. (1984), *Evoluzione e recenti tendenze di sviluppo della finanza aziendale*, in IDEA, *L'evoluzione della finanza aziendale*, Clueb, Bologna.
- BRUNETTI G. – BERGAMIN BARBATO M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano.
- BRUNETTI G. – CORBETTA G. (1996), *Alcune condizioni per lo sviluppo delle piccole e medie imprese italiane*, Economia e management.
- BRUNI G. (1991), *Contabilità per l'alta direzione*, Etas, Milano.
- BRUSA L. – ZAMPROGNA L. (1998), *Finanza d'impresa*, Etas, Milano.
- BYLESS M. – CHAPLINSKY S. (1991), *Expectations of security type and the information content of debt and equity offers*, Journal of Financial Intermediation.
- CAFFERATA R. (1988), *Sistemi, ambiente e tecnologia. Come si integrano la continuità e il mutamento dell'impresa*, Giappichelli, Torino.
- CAMPBELL T. – CHAN Y.S. (1992), *Optimal financial contracting with ex post and ex ante observability problems*, Quarterly Journal of Economics.
- CAMUSSONE P.F. (1998), *Il sistema informativo*, Etaslibri, Milano.
- CAPALDO P. (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- CAPALDO P. (1998), *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano.
- CAPIZZI V. (2003), *Costo del capitale e operazioni di investment bank*, Egea, Milano.
- CAPRARA U. (1952), *Liquidità bancaria e controllo dell'inflazione*, in *Rivista Bancaria*, n. 10-11, Milano.
- CAPRIO L. (1989), *Le decisioni di investimento nei mercati dei capitali. I modelli media-varianza*, Utet, Torino.
- CARAMIELLO C. (1959), *Note critiche sul rischio d'impresa*, in *Rivista Italiana di Ragioneria*.
- CARAMIELLO C. (1988), *Ragioneria generale*, Roma, NIS.

- CARAMIELLO C. (1993), *La valutazione dell'azienda. Prime riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano, 1993;
- CARAMIELLO C. – DI LAZZARO F. – FIORI G. (2003), *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione*, Giuffrè, Milano.
- CARLES A. (1990), *Il problema finanziario nell'economia della nuova impresa*, Giappichelli, Torino.
- CARLES A. (1995), *Il vincolo finanziario all'innovazione nelle PMI*, Sinergie.
- CARLOTTI M. (2003), *Tecniche di private equity*, Egea, Milano.
- CASSANDRO P.E. (1950), *L'incidenza dei fattori produttivi a lungo termine sul risultato economico di periodo delle imprese*, Cacucci, Bari.
- CASSANDRO P.E. (1962), *Le aziende. Principi di ragioneria*, Cacucci, Bari.
- CATTANEO M., (1979) *Analisi finanziaria e di bilancio. Teoria e tecnica della concessione del credito*, Etas Libri, Milano.
- CAVALIERI E. – FRANCESCHI FERRARIS R. (2000), *Economia aziendale*, vol. I, Giappichelli, Torino.
- CAVALIERI E. – RANALLI F. (2000), *Economia aziendale*, vol. II, Giappichelli, Torino.
- CAVAZZONI G. (1982), *L'analisi dei dati di bilancio: contributo per l'apprezzamento delle situazioni di impresa*, Copylient, Perugia.
- CECCHERELLI A. (1948), *Economia Aziendale e amministrazione delle imprese*, Barbera, Firenze.
- CECCHERELLI A. (1950), *Economia aziendale*, Barbera, Firenze.
- CECCHERELLI A. (1950), *Il linguaggio dei bilanci, formazione e interpretazione dei bilanci commerciali*, Le Monier, Firenze.
- CESARINI F. (1994), *Dall'azienda protetta all'azienda competitiva: il caso delle banche*, Relazione al Convegno AIDEA, Pescara 23-24 settembre.
- CHANDLER A.D. JR. (1962), *Strategy and structure: chapters in the history of the industrial enterprise*, The MIT Press.
- CHESSA F. (1927), *La nozione economica di rischio*, in *Giornale degli Economisti e Rivista di Statistica*, Milano.
- CHIACCHIERINI C. – PERRONE V. – PERRINI F. (2008), *i-Valuation*, Egea, Milano.
- CHRISTENSEN C.R. – ANDREWS K.R. – BOWER J.L. – HAMERMESH G. – PORTER M.E. (1982), *Business policy: text and cases*, Irwin Homewood.
- CHUNG K.H. (1993), *Asset characteristics and corporate debt policy: an empirical test*, *Journal of business finance & accounting*, 1.
- CIFALINÒ A. (2000), *La quotazione delle imprese*, McGraw-Hill, Milano.
- CODA V. (1967), *Proprietà, lavoro e potere di governo dell'impresa*, Giuffrè, Milano.
- CODA V. (1976), *Aree critiche e rischio del finanziatore*, in *Ricerche Economiche* 1.
- CODA V. (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino.
- CODA V. (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia d'impresa*, Giappichelli, Torino.
- CODA V. – BRUNETTI G. – BERGAMIN BARBATO M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, Etas, Milano.
- COLOMBO G. (1993), *Il governo delle PMI. Problematiche strategiche e sistemi manageriali*, in *Sistema impresa*.
- COMITO V. (2001), *Idee e Capitali*, Isedi, Torino.
- CONCA V. (2005), *Le acquisizioni*, Egea, Milano.

- COOPER M.J. – GULEN H. – RAU R.P. (2005), *Changing names with style: mutual fund name changes and their effects on fund flows*, *Journal of Finance*, 60.
- COOPER M.J. – DIMITROV O. – RAU R.P. (2001), *A rose.com by any other name*, *Journal of Finance*, 56.
- COPELAND T. – KOLLER T. – MURRIN J. (2002), *Il valore dell'impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- CORBETTA G. (1995), *Le sfide strategiche per le piccole e medie imprese italiane*, Università Bocconi, Milano.
- CORMICK CREAMER MC (1987), *Hybrid Corporate Securities: International Legal Aspect*, Sweet & Maxwell, London.
- CORNIANI M. (2000), *Sistema informativo aziendale e dinamiche competitive*, Giappichelli, Torino.
- CORTICELLI R. (1983), *L'obsolescenza degli impianti. Riflessi sulle condizioni di equilibrio delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- CORVI E. (2000), *Comunicazione d'impresa e investor relation*, Egea, Milano.
- CORVI E. – FIOCCA R. (1996), *Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa*, Egea, Milano.
- D'IPPOLITO T. (1946), *La valutazione delle aziende in avviamento*, Giuffrè, Milano.
- D'IPPOLITO T. (1958), *L'azienda. Prime nozioni di economia aziendale e di ragioneria Abbaco*, Palermo.
- DALLOCCCHIO M. – SALVI A. (2004), *Finanza Aziendale*, Egea, Milano.
- DALLOCCCHIO M. – TZIVELIS D. – VINZIA A.A. (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano.
- DAMODARAN A. (1996), *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano.
- DAMODARAN A. (2002), *Valutazione delle aziende*, Apogeo, Milano.
- DAMODARAN A. (2006), *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano.
- DE ANGELO H. – MASULIS D. (1980), *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*, in *Journal of Financial Economics*.
- DE BONDT W.F. – THALER R.H. (1985), *Does the market overreact?*, *Journal of Finance*, 40.
- DE LAURENTIS G. – CASELLI S. (2004), *Miti e verità di Basilea 2. Guida alle decisioni*, Egea.
- DE LONG B.J. – SHLEIFER A. – SUMMERS L.H. – WALDMANN R.J. (1991), *The survival of noise traders in financial markets*, *Journal of Business*, 64.
- DE LUCA P. – FERRI S. (2009), *Le scelte di finanziamento in ottica strategica*, Ipsoa, Milano.
- DE LUCA P. (2007), *Il costo del capitale nella gestione d'azienda*, Ipsoa, Milano.
- DE MINICO L. (1929), *Ordinamento del capitale nelle imprese*, Guf, Napoli.
- DI LAZZARO F. (1994), *La situazione finanziaria aziendale*, Giuffrè, Milano.
- DI STEFANO G. (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà moderna*, Giuffrè, Milano.
- DONALDSON G. (1994), *Corporate Restructuring*, Harvard Business School Press, Boston.
- DONALDSON G. (1961), *Corporate debt capacity – a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*, Harvard University Press, Boston.
- DONNA G. (1992), *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, Giuffrè, Milano.

- DONNA G. (1999), *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma.
- DURANT D. (1952), *The cost of debt and equity funds for business: trends, problems of measurement*, *Conference on research in business finance*, National Bureau of Economic Research, New York.
- EITEMAN D.K. – STONEHILL A.L. (1973), *Multinational business finance*, Addison Wesley.
- ELTON E.J. – GRUBER M.J. – BROWN S.J. – GOETZMANN W.N. (2007), *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano.
- ELTON E.J. – GRUBER M.J. (1984), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, New York, John Wiley & Sons.
- FABRIZI P.L. – FORESTIERI G. – MOTTURA P. (2003), *Gli strumenti e i servizi finanziari*, Egea, Milano.
- FACCHINETTI I. (2000), *Analisi di bilancio*, Il Sole24Ore, Milano.
- FAMA E.F. – BABIAR H. (1968), *Dividend Policy: An Empirical Analysis*, in *Journal of the American Statistical Association*.
- FAMA E.F. – MILLER M.H. (1972), *The Theory of Finance*, Hinsdale, Ill., Dryden Press.
- FAULKNER D. (1995), *International Strategic Alliances*, McGraw-Hill, Londra.
- FERRARA L. (2006), *Finanza e Private Equity*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- FERRERO G. (1966), *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G. (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G. (1980), *Impresa e management*, Milano, Giuffrè.
- FERRERO G. (1981), *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G. – DEZZANI F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G. – DEZZANI F. – PISONI P. – PUDDU L. (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano.
- FERRETTI R. – E. RUBALTELLI E. – RUMIATI R. (2011), *La mente finanziaria*, il Mulino, Bologna.
- FESTINGER L. (1971), *A theory of cognitive dissonance*, California, Stanford University Press.
- FIOCCA R. (1993), *Valore e comunicazione d'impresa: la comunicazione integrata nell'economia dell'impresa*, Egea, Milano.
- FIORI G. – TISCINI R. (2005), *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- FORESTIERI G. (2009), *Corporate & Investment banking*, Egea, Milano.
- FORTUNA F. (2001), *Corporate Governance. Soggetti, Modelli e sistemi*, FrancoAngeli, Milano.
- FORTUNA F. (2005), *Effetti di Basilea 2 sull'economia di banche e imprese*, FrancoAngeli, Milano.
- FULLER R.J. – FARRELL J.L. (1993), *Analisi degli investimenti finanziari*, McGraw-Hill, Milano.
- GAI L. (2008), *Il rating delle PMI. Un approccio metodologico per banche, confidi, e intermediari finanziari*, Franco Angeli.
- GALBIATI P. (1999), *La struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano.
- GALEOTTI M. (1995), *La valutazione strategica nell'ipotesi di cessione dell'azienda*, Giuffrè, Milano.

- GALEOTTI M. (2006), *Governo dell'azienda e indicatori di performance*, Giappichelli, Torino.
- GALEOTTI M. (2007), *La finanza nel governo dell'azienda*, Apogeo, Milano.
- GALEOTTI M. (2008), *Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari*, Aracne, Roma.
- GARZELLA S. (2000), *I confini dell'azienda. Un approccio strategico*, Giuffrè, Milano.
- GARZELLA S. (2005), *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inesprese". Una "visione" strategica per il risanamento*, Giappichelli, Torino.
- GARZELLA S. (2006), *Il governo delle sinergie*, Giappichelli, Torino.
- GATTI G. – BRUNI G. – DI LAZZARO F. – GATTI G. (2001), *Il reporting della performance aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- GERVASONI A. – SATTIN F.L. (2008), *Private equity e venture capital*, Guerini, Milano.
- GIANNESSI E. (1960), *Le aziende di produzione agricole*, Corsi, Pisa.
- GIANNESSI E. (1969), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Colombo Corsi, Pisa.
- GIANNESSI E. (1979), *Appunti di economia aziendale*, Libreria Scientifica Giordano Pellegrini, Pisa.
- GIUNTA F. (2007), *Analisi di bilancio. Riclassificazioni, indici e flussi*, Centro Stampa, Il Prato, Firenze.
- GOLFETTO F. (1993), *Comunicazione e comportamenti comunicativi. Una questione di coerenza per l'impresa*, Egea, Milano.
- GORDON M.J. (1959), *Dividends, Earnings and Stock Prices*, Review of Economics and Statistics.
- GORDON M.J. (1963), *Optimum Investment and Financing Policy*, Journal of Finance.
- GRABLE J.E. – LYTTON R.H. (1991), *Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument*, Financial Services Review, 8.
- GRANT R.M. (1999), *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Il Mulino, Bologna.
- GRAHAM B. – DODD D.L. (1951), *Security analysis. Principles and techniques*, McGraw-Hill, New York.
- GROSSMAN S. – HART O. (1976), *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, Journal of Political Economy.
- GUATRI L. (1982), *Politiche finanziarie nelle aziende industriali*, Giuffrè, Milano.
- GUATRI L. (1991), *La teoria di creazione del valore*, Egea, Milano.
- GUATRI L. – VICARI S. (1994), *Sistemi di impresa e capitalismi a confronto*, Egea, Milano.
- GUATRI L. – BINI M. (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- HAMADA R. (1972), *The effect of the firm's capital structure on the systemic risk of common stocks*, Journal of Finance.
- HARLOW W.V. (1991), *Asset allocation in a downside-risk framework*, Financial Analysts Journal, 47.
- HARRIS M. – RAVIV A. (1990), *Capital structure and the informational role of debt*, Journal of Finance.
- HAUGEN R.A. – SENBET L.W. (1978), *The insignificance of bankruptcy cost to the theory of optimal capital structure*, Journal of Finance.

- HOFER W. – SHENDEL D. (1984), *La formulazione della strategia aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- HOSSAIN T. – MORGAN J. (2006), *Plus shipping and handling: revenue (non) equivalence in field experiments on eBay*, *Advances in Economics Analysis and Policy*, 6.
- HOVAKIMIAM A. – OPLER T. – TITMAN S. (2001), *The debt-equity choice*, *Journal of financial and quantitative analysis*.
- INVERNIZZI G. (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- INVERNIZZI G. (2004), *Strategia e politica aziendale: testi*, McGraw-Hill, Milano.
- INVERNIZZI G. (2008), *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano.
- JENSEN M.C. (1986), *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, *American Economic Review*.
- JENSEN M.C. (1988), *Takeovers: Their Causes and Consequences*, *Journal of Economic Perspectives*.
- JENSEN M.C. (1989), *Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy*, *Journal of Applied Corporate Finance*.
- JENSEN M.C. – MECKLING W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*.
- JENSEN M.C. – SMITH C.W. (1985), *Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory, in Recent advances in corporate finance*, Homewood Ill, Irwin.
- JOHN B. LONG JR. (1978), *The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider*, *Journal of Finance Economics*.
- JOVENITTI P. (1990), *Finanza mobiliare*, Egea, Milano.
- KAHNEMAN D. – TVERSKY A. (1971), *Belief in the law of small numbers*, *Psychological Bulletin*, 76.
- KAHNEMAN D. – TVERSKY A. (1974), *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, *Science*, 185.
- KAHNEMAN D. – TVERSKY A. (1979), *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, *Econometrica*, 47.
- KAHNEMAN D. – TVERSKY A. (1981), *The framing of decisions and the psychology of choice*, *Science*, 211.
- KAHNEMAN D. – TVERSKY A. (1984), *Choice, value, and frames*, *American Psychologist*, 39.
- KAHNEMAN D. – TVERSKY A. (1986), *Rational choice and the framing of decisions*, *Journal of Business*, 59.
- KAPLAN R.S. (1989), *Campeau's acquisition of federated: value destroyed or value added*, *Journal of Financial Economics*.
- KAPLAN R.S. (1998), *How costly is financial no economic distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed*, *Journal of Finance*.
- KAPLAN R.S. – NORTON D.P. (2002), *L'impresa orientata dalla strategia*, Idesi, Torino.
- KAPLAN R.S. – RUBACK R. (1995), *The valuation of cash flow forecast: an empirical analysis*, *Journal of Finance*.

- KENT H. BAKER – FARRELLY G.E. – EDELMAN R.B. (1985), *A Survey of management Views on Dividend Policy*, Financial Management.
- KNIGHT F.K. (1971), *Risk uncertainty and profit*, Chicago University Press, Chicago.
- KIM W.S. – SORENSEN E.H. (1986), *Evidence of the impact of the agency costs of debt on corporate policy*, Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- KOLLER T. – MURRIN J. (2002), *Il valore dell'impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- KORAJCZYK R. – DEBORAH L. – McDONALD R. (1991), *The effect of information releases on the pricing and timing of equity issues*, Review of Financial Studies, 4..
- KOTLER P. – SCOTT W.G. (1993), *Marketing management*, Isedi, Torino.
- A.KUMAR A. – LEE C.M.C. (2006), *Retail investor sentiment and return comovements*, Journal of Finance, 61.
- LAMADINI M. (2001), *Struttura finanziarie e governo nelle società di capitali. Le prospettive di riforma*, Il Mulino, Bologna.
- LAMANDINI M. (2003), *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, Banca Borsa, I.
- LEARNED E.P. – CHRISTENSEN C.R. – ANDREWS K.R. – GUTH W.D. (1965), *Business policy: text and cases*, Irwin, Homewood.
- LELAND H. – PYLE D. (1977), *Information asymmetries, financial structure and financial intermediation*, Journal of Finance.
- LEONE P. – BOIDO C. (2004), *Rischio di credito e credit derivatives. Modelli e strumenti*, Cedam.
- LEVY H. – SARNAT M. (1978), *Capital, investment and financial decisions*, Prentice Hall, London.
- LICHTENSTEIN S. – SLOVIC P. (1971), *Reversals of preference between bids and choices in gambling decisions*, Journal of Experimental Psychology, 89.
- LICHTENSTEIN S. – SLOVIC P. (1973), *Response-induced reversals of preference in gambling: an extended replication in Las Vegas*, Journal of Experimental Psychology, 101.
- LINTNER J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, American Economic Review.
- LINTNER J. (1962), *Dividends, Earnings, Leverage, Stock prices and the supply of capital to the corporation*, Review of Economics and Statistics.
- LINTNER J. (1965), *The Valuation of risk Assets and the Selection of Risk Investment” in Stock Portfolios and Capital Budget*, The Review of Economics and Statistics.
- LITZENBERGER R.H. – RAMASWAMY K. (1979), *The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence*, Journal of Finance Economics.
- LIVATINO M. (2005), *Gli assetti istituzionali delle imprese*, Egea, Milano.
- LUCAS D. – McDONALD R. (1990), *Equity issues and stock price dynamics*, Journal of Finance, 45.
- LUENBERGER D.G. (2006), *Finanza e investimenti*, Apogeo, Milano.
- LUSIGNANI G. (1996), *La gestione dei rischi finanziari nella banca*, Il Mulino.
- MACKAY P. – PHILLIPS G.M. (2005), *How does industry affect firm financial structure?*, Review of Financial Studies.

- MAGLIULO F. (2004), *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova spa*, Ipsoa, Milano.
- MARCHI L. (2006), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- MARCHI L. – PAOLINI A. – QUAGLI A. (2003), *Strumenti di analisi gestionale. Il profilo strategico*, Giappichelli, Torino.
- MARCHI L. – MANCINI D. (1999), *Gestione informatica dei dati*, Franco Angeli, Milano.
- MARKOWITZ H. (1952), *Portfolio Selection*, Journal of Finance.
- MASERA R. (2001), *Il Rischio e le Banche*, Il Sole 24 Ore.
- MASINI C. (1978), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino.
- MASSARI M. (1992), *Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- MASSARI M. (1998), *Finanza Aziendale, Valutazione*, McGraw Hill.
- MASSARI M. – ZANETTI L. (2008), *Valutazione*, McGraw-Hill, Milano.
- MASULIS R. – KORWAR A. (1986), *Seasoned equity offerings: an empirical investigation*, Journal of Financial Economics, 15.
- MAZZOLA P. (2003), *Il piano industriale: progettare e comunicare le strategie d'impresa*, Egea, Milano.
- MELIS G. (2002), *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano.
- MELIS G. (1996), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- MELLA P. (1998), *Indici di bilancio: guida alla procedura per l'analisi e il controllo di gestione aziendale*, Il Sole24Ore.
- METELLI F. (2003), *Basilea 2. Che cosa cambia*, Il Sole 24 ore, Milano.
- MICHELON G. – PARBONETTI A. (2008), *Corporate governance e comunicazione agli stakeholder*, in Convegno Aidea di Napoli 17-18 ottobre, *Corporate Governance: Governo, Controllo e Struttura finanziaria*.
- MIGLIETTA N. (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino.
- MILES J.A.. – EZZELL J.R. (1980), *The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A clarification*, Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- MIKELSON W. – PARTCH M. (1986), *Valuation effects of security offerings and the issuance process*, Journal of Financial Economics.
- MIKKELSON W. – PARTCH M. (1986), *Valuation effects of security offerings and the issuance process*, Journal of Financial Economics, 15.
- MILLER M.H. (1977), *Debt and taxes*, Journal of Finance.
- MILLER M.H. (1988), *The Modigliani-Miller Propositions after thirty years*, Journal of Economic Perspectives.
- MILLER M.H. (1991), *Leverage*, Journal of Applied Corporate Finance.
- MILLER M. – ROCK K. (1985), *Dividend Policy under Asymmetric Information*, Journal of Finance.
- MILLER M.H. – MODIGLIANI F. (1961), *Dividend policy, growth and valuation of shares*, Journal of Business.
- MILLER M.H. – SCHOLES M.S. (1978), *Dividends and taxes*, Journal of Financial Economics.
- MINTZBERG H. (1996), *Ascesa e declino della pianificazione strategica*, Isedi, Torino.

- MISHKIN F.S. – EAKINS S.G. – FORESTIERI G. (2010), *Istituzioni mercati finanziari*, Pearson, Milano.
- MOLLONA E. (1999), *Strategia a livello di area d'affari*, Egea, Milano.
- MODIGLIANI F. (1999), *Avventure di un economista*, Bari, Laterza.
- MODIGLIANI F. – MILLER M.H. (1958), *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*, American Economic Review.
- MODIGLIANI F. – MILLER M.H. (1963), *Corporate income taxes and the cost of capital*, American Economic Review.
- MONTI E. (2009), *Manuale di finanza per l'impresa*, Isedi, Novara.
- MONTI E. – ONADO M. (1989), *Il mercato monetario e finanziario in Italia. Teoria e strumenti*, Il Mulino, Bologna.
- MONTGOMERY C.A. – PORTER M.E. (1993), *Strategia*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- MOSSIN J. (1966), *Equilibrium in a Capital Asset Market*, Econometria.
- MUCELLI A. (1993), *Sistemi informativi integrati per il controllo dei processi aziendali*, Giappichelli, Torino.
- MUSTILLI M. (2009), *Teoria dell'impresa, processi decisionali e governance*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, AIDEA, Il Mulino, Bologna.
- MYERS S.C. (1967), *Taxes, corporate financial policy and the return to investors: comment*, National Tax Journal.
- MYERS S.C. (1974), *Interactions of corporate finance and investment decisions. Implications for capital budgeting*, Journal of Finance.
- MYERS S.C. (1977), *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics.
- MYERS S.C. (1992), *The search for optimal capital structure*, in *The revolution in Corporate Finance*, ed. by Stern J.M., Chew D.H., Blackwell, Cambridge, Mass.
- MYERS S.C. – MAJLUF N. (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have*, Journal of Financial Economics.
- NANNI S. (2006), *Basilea 2. Guida operativa alla nuova normativa finanziaria*, Maggioli Editore, Rimini.
- ODEAN T. (1999), *Do investor trade too much?*, American Economic Review, 89.
- OLIVOTTO L. (1983), *La valutazione economica dell'impresa*, Cedam, Padova.
- ONIDA P. (1951), *Le discipline economico-aziendali. Oggetto e metodo*, Giuffrè, Milano.
- ONIDA P. (1987), *Economia d'azienda*, Utet, Torino.
- ONIDA P. (1975), *Studi di Ragioneria, Organizzazione e Tecnica Economica*, in memoria del Prof. A. Riparbelli, Colombo Corsi Editore, Pisa.
- PAGANELLI O. (1986), *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, Utet, Torino.
- PAGANELLI O. (1990), *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, Utet, Torino.
- PAGANO M. – PANETTA F. – ZINGALES L. (1998), *Who do companies go public? An empirical analysis*, Journal of Finance.
- PALEPU K.G. (1986), *Predicting takeover targets: a methodological and empirical analysis*, Journal of Accounting and Economics.
- PALEPU K.G. (1990), *Consequences of LBO*, Journal of Financial Economics.
- PAOLONI A. (2000), *Il controllo strategico*, Giuffrè, Milano.

- PAOLONI M. – CESARONI F.M. – DEMARTINI P (2003), *La comunicazione economico finanziaria delle piccole imprese*, Franco Angeli, Milano.
- PAOLONE G. – D'AMICO G. – PALOMBO R. (2001), *Le analisi di bilancio*, Cacucci, Bari.
- PARINI P. (1996), *Vantaggio competitivo e controllo strategico*, Giappichelli, Torino.
- PAVARANI E. – TAGLIAVINI G. (2006), *Pianificazione finanziaria. La gestione della solvibilità e del valore*, McGraw-Hill, Milano.
- PAVARANI E. (2006), *L'equilibrio finanziario*, McGraw-Hill, Milano.
- PELLICELLI G. (1981), *Strategia e pianificazione delle imprese*, Giappichelli, Torino.
- PERRINI F. (1998), *Capitale di rischio e mercato per PMI*, Egea, Milano.
- PETTIT R.R. (1972), *Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency*, Journal of Finance.
- PETTIT R.R. (1977), *Taxes, Transactions Costs and the Clientele Effect of Dividends*, Journal of Financial Economics.
- PINARDI M.C. (2003), *Il Mercato dei corporate bond in Italia. Problematiche e prospettive*, Egea, Milano.
- PINEGAR J.M. – Wilbricht L. (1989), *What managers think of capital structure theory: a survey*, Financial Management.
- PIVATO G. (1987), *Trattato di Finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- PODDIGHE F. (2001), *Analisi di bilancio per indici. Aspetti operativi*, Cedam, Padova.
- PORTER M.E. (1987), *Il vantaggio competitivo*, Edizioni di Comunità, Milano.
- PORTER M.E. (1982), *La strategia competitiva. Analisi per le decisioni*, Edizioni della Tipografia Compositori, Bologna.
- POTITO L. (2009), *L'evanescente confine tra debito e capitale netto*, RIREA.
- PRELEC D. – LOEWENSTEIN G. (1998), *Decision making over time and under uncertainty: a common approach*, Management Science, 37.
- PROVENZANO G. (2003), *Finanza aziendale*, Giappichelli. Torino.
- QUAGLI A. (2004), *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, FrancoAngeli, Milano.
- QUINN J.B. (2002), *L'impresa intelligente*, Isedi, Torino.
- RAJAN R.G. (1992), *Insider and outsider: the choice between relationship and arm's length debt*, Journal of Finance, 4.
- RAJAN R.G. – ZINGALES L. (2004), *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Einaudi, Torino, 2004.
- RAPPAPORT A. (1989), *La strategia del valore. Le nuove regole della performance aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- RASHERS M.S. (2001), *Massively confused investors making conspicuously ignorant choices*, Journal of Finance, 56.
- READ D. – LOEWENSTEIN G. – RABIN M. (1999), *Choice bracketing*, Journal of Risk and Uncertainty, 19.
- RESTI A. (2001), *Misurare e gestire il rischio di credito nelle banche. Una guida metodologica*, Alpha Test.
- RESTI A. – SIRONI A. (2008), *Rischio e valore nelle banche*, Egea, Milano.
- RICCI R. – COLOMBINI F. (1987), *La finanza delle piccole e medie aziende*, Giuffrè, Milano.
- RIPARBELLI A. (1962), *Correlazioni ed interdipendenze tra organismi aziendali*, Colombo Corsi, Genova.

- RISPOLI M. (1998), *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*, Il Mulino, Bologna.
- RISPOLI M. (1989), *L'impresa industriale. Economia, tecnologia, management*, Il Mulino, Bologna.
- ROLL R. (1986), *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, Journal of Business.
- RONSTADT R. (1984), *Public offerings and the entrepreneur*, in R. Ronstadt, *Entrepreneurship. Text, cases and notes*, Lord Publishing, Dover, Massachusetts.
- ROSS S.A. (1977), *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*, Bell Journal of Economics.
- ROSS S.A. – WESTERFIELD R.W. – JAFFE J.F. (1997), *Finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- ROY A.D. (1958), *Safety first and the holding of assets*, *Econometrica*, 20.
- RUBACK R. (2002), *Capital cash flow: a simple approach to valuing risky cash flow*, Financial Management.
- RUBINSTEIN M. (1973), *A mean-variance synthesis of corporate financial theory*, Journal of Finance.
- SALOMON E. (1972), *Teoria della finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- SALONER G. – SHEPARD A. – PODOLNY J. (2002), *Strategia d'impresa*, Etas, Milano.
- SALVI A. (2004), *Finanza d'azienda*, 2^a ed., Egea, Milano.
- SALVIONI D.M. (2004) (a cura di), *Corporate governance e sistemi di controllo della gestione aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- SARACENO P. (1950), *L'azienda industriale*, Vita e Pensiero, Milano.
- SARACENO P. (1978), *La produzione industriale*, Libreria Universitaria Editrice, Venezia.
- SASSI S. (1940), *Il sistema dei rischi d'impresa*, Vallardi, Milano.
- SEKELY W.S. – MARKAN COLLINS J. (1988), *Cultural influences on international capital structure*, Journal of International Business Studies.
- SHAPIRO A. (1989), *Modern corporate finance*, New York.
- SHAPIRO A. (1986), *Corporate strategy and the capital budgeting decisions*, Midland Corporate Finance Journal.
- SHARPE W.F. (1964), *Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk*, Journal of Finance.
- SHEFRIN H.M. – STATMAN M. (2000), *Behavioral portfolio theory*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, n. 35.
- SHEFRIN H.M. (2001), *Do investors expect higher returns from safer stocks than from riskier stocks?*, Journal of Psychology and Financial Markets, 2.
- SHEFRIN H.M. (2002), *Beyond greed and fear: understanding behavioural finance and the psychology of investing*, New York, Oxford University Press.
- SHLEIFER A. – VISNY R.W. (1992), *Liquidation value and debt capacity: a market equilibrium approach*, Journal of Finance.
- SIEGEL J.J. (2010), *Rendimenti finanziari e strategie d'investimento*, Il Mulino, Bologna.
- SIGNORELLI F. (2006), *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari*, Giuffrè.
- SIMON H.A. (1955), *A behavioral model of rational choice*, Quarterly Journal of Economics, 69.
- SINATRA A. (1994), *Architettura strategica dell'impresa*, Egea, Milano.

- SIRONI A. – MARSELLA M. (1998) (a cura di), *La misurazione e gestione del rischio di credito. Modelli, strumenti e politiche*, Bancaria Editrice.
- SLOVIC P. – FINUCANE M. – PETERS E. – MACGREGOR D.G. (2002), *Rational actors and rational fools: implications of the affect heuristic for behavioural economics*, Journal of Socio-Economics, 31.
- SMITH C. (1990), *Corporate ownership structure and performance: the case of management buyouts*, Journal of Financial economics.
- SPENCE M. (1974), *Market Signalling*, Cambridge, Harvard University Press.
- SPENCER M. – L.SIEGELMAN, *Managerial economics – Decision Making and forward planning*, Homewood, Irvin.
- SPINSI M. 1990, *Il disinvestimento come fonte di creazione del valore*, Economia e Management.
- STAPLETON R.C. (1972), *Taxes, the cost of capital and the theory of investment*, Economic Journal.
- STATMAN M. (1987), *How Many Stocks Make a Diversified Portfolio?*, Journal of Finance and Quantitative Analysis.
- STEWART G.B. (1998), *La ricerca del valore*, Egea, Milano.
- STIGLITZ J. (1973), *Taxation, corporate financial policy and the cost of capital*, Journal of Public Economics.
- SWARY A. I. (1980), *Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder Returns: An Empirical Analysis*, Journal of Finance.
- TAGGART R.A. (1991), *Consistent valuation and cost of capital expressions with corporate and personal taxes*, Financial Management.
- THALER R.H. (1985), *Mental accounting and consumer choice*, Marketing Science, 4.
- THALER R.H. (1999), *Mental accounting matters*, Journal of Behavioral Decision Making, 12.
- THALER R.H. – SUNSTEIN C.R. (2008), *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness*, New Haven, Conn., Yale University Press.
- TITMAN S. (1984), *The effect of capital structure on a firm's liquidation decision*, Journal of Financial Economics.
- TITMAN S. – WESSELS R. (1988), *The determinations of capital structure choice*, Journal of Finance.
- TSE M.K.S. – UPPAL J. – WHITE M.A. (1993), *Downside risk and investment choice*, Financial Review, 28.
- VALENTINO P. (1999), *L'informativa volontaria*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- VAN HORNE J.C. (1980), *Financial Management and Policy*, 5ª ed., Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall.
- VAN HORNE J.C. (1984), *Teoria e tecnica della finanza di impresa*, Il Mulino, Bologna.
- VARIAN H.R. (1992), *Microeconomic Analysis*, New York, W.W.Norton & Co.
- VENANZI D. (2010), *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson, Milano.
- VICARI S. (1991), *L'impresa vivente. Itinerario di una diversa concezione*, Etas, Milano.
- VON NEUMANN J. – MORGENSTERN O. (1947), *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, Princeton N.J.
- WALL G. (1993), *The Way to Save*, New York, N.Y., Henry Holt.
- WEBER E.U. – BOTTOM W.K. (1989), *Axiomatic measures of perceived risk: some tests and extensions*, Journal of Behavioral Decision Making, 2.

- WEISS L.A. (1990), *Banckruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims*, Journal of Financial Economics.
- WESTON J.F. – BRIGHAM E.F. (1974), *Finanza Aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- WESTON J.F. – BRIGHAM E.F. (1981), *Managerial Finance*, Hinsdale, Ill., The Dryden Press.
- WILLIAMS J.B. (1938), *The theory of investment value*, Harvard University Press.
- WILLIAMSON O. (1988), *Corporate finance and corporate governance*, Journal of Finance.
- ZANDA G. – LACCHINI M. – ONESTI T. (2005), *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino.
- ZAPPA G. (1950), *Il reddito di impresa*, Milano, Giuffrè.
- ZAPPA G. (1957), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano.
- ZARA C. (2005), *Analisi finanziaria per le decisioni di investimento*, Egea, Milano.