Tale maggiore remunerazione determina l'eccedenza del valore di mercato degli *assets* dell'impresa (MVA, market value added), rispetto al loro valore contabile rettificato (VCR) con l'aggiunta dei fondi d'ammortamento e delle riserve occulte, quali per esempio la riserva di magazzino dovuta all'impiego del criterio di valutazione LIFO, in contesti di prezzi crescenti:

$$V_{assets} = VCR + MVA$$

$$MVA = \sum_{t=1}^{n} \frac{NOPAT_t - (WACC * VCR)_t}{(1 + WACC)^t}$$

Il NOPAT (net operating profit after taxes) è il reddito operativo al netto delle imposte, calcolato anno per anno, rettificato con l'aggiunta delle risorse finanziarie effettivamente generate dalla gestione, ma di cui la contabilità non fornisce una corretta rappresentazione.

I problemi applicativi di tale metodologia derivano essenzialmente dalle difficoltà di determinazione di un congruo WACC, valido per tutti i futuri esercizi, dati gli effetti sullo stesso indotti dalle possibili variazioni di struttura finanziaria, dalla tipica instabilità dei sovraredditi stimabili esercizio per esercizio, nonché dalle possibili situazioni di prolungata vita economica di rilevanti dotazioni di cespiti, che non subiscono un normale deterioramento della capacità produttiva.

Le imprese in grado di creare ricchezza intraprendono, dunque, progetti d'investimento idonei a determinare valori positivi di MVA che, se correttamente stimati da mercati finanziari efficienti, incrementano il valore di mercato delle imprese stesse.

Questa misurazione del profitto economico ha il merito di imporre una disciplina finanziaria più rigorosa rispetto al profitto contabile, poiché chiarisce che attività con un rendimento inferiore al costo del capitale procurano certamente una perdita[51].

L'EVA è, quindi, uno strumento di misurazione della performance operativa e finanziaria dell'impresa che ben si presta ad orientare la gestione aziendale *value-based management* verso l'obiettivo dell'incremento del valore economico dell'impresa, considerando la stessa impresa come un qualsivoglia investimento oggetto di valutazione.

[51] Cfr. R.M. Grant, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, cit., p. 55.

Capitolo Quarto

Le decisioni di finanziamento

di
Savino Santovito

Sommario: Introduzione. - 1. La minimizzazione dei costi delle fonti di finanziamento e le considerazioni di carattere fiscale. - 2. I trade-off tra vantaggi e svantaggi dell'indebitamento. - 3. I costi di agenzia. - 3.1 I conflitti di interesse tra azionisti e management. - 3.2 I conflitti di interesse tra azionisti e creditori. - 4. La distribuzione asimmetrica delle informazioni. - 4.1 La valenza segnaletica della struttura finanziaria. - 4.2 La valenza segnaletica della quota di capitale di rischio detenuta dall'imprenditore. - 4.3 La gerarchia di preferenza delle fonti di finanziamento. - 5. I conflitti per il controllo dell'impresa.

Introduzione

L'attività imprenditoriale richiede un processo decisionale che, oltre ad occuparsi delle scelte di impiego, allocando opportunamente le risorse finanziarie disponibili[1], attui delle politiche di finanziamento, determinando la composizione delle relative fonti di capitale. Ne deriva che la struttura finanziaria delle imprese è il risultato delle decisioni di finanziamento, intese essenzialmente sia come scelta tra capitale di terzi e capitale di rischio, sia come composizione degli stessi. Infatti, le risorse finanziarie possono pervenire all'azienda da diverse fonti e possono essere vincolate ad essa in forme molto varie che si riconducono alle categorie del "capitale di credito" e del "capitale proprio"[2].

Se il capitale proprio è a sua volta classificabile in "interno" (autofinanziamento) o "esterno" (azioni), il capitale di terzi può essere a

[1] Si veda il capitolo precedente.
[2] P. Onida, *Economia d'azienda*, cit., pp. 416 ss.

breve (scoperture in c/c), a medio, a lungo termine (mutui passivi), ovvero implicitamente oneroso (debiti verso fornitori), esplicitamente oneroso (debiti verso finanziatori), ovvero verso intermediari finanziari (debiti verso banche), rappresentato da titoli collocati sul mercato (obbligazioni)[3].

L'impresa industriale deve, sostanzialmente, sviluppare una propria politica finanziaria che realizzi almeno due obiettivi: la minimizzazione del costo e del rischio inerente la raccolta finanziaria e la massimizzazione del valore del capitale azionario sul mercato. Il raggiungimento di tali obiettivi non è affatto scontato, data la particolarità del rapporto che lega il finanziatore con il finanziato, ovvero la natura fiduciaria dei rapporti di finanziamento e la estrema segmentazione del mercato dei capitali, che rende il bacino finanziario di ogni impresa solo in parte comune alle altre[4]. Si noti che il primo obiettivo è ricompreso nel raggiungimento del secondo, che è anche determinato dall'organizzazione manageriale o padronale dell'impresa, dalla trasparenza informativa delle decisioni strategiche, da preoccupazioni di copertura dai rischi di scalate ostili.

Oggetto del presente capitolo sono, pertanto, essenzialmente le spiegazioni delle decisioni di finanziamento e della conseguente struttura finanziaria delle imprese, con i richiami alle intuizioni dei vari contributi teorici, numerosi specialmente nella letteratura anglosassone, utili anche alla comprensione delle diverse specificità dei capitalismi nazionali[5].

Sono, quindi, richiamati i concetti fondamentali e le intuizioni sostanziali, utili alla realtà operativa gestionale, delle spiegazioni delle decisioni di finanziamento fondate su:

1) La minimizzazione dei costi e le considerazioni di carattere fiscale.
2) I trade-off.
3) I costi di agenzia.
4) La distribuzione asimmetrica delle informazioni.
5) I conflitti per il controllo dell'impresa.

[3] G. Panati, G.M. Golinelli, *Tecnica economica industriale e commerciale*, cit., pp. 712 ss.

[4] E. Rullani, *La finanza e gli investimenti*, in M. Rispoli (a cura di), *L'impresa industriale*, Il Mulino, 1989, pp. 594 ss.

[5] Per approfondimenti circa i diversi capitalismi si veda L. Guatri, S. Vicari, *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto*, cit. e *ante*, Cap. 1, paragrafo. 2.

1. *La minimizzazione dei costi delle fonti di finanziamento e le considerazioni di carattere fiscale*

È naturale che l'impresa realizzi le proprie decisioni di finanziamento con l'obiettivo di minimizzare il costo delle fonti di capitale. Ipotizzando un mondo senza imposte, le decisioni di finanziamento sono state analizzate e spiegate da Modigliani e Miller (MM), inizialmente nel 1958 e successivamente dagli stessi sviluppate nel modello del 1963 e nelle conclusioni di Miller del 1977. Infatti, nel 1958 viene pubblicato il primo e fondamentale contributo moderno alla spiegazione delle decisioni di finanziamento dell'impresa che rappresenta un caso particolare e semplificato delle teorie successive[6]. Può essere considerata la prima dimostrazione della "legge della conservazione del valore" dell'impresa, il cui costo medio ponderato del capitale (WACC) non dipende dal rapporto di indebitamento[7].

Il valore scientifico di questa analisi rigorosa sta essenzialmente nell'aver chiarito l'importanza della rimozione di alcune ipotesi teoriche, perché si possa approdare ad una spiegazione del grado di indebitamento delle imprese.

Le ipotesi fondamentali sono abbastanza restrittive e possono essere così riassunte:

* Non esiste asimmetria informativa e tutti gli investitori hanno le medesime aspettative riguardo i risultati attesi dai progetti di investimento delle imprese e riguardo la rischiosità degli stessi.
* I titoli rappresentativi di debito o di capitale di rischio dell'impresa sono trattati in mercati dei capitali perfetti (non esistono costi di transazione e gli investitori possono indebitarsi allo stesso tasso delle imprese).
* L'indebitamento delle imprese e degli individui è privo di rischio, pertanto l'unico tasso di interesse è il tasso risk-free e non dipende dalla quantità di debito emesso.
* Non esistono imposte sul reddito delle imprese.

Sotto queste ipotesi, le imprese sono indifferenti tra emettere titoli rappresentativi di capitale di debito o di rischio al tasso di rendimento richiesto sul capitale proprio (Proposition 1) e il costo del capitale di rischio aumenta all'aumentare del grado di indebitamento (Proposition 2).

[6] F. Modigliani e M.H. Miller (1958), *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, in American Economic Review 48, 261-297.

[7] M. Massari, *Finanza Aziendale, Valutazione*, cit., p. 60.

Proposition 1 (1958)

Il valore di ogni impresa si può calcolare scontando, ad un tasso che dipende dalla classe di rischio dell'impresa, i risultati d'esercizio attesi al lordo degli oneri finanziari.

$$V_L = V_U = \frac{Exp(R + r_d D)}{r_{eU}}$$

Dove V_L e V_U sono rispettivamente i valori dell'impresa indebitata e dell'impresa finanziata totalmente con capitale di rischio appartenenti alla stessa classe di rischio, r_{eU} (= r_i =WACC) è il tasso di rendimento richiesto sul capitale netto dell'impresa non indebitata, R è l'utile netto e $r_d D$ sono gli oneri finanziari dovuti ai creditori.

Pertanto, il valore dell'impresa è indipendente dal suo leverage, il costo medio ponderato del capitale è indipendente dalla struttura finanziaria ed uguaglia il rendimento richiesto sul capitale netto dell'impresa non indebitata.

La dimostrazione è basata sull'eliminazione delle possibilità di arbitraggio. Infatti, se due imprese identiche in tutto differissero solo nella struttura finanziaria e nel loro valore di mercato, gli investitori potrebbero conseguire degli utili vendendo le azioni dell'impresa sopravalutata ed acquistando quelle dell'impresa sottovalutata, ma tale situazione di disequilibrio non potrebbe perdurare.

Infatti, se si indicano con S il valore delle azioni, con D il valore dei debiti, con $V=S+D$ il valore dell'impresa, e se $V_L>V_U$ e $r_{eU} = r_{eL}$:

$$S_U = \frac{R}{r_{eU}} = \frac{900.000}{0,10} = 9.000.000$$

$$V_U=S_U$$

$$S_L = \frac{(R - r_D D)}{r_{eL}} = \frac{(900.000 - 0,075 * 4.000.000)}{0,10} = 6.000.000$$

$$V_L=S_L+D= 6.000.000+4.000.000=10.000.000$$

Gli investitori in azioni dell'impresa indebitata (L) potrebbero aumentare la loro ricchezza vendendo la loro partecipazione, indebitandosi privatamente nella stessa proporzione dell'impresa, acquistando una partecipazione nella società non indebitata (U) e investendo il residuo in titoli privi di rischio.

Ad esempio, un investitore proprietario del 20% delle azioni dell'impresa indebitata (proventi dei titoli = 1.200.000*0,10=120.000), potrebbe ricavare 1.200.000 dalla vendita delle azioni, indebitarsi privatamente per 800.000, acquistare il 20% delle azioni dell'impresa non indebitata per 1.800.000, investire le 200.000 residue in titoli privi di rischio, ottenendo proventi per 135.000= 0,10*1.800.000-0,075*800.000+0,075*200.000.

Tali possibilità di arbitraggio scompaiono mano a mano che le vendite delle azioni dell'impresa indebitata spingono i prezzi delle stesse verso il basso e gli acquisti delle azioni dell'impresa non indebitata fanno aumentare il prezzo di queste ultime, finché i valori di mercato delle due imprese non si uguagliano.

Proposition 2 (1958)

Si dimostra che all'aumentare del grado di indebitamento, aumenta il tasso di rendimento richiesto sul capitale di rischio.

$$r_{eL} = r_{eU} + \frac{D}{S}(r_{eU} - r_D)$$

Tale espressione si ottiene, mediante passaggi algebrici, dalla definizione di WACC (costo medio ponderato del capitale investito nell'impresa) ed esprime il rendimento richiesto sul capitale di rischio dell'impresa indebitata, in funzione della somma del rendimento richiesto sul capitale di rischio dell'impresa finanziata interamente con capitale proprio e di un premio per il rischio. Questo premio al rischio dipende dal leverage (D/S) e dal segno della differenza tra le parentesi tonde, per cui se il costo del capitale di credito è inferiore al frutto percentuale degli investimenti, il saggio di rendimento del capitale proprio risulta, coeteris paribus, tanto maggiore quanto più largo è il ricorso al credito[8].

Riprendendo, pertanto, la definizione di WACC ed impiegando una differente e più familiare simbologia, si evidenzia[9]:

$$WACC = ROI = ROE \frac{S}{D+S} + i \frac{D}{D+S}$$

[8] P. Onida, *Economia d'azienda*, cit., pp. 436 ss.

[9] Si noti che si è implicitamente ipotizzata la coincidenza tra il costo medio del capitale e la redditività generata dagli investimenti. Cfr. paragrafo 4.7 del precedente capitolo.

Da cui, risolvendo per ROE, si ottiene:

$$ROE = ROI + \frac{D}{S}(ROI - i)$$

Tale sintetica espressione è di grande utilità nel fornire informazioni circa le cause che determinano il livello percentuale di redditività del capitale di rischio; infatti, elevati livelli di ROE, in presenza di positivo differenziale tra parentesi tonde, potrebbero derivare da rilevanti effetti indotti dalla leva finanziaria, ovvero da importanti valori del ROI, pur in presenza di bassi livelli del grado d'indebitamento.

Pertanto, una significativa redditività per gli azionisti potrebbe avere natura finanziaria, se originata essenzialmente dall'effetto leva, oppure natura operativa se conseguente ad eccellenti valori del ROI.

Va evidenziato che l'insieme delle due proposizioni implica che un incremento del peso relativo dei debiti nella struttura finanziaria, non aumenta il valore dell'impresa perché i benefici apportati dal maggior debito meno oneroso sono esattamente bilanciati dal superiore rendimento richiesto dal capitale proprio. Pertanto, in un mondo senza tasse, il valore dell'impresa ed il suo costo medio ponderato del capitale non dipendono dalla struttura finanziaria.

Riconsiderando il problema delle decisioni di finanziamento e della struttura finanziaria, successivamente gli stessi Modigliani e Miller[10] introducono gli effetti dell'imposta sul reddito delle imprese, che data la deducibilità fiscale degli oneri finanziari per la determinazione del reddito imponibile, rende il costo post tasse del debito inferiore a quello del capitale di rischio, risultando il debito la fonte di finanziamento più favorevole. Il valore dell'impresa viene, pertanto, massimizzato quando questa si finanzia interamente mediante indebitamento e si possono riformulare la proposition 1 e la proposition 2, avendo in considerazione gli effetti di una tale imposizione fiscale sul reddito delle imprese.

Proposition 1 (1963)

Il valore dell'impresa indebitata uguaglia il valore dell'impresa senza debiti appartenente alla stessa classe di rischio più un premio da indebitamento, che coincide col risparmio fiscale realizzato mediante la deducibilità degli interessi passivi.

[10] F. Modigliani e M.H. Miller (1963), *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*, in American Economic Review 53, 433-443.

La differenza di valore tra impresa indebitata e impresa non indebitata aumenta all'aumentare del grado di indebitamento: il valore dell'impresa risulta, pertanto, massimizzato se questa si finanzia totalmente mediante capitale di debito.

Proposition 2 (1963)

Il tasso di rendimento richiesto sul capitale di rischio dell'impresa indebitata uguaglia il rendimento richiesto sul capitale di rischio dell'impresa non indebitata più un premio per il rischio dipendente dal leverage, dal differenziale tra il rendimento richiesto sul capitale di rischio dell'impresa non indebitata e il costo dei debiti, dall'aliquota fiscale gravante sul reddito di impresa.

$$r_{eL} = r_{eU} + \frac{D}{S}(r_{eU} - r_D)(1-t)$$

L'equazione si distingue da quella precedente soltanto nel termine (1-*t*), che è <1. Pertanto, la presenza dell'imposizione fiscale sul reddito d'impresa fa aumentare ad un tasso inferiore il rendimento richiesto sul capitale di rischio, rispetto al caso in cui fossimo in un contesto di assenza di tassazione.

L'incremento del grado di indebitamento fa quindi diminuire il WACC dell'impresa e ne accresce il valore, *coeteris paribus*.

Un incremento dell'indebitamento nella struttura finanziaria, aumenta il valore dell'impresa perché i benefici apportati dal maggior debito meno oneroso non sono esattamente bilanciati dal superiore rendimento richiesto dal capitale proprio.

Quanto detto si riferisce a contesti fiscali simili a quello anglosassone, in cui sono maturate le spiegazioni sopra esposte; per l'Italia, nel sistema fiscale previgente, l'aliquota fiscale complessiva sul reddito d'impresa *t*, era pari alla somma dell'IRPEG (37%) e dell'ILOR (16,2%), dunque al 53,2%[11]. Attualmente, la sostituzione dell'IRAP all'ILOR e l'introduzione della DIT (Dual Income Tax) nel nostro ordinamento tributario hanno ridotto la convenienza fiscale dell'indebitamento, la prima considerando una base imponibile allargata, rispetto a quella IRPEG, ad una particolare configurazione di valore aggiunto, con l'indeducibilità degli oneri finanziari ed un'aliquota del 4,25%, la seconda introducendo un'aliquota IRPEG ridotta (t_a) sulla

[11] Cfr. S. Ricci, *L'utilizzo della leva finanziaria: aspetti fiscali*, in La Tribuna dei Dottori Commercialisti, n. 1/99.

parte di reddito imponibile, pari alla remunerazione ordinaria fissata dal Ministero delle Finanze, attribuibile ai nuovi investimenti finanziati con incrementi del capitale di rischio. Pertanto, in tale contesto tributario, il beneficio differenziale fiscale del debito si ridurrebbe alla sola aliquota IRPEG agevolata t_a[12].

È chiaro l'intento perseguito dalla riforma tributaria nei riguardi degli interessi passivi: aumentare il costo fiscale dell'indebitamento e ridurre quindi l'incentivo alla scelta di strutture finanziarie rischiose caratterizzate da un elevato grado di leva finanziaria. La contemporanea introduzione della DIT, riducendo l'imposizione fiscale sui redditi dei nuovi investimenti finanziati con capitale proprio, va nella stessa direzione e crea un incentivo a ricapitalizzare nel breve periodo le aziende[13].

Diversi anni dopo, le spiegazioni di Miller[14] hanno modificato le estreme implicazioni sopra considerate, introducendo, accanto alle imposte sul reddito di impresa, anche gli effetti dell'imposta sul reddito personale.

Si dimostra, così, che il grado di indebitamento può influenzare il valore dell'impresa in presenza di imposte sul reddito di impresa e sul reddito personale, tenendo ferme le restanti ipotesi formulate da MM.

Il valore dell'impresa non indebitata è:

$$V_U = \frac{Exp(R)(1-T_C)(1-T_a)}{r_{eU}}$$

dove R è il reddito prima delle imposte, T_C è l'aliquota dell'imposta sul reddito delle imprese e T_a è l'aliquota dell'imposta sul reddito delle persone proveniente dall'investimento in azioni.

È evidente che l'introduzione dell'imposta sul reddito personale ha ridotto, *coeteris paribus*, il valore dell'impresa non indebitata.

Infatti, partendo dalla definizione dei flussi di cassa prodotti dall'impresa e destinati agli azionisti e ai creditori

$$CF_L = Exp(R)(1-T_C)(1-T_a) + r_d D(1-T_D)$$

riscrivendo l'equazione

$$CF_L = \left[Exp(R) + r_d D\right](1-T_C)(1-T_a) - r_d D(1-T_C)(1-T_a) + r_d D(1-T_D)$$

[12] Cfr. M. Massari, *Finanza Aziendale, Valutazione*, cit., p. 80 ss.

[13] Cfr. P. Galbiati, *L'IRAP e le scelte delle imprese industriali: effetti attesi e ed inattesi*, in Finanza, Marketing e Produzione, n. 1/99.

[14] M.H. Miller (1977), *Debt and taxes*, in Journal of Finance 32, 261-276.

e calcolando il valore dell'impresa scontando i flussi di cassa con i congrui tassi si ottiene:

$$V_L = \frac{\left[Exp(R) + r_d D\right](1-T_C)(1-T_a)}{r_{eU}} - \frac{r_d D(1-T_C)(1-T_a)}{r_d} + \frac{r_d D(1-T_D)}{r_d}$$

$$V_L = V_U + \left[1 - \frac{(1-T_C)(1-T_a)}{(1-T_D)}\right] D$$

L'ultima equazione determina il valore dell'impresa indebitata, tenendo conto delle conseguenze derivanti dalla presenza di imposte sul reddito non solo delle imprese, ma anche delle persone.

Da questa equazione discendono delle implicazioni:

- Il termine tra parentesi quadre che moltiplica D rappresenta l'incremento del valore dell'impresa dovuto all'aumento dell'indebitamento.
- Nell'ipotesi di aliquote fiscali $T_c=T_a=T_D=0$, il termine tra parentesi quadre scompare e si ottiene la stessa equazione del modello MM del 1958.
- Se ipotizziamo uguali a zero le aliquote d'imposta sul reddito personale, otteniamo la stessa equazione del modello MM del 1963.
- Nell'ipotesi che i redditi da azioni o da titoli rappresentativi di debito siano tassati allo stesso modo a livello personale, $T_a=T_D$, avremmo ancora lo stesso risultato di MM 1963.
- Se $(1-T_c)(1-T_a)=(1-T_D)$, allora il termine tra parentesi quadre si azzera: il vantaggio derivante dal maggior indebitamento sarebbe esattamente bilanciato dal guadagno fiscale a livello personale del favorevole trattamento dei redditi delle azioni. La struttura finanziaria non ha effetti sul valore dell'impresa come nel modello MM 1958.
- Se si considera che parte del reddito delle azioni sono guadagni in conto capitale, la cui tassazione può essere rinviata nel tempo, allora l'aliquota fiscale personale effettiva sul reddito da azioni è inferiore a quella sul reddito da titoli di debito, $T_a<T_D$.

Il vantaggio dell'indebitamento si riduce ulteriormente, rispetto al modello MM del 1963 con sole imposte sul reddito d'impresa.

Ma le conclusioni di Miller sono ulteriori, giungendo a considerare che in condizioni di equilibrio a livello aggregato, per gli investimenti marginali il vantaggio fiscale dell'indebitamento sarebbe esattamente annullato dalla tassazione a livello personale, pertanto la struttura finanziaria non produrrebbe effetti sul valore dell'impresa e sul suo costo delle fonti di finanziamento, come nel primo modello MM del 1958.

Tuttavia, secondo lo stesso Miller, è possibile rilevare l'esistenza di "patterns" nelle scelte di finanziamento che sembrano implicare stra-

tegie finanziarie ottimali; si introduce, quindi, il concetto di "neutral mutation", suggerendo che le imprese ricadono in patterns e abitudini di comportamento finanziario che non hanno alcun effetto sul valore dell'impresa stessa. Tali abitudini rassicurano i managers e, poiché non hanno alcun costo, nessuno si preoccupa di variarle o fermarle[15].

2. *I trade-off tra vantaggi e svantaggi dell'indebitamento*

Partendo dal modello MM del 1963, che introduce considerazioni di carattere fiscale, si sono sviluppate le spiegazioni del leverage finanziario che evidenziano alcuni svantaggi connessi coll'indebitamento e contrapposti ai vantaggi fiscali di questo.

Costi di fallimento, costi di agenzia, minore probabilità di utilizzare interamente il vantaggio della deducibilità di altri costi quali gli ammortamenti, sono gli effetti negativi di un incremento dell'indebitamento. Esisterebbe, quindi, un trade-off tra svantaggi e vantaggi del debito.

All'aumentare del grado di indebitamento, aumentano gli oneri fissi finanziari e aumenta la probabilità che una riduzione del margine operativo lordo determini uno stato di insolvenza con conseguenti possibili costi di fallimento.

Tali costi di fallimento includono sia i costi diretti della procedura, sia i costi indiretti più difficilmente quantificabili; è indubbia l'esistenza di tali costi ma è discutibile il loro peso. Alla considerazione dei costi di fallimento possono essere ricondotte due affermazioni relative a scelte finanziarie:

- Le imprese più rischiose dovrebbero, coeteris paribus, indebitarsi di meno per ridurre le probabilità di incorrere in situazioni di crisi finanziarie.
- Le imprese, il cui attivo è costituito essenzialmente da immobilizzazioni materiali facilmente cedibili sul mercato dell'usato, dovrebbero, coeteris paribus, indebitarsi più delle imprese con gran parte di impieghi in attività immateriali, legate all'impresa e difficilmente cedibili in caso di liquidazione.

[15] S.C. Myers (1984), *The capital structure puzzle*, in Journal of Finance 39, 575-592. Pur evidenziando l'importanza del concetto di "neutral mutation", ne viene rilevato il pericolo: la sua accettazione implica lo scetticismo sulla capacità di spiegare le scelte finanziarie delle imprese. Myers assume un atteggiamento più positivo, affermando che bisogna anzitutto cercare una spiegazione dei comportamenti finanziari osservabili, quando poi nessuna delle spiegazioni ci soddisfa si può pensare all'idea di "neutral mutation".

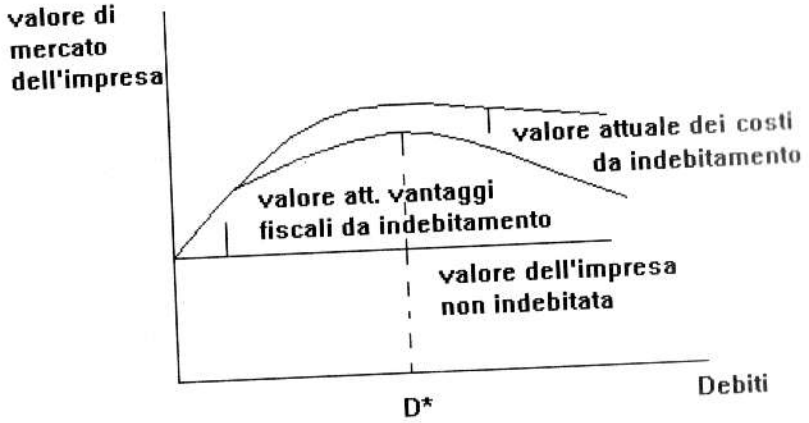
Nella prima affermazione la propensione ad indebitarsi si riduce perché aumentano le probabilità di incorrere nei costi di fallimento, nella seconda perché maggiore è la perdita di valore delle attività non materiali in caso di fallimento.

Sono state ampiamente esaminate[16] anche le conseguenze del livello degli altri costi fiscalmente deducibili, quali gli ammortamenti, sulla propensione dell'impresa ad indebitarsi e si è dimostrato che, poiché esistono altri costi fiscalmente deducibili che possono sostituire il vantaggio fiscale dell'indebitamento, il valore dell'impresa non è indipendente dalla struttura finanziaria. Anzi, la propensione dell'impresa a finanziarsi mediante capitale di debito si riduce quando diminuisce la probabilità che l'impresa riesca ad utilizzare interamente i vantaggi fiscali da oneri non di debito e di debito deducibili.

Sono stati, inoltre, individuati e discussi i costi di fallimento[17] ed i costi d'agenzia[18], evidenziando il loro effetto sulla propensione all'indebitamento delle imprese.

La possibilità di non poter utilizzare completamente il vantaggio fiscale della deducibilità degli interessi passivi e degli ammortamenti, i costi di fallimento, i costi di agenzia, possono essere definiti, nell'insieme, costi relativi al leverage finanziario.

Quindi, è possibile anche spiegare le limitazioni alla propensione ad indebitarsi dell'impresa, tenendo in considerazione gli effetti di tutti i costi relativi al leverage finanziario.



[16] H. De Angelo e R. Masulis (1980), *Optimal capital structure under personal and corporate taxation*, in Journal of Financial Economics 8, 3-29.

[17] E. Kim (1978), *A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity*, in Journal of Finance 31, 45-63.

[18] Si veda il paragrafo seguente.

Il leverage ottimale dell'impresa può, così, essere pensato come determinato dal trade-off di costi e benefici derivanti dall'indebitamento, fermi restando i piani di investimento e la composizione delle attività dell'impresa. L'impresa viene vista come continuamente impegnata a bilanciare i vantaggi fiscali della deducibilità degli oneri finanziari dal reddito imponibile, con i costi relativi al leverage finanziario suddetti[19].

Si ipotizza che l'impresa sia in grado di sostituire capitale di debito a capitale di rischio e viceversa con l'obiettivo della massimizzazione del valore[20].

Se non ci fossero costi di aggiustamento, i leverage finanziari osservati dovrebbero coincidere sempre coi leverage d'impresa ottimali. È probabile, comunque, che ci siano dei costi, quindi dei ritardi, nel processo di aggiustamento.

Poiché le imprese non riescono in tempo reale ad allineare il leverage effettivo con quello ottimale, sono osservabili delle differenze tra i leverage effettivi di imprese che hanno lo stesso leverage ottimale.

Elevati costi di aggiustamento potrebbero spiegare le ampie oscillazioni degli indici di indebitamento che generalmente si osservano, mantenendo a lungo il grado di indebitamento effettivo delle imprese, lontano da quello ottimale. Ma sono rare le riflessioni, riguardo ai costi di aggiustamento, nelle teorie finanziarie di "trade-off", che si limitano a menzionarli occasionalmente. Invece, per spiegare le scelte finanziarie delle imprese bisognerebbe specificare quanto delle differenze nei gradi di indebitamento sia dovuto a diversità nei gradi di indebitatamento ottimali e quanto a ritardi nell'aggiustamento verso l'indebitamento ottimale, poiché spesso si hanno le due cose insieme.

Pertanto, se i costi di aggiustamento sono relativamente piccoli, ovvero se il leverage osservato è presumibilmente vicino all'ottimale, allora le differenze di leverage osservate devono riflettere differenze nelle determinanti della struttura finanziaria ottimale. Ne consegue pure che in tal caso risulterebbe difficile giustificare differenze tra le strutture finanziarie di imprese che sembrano piuttosto simili.

Se invece si ipotizzano costi di aggiustamento consistenti, ovvero leverage osservati spesso distanti da quelli ottimali, allora bisogna approfondire non tanto i modelli di trade-off, quanto la comprensione della natura dei costi di aggiustamento, della loro importanza e dei loro effetti sulle decisioni del management[21].

[19] Si veda anche E.J. Altman, *La valutazione e la ristrutturazione finanziaria delle società*, in Finanza, Marketing e Produzione, n. 1/1991.

[20] Per il concetto di creazione di nuovo valore, ovvero di massimizzazione del capitale economico dell'impresa, si veda L. Guatri, *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991.

[21] S.C. Myers (1984), *The capital structure puzzle*, cit.

3. *I costi di agenzia*

Grande attenzione è stata dedicata dagli studiosi[22] alla spiegazione delle decisioni di finanziamento in funzione della rilevanza dei costi di agenzia, ovvero di quei costi dovuti a conflitti di interesse tra le varie categorie di soggetti economici presenti nell'impresa (azionisti, creditori, managers). Infatti, all'interno dell'impresa è possibile identificare essenzialmente due tipologie di conflitti:

a) conflitti tra managers ed azionisti
b) conflitti tra creditori ed azionisti.

3.1 *I conflitti di interesse tra azionisti e management*

Si analizzano le situazioni riconducendo al rapporto di agenzia le relazioni tra azionisti dell'impresa disinteressati al controllo ed il suo management, che partecipa, in una certa misura, al capitale di rischio[23].

Il rapporto di agenzia è un contratto col quale una o più persone (preponente/i) danno l'incarico ad un altro soggetto (agente) di realizzare una certa attività per loro conto, delegando anche parte dell'autorità decisionale. Poiché entrambi i contraenti cercano di massimizzare la propria utilità, è presumibile che l'agente non operi sempre nell'interesse del preponente, che cercherà di limitare queste divergenze creando incentivi per l'agente e sostenendo costi per controllare la sua attività (costi di agenzia). È comunque impossibile che il preponente riesca, a costo zero, a creare una situazione in cui l'agente prenda decisioni ottimali sempre nell'interesse del preponente stesso.

I conflitti tra gli azionisti ed i managers derivano dal fatto che questi ultimi detengono solo una frazione del capitale proprio dell'impresa. Pertanto i managers non conseguono l'intero guadagno derivante dal profitto degli investimenti attuati, mentre essi sopportano l'intero costo della pianificazione e gestione di tali progetti di investimento; in altre parole, su ogni cento lire in più di profitto, spetta ai managers solo una percentuale pari alla quota di capitale detenuto, mentre resta invariato il loro apporto di attività nel produrre tale profitto addizionale.

Per tale ragione i managers possono avere propensione a trasferire risorse dell'impresa a proprio vantaggio sotto forma di benefits (uffici

[22] M. Jensen e W. Meckling (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, in Journal of Financial Economics 3, 305-360.

[23] Il problema dipende dalla quota di capitale di rischio detenuta dal management (azionista insider), in rapporto alla quota di capitale di rischio detenuta da outsiders (investitori che non hanno alcun ruolo diretto nella gestione dell'impresa).

lussuosi, jet personali, uso personale di beni dell'impresa, ecc.), ricavando una "rendita da controllo"[24].

Questa inefficienza, derivante dall'esistenza di un rapporto di agenzia tra i managers e gli azionisti, può essere ridotta incrementando la frazione di capitale proprio posseduta dai managers: un incremento della percentuale delle attività dell'impresa finanziata dai debiti piuttosto che da capitale di rischio, a parità di capitale detenuto dai managers, determina un incremento della quota di capitale proprio dei managers stessi ed attenua la perdita dovuta a questo conflitto di interessi tra managers ed azionisti[25].

Se il management diventasse il solo azionista acquistando le azioni sul mercato con fondi ottenuti ricorrendo all'indebitamento[26] o utilizzando la propria ricchezza personale, verrebbe eliminata la causa dei conflitti di interesse tra managers ed azionisti e si diffonderebbe l'impresa in cui management e proprietà coincidono.

Tuttavia, è possibile individuare almeno tre ragioni fondamentali che giustificano l'esistenza di imprese a proprietà diffusa. Se le imprese si finanziassero con una piccola frazione di capitale di rischio detenuto al 100% dall'imprenditore e per il resto mediante capitale di debito:

a) L'imprenditore avrebbe un notevole incentivo ad intraprendere progetti di investimento ad alto rischio[27].
b) Data la situazione sub a), si affronterebbero rilevanti costi di "monitoring".
c) Dato l'elevato grado di indebitamento, aumenterebbero le probabilità di fallimento (costi di fallimento).

Sostanzialmente, i costi di agenzia derivanti dal conflitto di interessi tra azionisti e managers vengono ridotti da un incremento dell'indebitamento, che aumenta la percentuale di partecipazione del management nel capitale di rischio dell'impresa.

Inoltre, poiché il debito causa flussi di cassa in uscita dovuti ai pagamenti degli interessi, esso riduce il contante a disposizione dei

[24] Cfr. G. Ragazzi (1981), *On the relation between ownership dispersion and the firm's market value*, in Journal of Banking and Finance 5, 261-276. L'attenzione è concentrata sulla struttura della proprietà (chiusa o diffusa) delle imprese e livello di diversificazione del portafoglio. Se in Jensen e Meckling il concetto di "rendita da controllo" è connesso con l'essere manager dell'impresa, in Ragazzi esso è collegato al potere che deriva dal possedere una partecipazione notevole nel capitale di rischio di un'impresa.

[25] Al fine di ridurre tali conflitti negli USA è sempre più diffuso l'uso di attribuire al management quote di retribuzione in azioni della società, ovvero in "stock-options". Cfr. anche *ante*, Cap. 1, paragrafo 2.

[26] Si pensi alle operazioni di "leveraged" o "management" buy-out.

[27] Si veda il paragrafo seguente 3.2.

managers per il consumo di benefits, ovvero i flussi di cassa ecceden le necesità di finanziamento di progetti di investimento a valore attu le netto positivo.

Pertanto, un maggior indebitamento sembra provocare due effetti posi tivi: infatti da un lato incrementando la quota relativa di partecipazione de managers nel capitale proprio dell'impresa riduce i conflitti connessi co rapporto di agenzia, dall'altro rende più efficienti le scelte dei manager riguardanti i futuri progetti di investimento, poiché questi si sono impe gnati ad effettuare pagamenti di interessi in misura fissa.

La soluzione dei conflitti tra i managers e gli azionisti costituis il principale beneficio del finanziamento mediante capitale di debi emettendo debito, i managers si impegnano in modo credibile ad u lizzare i futuri cash flows per il pagamento degli interessi, riducen così in modo significativo il costo d'agenzia del "free cash flow"

3.2 *I conflitti di interesse tra azionisti e creditori*

I conflitti tra creditori e azionisti derivano sostanzialmente fatto che gli azionisti hanno incentivo ad investire in maniera s ottimale[29].

In particolare, se un investimento genera un rendimento eccel te, di molto superiore al valore dei debiti (cioè dell'investimento ziale), i creditori non ricavano alcun beneficio addizionale, mentre azionisti hanno diritto all'intero risultato positivo. Se invece l'inve mento è fallimentare, solo parte della perdita è coperta dagli azion che hanno responsabilità limitata, mentre anche i creditori soppor le conseguenze del risultato negativo.

In sostanza, gli azionisti sono favoriti da investimenti molt schiosi, anche se questi riducono il valore complessivo dell'imp si pensi alla scelta di intraprendere progetti di investimento caratt zati da alta varianza e basso valore atteso.

Il valore totale dell'impresa diminuisce come risultato netto incremento del valore dell'azione ed una più che proporzionale nuzione del valore dei debiti preesistenti.

[28] C. Jensen, Michael (1986), *Agency costs of free cash flows, corporate f and takeovers*, in American Economic Review 76, 323-339.

[29] M. Jensen e W. Meckling (1976), *Theory of the firm: Managerial be agency costs, and ownership structure*, cit.

La convenienza degli azionisti ad incrementare, coeteris paribus, la varianza dei risultati attesi dai progetti di investimento intrapresi, genera il fenomeno di "asset substitution", cioè di ricerca di impieghi più rischiosi.

I costi di agenzia derivanti dal conflitto tra azionisti e creditori, consistenti in una diminuzione del valore dell'impresa dovuta al fenomeno dell'asset substitution, aumentano all'aumentare del grado di indebitamento.

Più è elevato il grado di indebitamento, maggiore è la propensione degli azionisti a realizzare investimenti più rischiosi, minore è la disponibilità dei creditori a prestare ulteriori fondi all'impresa.

Pertanto, si ritiene che una struttura finanziaria ottimale possa essere individuata dal trade off tra i costi di agenzia connessi col fenomeno dell'asset substitution e i suddetti benefici apportati dai debiti nella soluzione del conflitto tra azionisti e managers.

Una serie di conseguenze discendono dalle considerazioni formulate:

- I contratti con i creditori dovrebbero includere clausole di limitazione che, nella scelta dei nuovi progetti di investimento, arginino il fenomeno dell'asset substitution.
- In settori in cui l'asset substitution è meno realizzabile, le imprese saranno maggiormente finanziate mediante capitale di debito, a parità di altre condizioni; banche, imprese di pubblici servizi, imprese di settori maturi, imprese con molte immobilizzazioni materiali destinabili ad impieghi alternativi, avranno sicuramente un leverage finanziario più elevato.
- Le imprese con poche opportunità di sviluppo e consistenti entrate generate dalla gestione corrente avranno più debiti; flussi di cassa positivi senza attraenti prospettive di investimento favoriscono il consumo di benefits dei managers e alte ricompense per i collaboratori, perciò l'incremento dei debiti riduce i flussi di cassa positivi e alza la percentuale di capitale netto controllata dai managers.

Altri contributi teorici fondamentali[30] hanno ricondotto i conflitti di interesse tra creditori e azionisti al concetto di *reputazione*, che riduce la propensione degli azionisti a scegliere progetti di investimento ad alto rischio o il cui valore attuale netto è negativo.

Una prima spiegazione considera un manager che debba scegliere tra due progetti di investimento alternativi, ciascuno dei quali può dare solo due possibili risultati: successo o fallimento. Il fallimento ha le

[30] D. Hirshleifer e A.V. Thakor (1989), *Managerial reputation, project choice and debt*", *UCLA*; D.W. Diamond (1989), *Reputation acquisition in debt markets*, in Journal of Political Economy 97, 828-862.

stesse conseguenze in entrambi i progetti, ma per gli azionisti il progetto più rischioso ha più alto rendimento atteso e risultati migliori se si verifica lo stato della natura favorevole. Si ipotizza, inoltre, che per la reputazione dei managers il successo dell'uno o dell'altro progetto sia indifferente, cioè che il mercato delle risorse umane faccia distinzione solo tra successo e fallimento.

Se i managers tendono a massimizzare le probabilità di successo, gli azionisti, invece, preferiscono elevati rendimenti attesi. Se il progetto di investimento meno rischioso ha una probabilità di successo più elevata, i managers lo preferiranno al progetto più rischioso, a più alto rendimento atteso, più conveniente per gli azionisti. Nell'ipotesi che i managers siano guidati da questo effetto reputazione, risultano ridotti i costi di agenzia del debito e, coeteris paribus, si realizzano livelli di debito più elevati; inoltre, tale "effetto reputazione" sarebbe più consistente in imprese più esposte a potenziali scalate, spingendole ad accrescere l'indebitamento.

Una seconda spiegazione fa riferimento all'importanza della reputazione dell'impresa nella scelta di impieghi che non pregiudichino la possibilità di onorare le obbligazioni assunte verso i creditori. In sostanza, si ipotizzano due possibili investimenti alternativi, uno non rischioso ma con valore atteso netto positivo, uno molto rischioso ma con valore atteso netto negativo. Il progetto rischioso può avere due possibili risultati: successo o fallimento. Entrambi i progetti richiedono lo stesso investimento iniziale di capitale di debito. Un'impresa può essere di tre tipi, inizialmente non distinguibili dagli investitori: un primo tipo ha accesso solo al progetto non rischioso, un secondo tipo ha accesso solo al progetto rischioso ed un terzo tipo ha accesso ad entrambi. Pertanto, il tasso iniziale al quale le imprese si indebitano è un tasso medio che rispecchia le aspettative degli investitori sulla rischiosità media dei progetti scelti dalle imprese. I rendimenti derivanti dai progetti non rischiosi sono sufficienti a ripagare i creditori, mentre i rendimenti dei progetti rischiosi garantiscono il rimborso dei creditori solo nel caso in cui si realizzi lo stato di natura favorevole.

Se l'impresa potesse convincere i creditori di aver scelto il progetto non rischioso essa potrebbe spuntare tassi passivi più vantaggiosi, ma, poiché i creditori possono osservare non la natura del progetto di investimento da intraprendere ma la sola storia creditizia dell'impresa, per questa è possibile costruirsi una reputazione positiva (avere programmato l'investimento non rischioso) solo onorando continuamente i propri debiti.

Migliore è la reputazione dell'impresa, e più basso il costo dei propri debiti, quanto più lunga è la sua storia creditizia positiva.

Così le imprese più solide e antiche preferiscono scegliere progetti di investimento non rischiosi per evitare di perdere la propria preziosa reputazione. Imprese giovani con scarsa reputazione preferiscono scegliere i progetti più rischiosi. Solo in un secondo tempo, riuscendo a onorare i precedenti debiti e avendo costruito una più preziosa reputazione, potrebbero decidere di intraprendere progetti di investimento non rischiosi.

4. *La distribuzione asimmetrica delle informazioni*

Si presume che i managers abbiano accesso a informazioni privilegiate sulle caratteristiche dei probabili risultati dei progetti di investimento.

Le spiegazioni della struttura finanziaria riconducibili alla distribuzione asimmetrica delle informazioni si sono sviluppate secondo due filoni[31]. Secondo il primo, la scelta di una determinata struttura finanziaria segnala, ai potenziali investitori, le informazioni privilegiate possedute dai managers. Il mercato, quindi, percepisce le caratteristiche dell'impresa osservando la sua struttura finanziaria[32]. Secondo l'altro, la distribuzione asimmetrica delle informazioni genera inefficienze nelle decisioni di investimento; le scelte di struttura finanziaria sono finalizzate a limitare tali inefficienze[33].

Recenti modelli che ipotizzano asimmetrie informative, sulla rischiosità dei progetti di investimento hanno anche dimostrato l'esistenza di complementarietà tra finanziamento bancario ed emissioni azionarie, evidenziando che le imprese possono ottenere maggiori prestiti dalle banche se emettono anche azioni[34].

[31] L. Caprio, *Le strutture finanziarie delle imprese nei principali paesi industrializzati*, Vita e Pensiero, Milano, 1992.

[32] Questo filone della teoria ha avuto inizio coi lavori di Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), che hanno evidenziato la valenza segnaletica della struttura finanziaria e della quota di capitale di rischio detenuta dall'imprenditore; S. Ross (1977), *The determination of financial structure: The incentive signalling approach*, in *Bell Journal of Economics* 8, 23-40 e H. Leland e D. Pyle (1977), *Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, in Journal of Finance 32, 371-388.

[33] Questa parte della teoria ha inizio con il contributo di Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) che hanno ipotizzato l'esistenza di una gerarchia di preferenza delle fonti di finanziamento; S. Myers e N.S. Majluf (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, in *Journal of Financial Economics* 13, 187-221 e S. Myers (1984), *The capital structure puzzle*, cit.

[34] R.W. Anderson, *An exploration of the complementarity of bank lending and securities markets*, in *The decision to go public and the stock market as a source of capital*, Quaderni di Ricerche n. 19, Bancaria Ed., 1996.

4.1 *La valenza segnaletica della struttura finanziaria*

Questo approccio considera date le decisioni di investimento ed impiega la stessa struttura finanziaria come mezzo per segnalare informazioni privilegiate all'esterno.

Il segnale è una particolare trasmissione di informazione; esso è caratterizzato:

- dall'esistenza di costi e benefici connessi alla pubblicazione o conservazione dell'informazione;
- dal fatto che la pubblicazione dell'informazione è indiretta e si esplica mediante azione;
- dal fatto che non può essere replicato da soggetti che non abbiano le stesse informazioni riguardo la loro personale situazione.

La valenza segnaletica della struttura finanziaria[35] implica le seguenti ipotesi:

- I managers conoscono perfettamente i probabili risultati dei progetti di investimento nei diversi stati della natura, mentre gli investitori non hanno accesso alle stesse informazioni.
- Le funzioni di distribuzione di probabilità dei rendimenti sono ordinate secondo il criterio della dominanza stocastica del primo ordine[36].
- Il compenso dei managers è funzione del valore di mercato dell'impresa e questi sono penalizzati in caso di insolvenza.
- Le probabilità di insolvenza aumentano all'aumentare dell'indebitamento; questa probabilità di insolvenza (costo) è maggiore per le imprese che intraprendono progetti di investimento di qualità inferiore.
- Non è credibile il semplice annuncio al mercato della qualità dei propri progetti di investimento, perché può essere imitato a costo zero anche dalle imprese con progetti di qualità inferiore.

Ne discende che gli investitori considerano i livelli di debito elevati come un segnale positivo di qualità dell'impresa.

Poiché le imprese di qualità inferiore hanno costi attesi di fallimento più elevati per ogni livello di debito, i managers di queste imprese non imitano le imprese di qualità superiore nell'innalzare il livello dei debiti, ovvero le imprese con progetti di investimento di qualità inferiore non emettono la stessa quantità di debito delle imprese con progetti di qualità superiore, perché il beneficio che ne ricaverebbero è inferiore al costo dell'incremento delle probabilità di insolvenza.

[35] S. Ross (1977), cit.

[36] Per approfondire il concetto di "dominanza stocastica di primo ordine", si veda T.E. Copeland, J.F. Weston, *Teoria della finanza e politiche d'impresa*, cit., p. 130.

Si ottiene, quindi, la dimostrazione che il valore dell'impresa, il livello del debito e la probabilità di bancarotta sono tutti positivamente correlati[37].

4.2 *La valenza segnaletica della quota di capitale di rischio detenuta dall'imprenditore*

L'avversione al rischio dell'imprenditore è stata utilizzata anche per ottenere un equilibrio basato sull'emissione di segnali all'interno del quale risulti endogenamente determinato il leverage ottimale.

L'idea fondamentale è che incrementi del capitale di debito incrementano la frazione di capitale proprio posseduta dall'imprenditore. Ciò ha degli svantaggi, per quest'ultimo, identificabili nella riduzione della propria utilità dovuta al maggior rischio specifico sostenuto; ma questi svantaggi sono inferiori per gli imprenditori di aziende che hanno progetti di elevata qualità, imprenditori che possono segnalare agli investitori la qualità dei loro progetti mediante il livello della propria partecipazione al capitale di rischio dell'impresa[38].

Infatti, se gli imprenditori possiedono informazioni privilegiate circa i progetti di investimento per i quali cercano finanziamento, i creditori ricaverebbero beneficio dal conoscere esattamente le caratteristiche dei prenditori di fondi; ma ciò non avviene perché gli imprenditori hanno convenienza ad esagerare la bontà dei propri progetti e i finanziatori sono impossibilitati a controllare, o dovrebbero sostenere degli alti costi per verificare l'effettiva qualità dei progetti stessi.

Poiché gli imprenditori conoscono la qualità dei propri progetti, mentre i creditori non possono distinguerli, il tasso di interesse applicato ai titoli di debito e quindi il loro valore di mercato riflette la qualità media dei progetti finanziati. Se l'asimmetria informativa è rilevante e l'offerta di progetti scadenti è elevata, relativamente all'offerta di progetti di buona qualità, i mercati dei capitali potrebbero entrare in crisi.

[37] Heinkel (1982) considera un modello simile a quello di Ross, giungendo allo stesso risultato che le imprese di elevata qualità emettono più debito.

Poitevin (1989) considerando la concorrenza tra imprese esistenti e potenziali nuovi entranti, giunge ad un risultato sostanzialmente coincidente con quello di Ross, che l'emissione di debito ha comunque un contenuto segnaletico positivo per il mercato finanziario.

[38] H. Leland e D. Pyle (1977), *Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, cit.

Perché vengano finanziati progetti di elevata qualità deve avvenire una trasmissione di informazioni ed un possibile segnale di bontà dei progetti dell'impresa può essere individuato proprio nella disponibilità dell'imprenditore ad investire capitale di rischio nella propria impresa. Tale disponibilità viene interpretata dal mercato creditizio come segnale della vera qualità dei progetti.

Pertanto, le imprese che presentano livelli di indebitamento più elevati risultano avere una frazione più elevata di capitale proprio detenuta dall'imprenditore e sono di qualità più elevata.

4.3 *La gerarchia di preferenza delle fonti di finanziamento*

Se le spiegazioni precedentemente richiamate presuppongono l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale per l'impresa, verso cui essa tende a convergere nel tempo, l'approccio del tipo "pecking order"[39], invece, si fonda su una visione completamente diversa, dimostrando che, in presenza di asimmetria di informazioni tra insiders e investitori, cioè quando gli insiders hanno informazioni migliori sul valore delle attività dell'impresa, le azioni dell'impresa sono valutate non correttamente dal mercato. In particolare, quando il mercato finanziario non è al corrente della buona qualità dei progetti di investimento dell'impresa, data la sottovalutazione delle azioni, l'eventuale finanziamento mediante emissione di nuove azioni favorirebbe i nuovi azionisti che si gioverebbero maggiormente dei buoni risultati degli investimenti e non apporterebbe beneficio agli azionisti preesistenti, che, ipotizzando non comprino alcuna delle nuove azioni, potrebbero decidere di respingere progetti con valore attuale netto positivo.

La possibilità che vengano rifiutati progetti di investimento con valore attuale netto positivo potrebbe essere esclusa se l'impresa potesse finanziare i progetti evitando gli effetti della sottovalutazione delle azioni.

L'impresa potrebbe ricorrere all'autofinanziamento o all'emissione di titoli di debito non rischiosi o al limite anche rischiosi, preferendo queste fonti di finanziamento all'emissione di nuove azioni.

[39] S. Myers e N.S. Majluf (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, cit.

Questa situazione identifica una gerarchia di preferenza delle fonti di finanziamento: la struttura finanziaria delle imprese è il risultato dell'aspirazione di queste a finanziare i nuovi investimenti prima attraverso l'autofinanziamento, poi mediante debiti a basso rischio, infine emettendo nuove azioni[40].

Mentre le considerazioni di trade-off statico[41] implicano decisioni finanziarie riguardanti l'intera struttura finanziaria, questo approccio "pecking order" concentra l'attenzione sulla scelta del finanziamento marginale, cioè sulla dinamica dell'indebitamento, piuttosto che sul suo livello.

Se è possibile emettere debito senza rischio, in una situazione di estrema asimmetria informativa le imprese non si finanzieranno mai mediante nuovo capitale proprio. In sostanza, se i managers hanno informazioni privilegiate, si verificano situazioni in cui le informazioni sono così favorevoli che il management, se agisce nell'interesse dei vecchi azionisti, rinuncerà ad emettere nuove azioni anche a costo di rifiutare una buona opportunità di investimento. D'altra parte gli investitori, consapevoli della propria relativa ignoranza, interpreteranno la decisione di non emettere azioni come segnale positivo. Al limite, i managers acquisterebbero anche azioni proprie, emettendo debito, favorendo, tra i vecchi azionisti, quelli che non vendono le azioni.

Alcune importanti implicazioni derivano dalla gerarchia di preferenza delle fonti di finanziamento:

- Un annuncio di emissione di nuove azioni ridurrà il valore di mercato delle vecchie azioni, mentre l'autofinanziamento o il finanziamento mediante debito non rischioso non influirà sulla quotazione delle azioni.
- I nuovi progetti di investimento saranno finanziati principalmente mediante le entrate finanziarie prodotte dalla gestione e il capitale di debito.
- Il rifiutare buone opportunità di investimento, per evitare l'emissione di nuove azioni sottovalutate, è meno probabile nei momenti di annunci di notizie positive riguardanti l'impresa (relazioni annuali sulla gestione). La pubblicazione di informazioni riduce la sottovalutazione. Le emissioni di nuove azioni sono quindi concentrate in questi momenti.

[40] S. Myers (1984), *The capital structure puzzle*, cit.
[41] Si veda il precedente paragrafo 2.

- Le imprese caratterizzate da una bassa incidenza di attività materiali sul valore totale dell'impresa, essendo maggiormente soggette al problema della asimmetria informativa, cercano di finanziare i nuovi progetti mediante capitale di debito[42].

Tuttavia, la principale implicazione di questo approccio è che l'impresa non tende al raggiungimento di una struttura finanziaria ottimale, perciò la scelta del finanziamento al margine sarà indipendente dal livello di indebitamento effettivo dell'impresa.

Molti altri contributi hanno ripreso e sviluppato le precedenti considerazioni, confermando o invalidandone le conclusioni[43].

5. *I conflitti per il controllo dell'impresa*

I contesti capitalistici di imprese "aperte", che si segnalano per il dinamismo nel reperire capitali/competenze al di fuori della cerchia dei fondatori e delle loro relazioni di parentela, tendono a sostituirsi a quelli delle imprese "chiuse", nell'ambito dell'attuazione di strategie di sviluppo internazionale sostanziale[44].

Nel panorama italiano, l'articolazione delle strutture proprietarie in gruppi di imprese, con la fitta rete di partecipazioni, rende le stesse imprese appartenenti al gruppo generalmente immuni dal rischio di scalate ostili[45]; l'assenza di offerte non concordate nella nostra Borsa (tra il 1992 ed il 1998 i casi di acquisizioni ostili sono stati solo tre), dovuta proprio all'elevata concentrazione degli assetti di controllo delle società, è stata evidenziata anche nella relazione annuale 1998 del presidente della Consob[46]. Inoltre, la distinzione tra un'offerta

[42] Questa conclusione è in contrasto con le spiegazioni di Jensen e Meckling: minori attività materiali, maggiori possibilità di realizzare "l'asset substitution", meno attività impiegabili per garantire il rimborso ai creditori, struttura finanziaria meno indebitata. Si veda il precedente paragrafo 3.2.
[43] W. Krasker (1986), *Stock price movements in response to stock issues under asymmetric information*, in Journal of Finance 41, 93-105. M.P. Narayanan (1988), *Debt versus equity under asymmetric information*, in Journal of Financial and Quantitative Analysis 23, 39-51. R. Heinkel e J. Zechner (1990), *The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives*, in Journal of Financial and Quantitative Analysis 25, 1-24. M. Brennan e A. Kraus (1987), *Efficient financing under asymmetric information*, in Journal of Finance 42, 1225-1243. T. Noe (1988), *Capital structure and signaling game equilibria*, in Review of Financial Studies 1, 331-356.
[44] Cfr. A. Zucchella e M.E. Maccarini, *I nuovi percorsi di internazionalizzazione*, Giuffrè, Milano 1999, pp. 177 ss.
[45] M. Rossi (1995), *Il caso italiano: una interpretazione delle peculiarità del Sistema Finanziario Italiano sulla base dei più recenti contributi della Teoria Economica*, in Quaderni di Economia e Finanza 1, 41-62.
[46] Cfr. Testo della Relazione annuale 1998 Consob, in *Il Sole 24 Ore* del 13/4/99.

pubblica d'acquisto (OPA) amichevole e una ostile risulta spesso labile ed incerta, poiché va valutata in funzione degli interessi di tutti gli stakeholders coinvolti, e non solo degli azionisti[47].

Tuttavia, partendo dalla considerazione fondamentale che le azioni danno diritto al voto, mentre altrettanto non accade per i titoli rappresentativi del debito, si giunge alle seguenti conclusioni:

- Le società potenziali obiettivo di scalate, in media, incrementano il proprio livello di capitale di debito e vedono aumentare la quotazione delle azioni.
- Il leverage risulta, in media, negativamente correlato col successo di un tentativo di scalata.
- Le società obiettivo di offerte di acquisto fallite hanno in media più debiti di quelle oggetto di "proxy fights" (lotte interne per il controllo, in cui cioè si fronteggiano due gruppi di azionisti).
- Tra le imprese oggetto di "proxy fights", il leverage è in media più basso per quelle in cui il vecchio management conserva il controllo.
- Il premio pagato agli azionisti della società obiettivo aumenta all'aumentare del livello di debiti dell'impresa obiettivo.

Tutte le conclusioni esposte riguardano, comunque, esclusivamente modificazioni di breve periodo della struttura finanziaria, in risposta a potenziali imminenti scalate, mentre nessuna considerazione viene formulata sulla struttura finanziaria ottimale di lungo periodo delle imprese.

Le principali spiegazioni fornite[48] indagano la maniera in cui la struttura finanziaria e la frazione di capitale proprio posseduta dal management incidono sul risultato di una lotta per il controllo, mediante gli effetti sulla distribuzione dei voti. Maturate negli anni '80 nel contesto anglosassone delle "corporations"[49], esse descrivono la relazione tra frazione di capitale proprio detenuta dai managers e valore delle azioni restanti sul mercato.

Tale relazione dipende dal valore dell'impresa se non viene o viene scalata e, nel secondo caso dal prezzo offerto da chi è riuscito nella scalata.

Generalmente, il management dell'impresa obiettivo può sempre manipolare il metodo e la probabilità di successo di un "takeover", modificando la frazione di capitale proprio in suo possesso. Poiché il management preesistente e il management di nuova nomina hanno

[47] Si veda TANCREDI BIANCHI, *Opa, difficile dire se è ostile o no*, in *Il Sole 24 Ore* del 23/4/99.

[48] M. HARRIS e A. RAVIV (1988), *Corporate control contests and capital structure*, in Journal of Financial Economics 20, 55-86. R. STULZ (1988), *Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control*, in Journal of Financial Economics 20, 25-54.

[49] Si veda *ante*, Cap. 1, paragrafo 2.

diversa capacità di gestione, il valore dell'impresa dipende dal risultato della scalata.

Tale risultato, ex ante, può essere di tre tipi, in funzione della frazione di capitale proprio detenuta dai managers: la scalata riesce sicuramente, la scalata fallisce sicuramente, il risultato è incerto e dipendente dal voto degli altri azionisti.

La frazione di capitale proprio detenuta dai managers è dai medesimi determinata dal confronto tra guadagni in conto capitale, ottenibili dalla cessione di azioni, e perdita dei benefici personali derivanti dal controllo dell'impresa.

Poiché la frazione di capitale proprio detenuta dal management dipende indirettamente dalla struttura finanziaria dell'impresa, ne deriva una teoria della struttura finanziaria.

Intuitivamente, il management dell'impresa obiettivo impiega incrementi di leverage come strategia per resistere al tentativo di scalata: emettendo debito per acquistare azioni, si trasferiscono diritti di voto dagli azionisti disinteressati al controllo verso coloro che desiderano mantenere il controllo. Tuttavia, l'incremento del grado di indebitamento riduce i benefici privati derivanti dal controllo, determinando un livello di indebitamento ottimale[50].

In altre parole, il management ottiene benefici privati mediante i controllo; per conservare il controllo, modifica la struttura finanziari indebitando l'impresa; l'indebitamento riduce i benefici personali de rivanti dall'esercizio del controllo. Quando è in atto un tentativo d scalata, il rivale comincia ad acquistare azioni sul mercato e, a secon da della frazione di partecipazione al capitale proprio del managemen e dei rivali, la lotta per il controllo può avere tre possibili risultati:

- la quota detenuta dal management è troppo piccola e il rival riesce nella scalata anche se ha capacità inferiori (l'offerta d acquisto ha successo);
- la quota detenuta dal management è troppo grande e questi con serva il controllo anche se ha capacità inferiore (l'offerta di acqu sto non ha successo);
- per valori intermedi di quota detenuta dal management, esso con serverà il controllo solo se ha capacità superiore o lo perderà ha capacità inferiore (quindi vincerà il rivale con capacità superi re). Questo caso è definito "proxy fight" e l'identità del vincito è nota solo dopo l'esercizio del voto.

[50] Il debito riduce i benefici derivanti dal controllo perché aumenta le probabi di fallimento, comporta clausole restrittive che limitano le scelte dei managers, bliga al pagamento di interessi che riducono i futuri flussi di cassa a disposizione managers.

Quindi, le imprese che rappresentano potenziali obiettivi di scalate incrementano il livello del capitale di debito, ed ex-post si dovrebbe riscontrare che le imprese oggetto di tentativi di scalata non riusciti hanno emesso in media più debito di quelle obiettivo di scalate riuscite, od oggetto di proxy fight. Inoltre, la percentuale di piccoli azionisti che voterà in favore del management preesistente è determinata dall'informazione che questi ricevono riguardo alle capacità dell'attuale management e del rivale. Meno debito è richiesto per vincere una "proxy fight", a parità di altre condizioni, se il management è in grado di comunicare di avere migliore capacità.

Pertanto, l'incremento di debito richiesto per scoraggiare una scalata è tanto minore quanto maggiori sono le possibilità per il management di comunicare la propria capacità superiore, e in un campione di imprese oggetto di "proxy fight", si dovrebbe riscontrare un livello di indebitamento inferiore per quelle imprese in cui il management riesce a mantenere il controllo. L'esperienza americana insegna, tuttavia, che le "pillole velenose" o il ricorso ai "cavalieri bianchi" non sono una garanzia di successo nella difesa dalle scalate ostili: ciò che più conta in una strategia difensiva è il varo di un buon piano industriale e soprattutto la comunicazione costante del top management con gli investitori istituzionali[51].

[51] Si veda il caso della scalata ostile della Hilton alla Itt-Sheraton nel 1997 e le considerazioni di Donna Hitscherich (vice-presidente della divisione fusioni ed acquisizioni di J.P. Morgan) riguardo all'Opa di Olivetti su Telecom, in *Il Sole 24 Ore* del 16/4/99, p. 33.