



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"I COSTI DI AGENZIA DEL DEBITO E LE SCELTE DI STRUTTURA
FINANZIARIA DELLE AZIENDE"**

RELATORE:

CH.MO PROF. Amedeo Pugliese

LAUREANDA: Ilenia Caleffi

MATRICOLA N. 1089989

ANNO ACCADEMICO 2016 –2017

INDICE - SOMMARIO

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO I. I COSTI DI AGENZIA NELLA DETERMINAZIONE DELLA STRUTTURA FINANZIARIA	5
1.1. L'affermazione dell'agency theory.....	5
1.2. Le asimmetrie informative e l'opportunismo delle parti	8
1.2.1. Azzardo morale	9
1.2.2. Selezione avversa	10
1.3. Le determinanti della scelta della struttura finanziaria	12
1.3.1. I Benefici fiscali e costi del dissesto	13
1.3.2. I Costi di agenzia di equity e debito.....	13
CAPITOLO II. I MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE E IL TRADE-OFF EQUITY-DEBT	16
2.1. Il Contesto di riferimento.....	16
2.2. I Modelli di governance banco-centrico e mercato-centrico	18
CAPITOLO III. I COSTI DI AGENZIA DEL DEBITO E POSSIBILI RIMEDI	23
3.1. I costi di agenzia del debito	23
3.1.1. Asset substitution	24
3.1.2. Debt overhang	29
3.2. Le possibili soluzioni al problema del monitoraggio del debito.....	32
CONCLUSIONI	35
BIBLIOGRAFIA	37

INTRODUZIONE

Ci sono numerose teorie che tentano di spiegare la struttura finanziaria di un'impresa, nessuna di esse da sola giunge ad una risposta ma tutte contribuiscono a spiegarne qualche aspetto. In questo lavoro, ho voluto volgere la mia attenzione su di una teoria in particolare, cioè la teoria dell'agenzia, ed in particolare sul contributo di questa alle scelte di struttura finanziaria delle aziende.

Il rapporto di agenzia è quello che si instaura tra due soggetti, nel quale uno (principale) obbliga l'altro (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione.

Esistono due principali rapporti di agenzia all'interno dell'azienda, quelli tra azionisti e managers e quelli tra managers e creditori. Il primo sarà presente maggiormente in aziende con un azionariato diffuso in cui quindi la proprietà è frammentata in un gran numero di azionisti di piccole dimensioni. Il secondo è presente nelle aziende che utilizzano in misura maggiore il debito per finanziarsi, in questi casi, gli interessi di azionisti e managers, tendono ad allinearsi e il rapporto opportunistico che pesa per la maggiore per le scelte di struttura finanziaria è quello tra managers/azionisti e creditori.

Per arrivare a questo problema comincerò nel capitolo 1 parlando dell'affermazione della teoria dell'agenzia. Perché ci sia un problema di opportunismo all'interno di un rapporto di agenzia è necessario prima di tutto che gli interessi dei due soggetti siano divergenti e poi che ci siano delle asimmetrie informative tra i due. Nel primo capitolo quindi, mi concentrerò anche su di quest'ultimo aspetto, spiegando e facendo qualche esempio sui due fenomeni principali causati dalle asimmetrie informative e quindi azzardo morale e selezione avversa. Attraverso un esempio di selezione avversa arriverò a spiegare una prima teoria sulla struttura finanziaria, cioè la teoria dell'ordine di scelta. Successivamente farò una piccola introduzione su di un'altra teoria ritenuta molto importante, cioè quella del trade-off tra i benefici fiscali del debito e i costi del dissesto che un eccessivo debito comporta e per finire parlerò dell'influenza della teoria dell'agenzia nelle scelte di politica finanziaria. Mi limiterò a parlare dei costi di agenzia di equity e debito, senza scendere nel dettaglio e rimanderò al capitolo 3 per un migliore approfondimento e qualche esempio di questi ultimi.

Oltre alle teorie sulla struttura finanziaria, ci sono altri fattori legati ai sentieri di sviluppo storico e alle caratteristiche dell'azienda che ne influenzano la struttura finanziaria. Questo è il tema su di cui concentrerò la mia attenzione nel secondo capitolo. Vedremo che, in generale, in Italia il tasso d'indebitamento è più elevato. Il sistema italiano è un sistema prettamente banco-centrico, è ragionevole quindi pensare che si manifestino maggiormente

problemi nel rapporto tra managers e creditori piuttosto che tra managers e azionisti. Questo è uno dei motivi per cui in questo lavoro, parlando dei costi di agenzia, mi sono voluta concentrare maggiormente sui costi di agenzia del debito rispetto a quelli “classici”. Nel capitolo 3 infatti parlerò dei principali costi di agenzia del debito, che si possono riassumere in due fenomeni: asset substitution e debt overhang. Il primo fa riferimento alla possibilità che il debito porti i manager a scegliere alternative di investimento più rischiose ma non necessariamente più remunerative, mentre il secondo è il problema opposto, cioè del rischio che il debito porti a rinunciare ad alternative di investimento profittevoli, e il motivo è che i benefici ricadrebbero solo sui creditori e non anche sugli azionisti. Chiuderò il capitolo proponendo qualche soluzione al problema di un debito eccessivo e dei costi di agenzia che esso comporta.

CAPITOLO I. I COSTI DI AGENZIA NELLA DETERMINAZIONE DELLA STRUTTURA FINANZIARIA

1.1. *L'affermazione dell'agency theory*

La letteratura è solita attribuire l'emergere della teoria dell'agenzia a Berle e Means e al loro libro "The modern corporation and Private Property" (1932); ci fu un altro autore però che, prima di loro individuò il problema della separazione tra proprietà e controllo. Già in "The Wealth of Nations" infatti, Adam Smith si mostra consapevole di questo problema. Nella sua opera sostiene che i dirigenti di società, una volta chiamati a gestire il denaro di altre persone, non si dedicheranno a tale attività con la stessa "anxious vigilance" con cui agirebbero gli stessi soggetti nell'amministrazione del proprio denaro. Nella gestione di tali attività, afferma, negligenza e sprechi saranno sempre presenti.¹ Questa, la prima evidenza in letteratura della presa di coscienza riguardo al tema dell'opportunismo nei comportamenti dei soggetti chiamati ad agire nell'interesse di qualcun altro.

Come già anticipato, questo stesso tema fu poi ripreso ed ampliato da Berle e Means. I due autori, affascinati dal fenomeno della grande impresa che ritenevano "rivoluzionario nei suoi effetti"² condussero uno studio sulle più grandi aziende statunitensi del tempo e dimostrarono come la proprietà azionaria fosse sempre più frammentata tra i vari azionisti. Indagarono poi sulle conseguenze della separazione tra proprietà e controllo ed arrivarono alla conclusione che quando le imprese crescono di dimensione e il numero degli azionisti aumenta, il guadagno per i dirigenti deriva più dalla loro qualifica di dirigenti che dagli utili che gli spettano per il loro investimento in capitale nell'azienda. Con le parole degli autori: "the owners most emphatically will not be served by a profit seeking controlling group"³, (cioè, i proprietari verranno "serviti" da un gruppo di controllo che non ricerca la massimizzazione dell'utile per l'azienda, in poche parole; gli interessi di direttori e manager divergono da quelli dei proprietari).

Altro importante contributo ci viene dato da Coase nel suo articolo "the nature of the firm" (1937) in cui la sua concezione dell'azienda come "bundle of contracts" pone le basi per due

¹ "The directors of such companies (...) being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. (...) Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company." Smith, 1776. The Wealth of Nations, p. 700

² Berle, Means, 1932. The modern Corporation and private property, P. 3

³ Berle, Means, op. cit. P. 114

importanti teorie: la Agency Theory e la Property Right Theory (Parbonetti, 2006). Oltre alla concezione dell'impresa come nesso di contratti, ci sono altri due assunti, che saranno poi alla base della teoria dell'agenzia, su cui l'autore volge la sua attenzione. Il primo è l'incertezza o, se vogliamo, la razionalità limitata dei soggetti; Coase (1937), riprendendo le parole di Frank H. Knight ci presenta due situazioni differenti e ci spiega quello che succederebbe in presenza e in assenza di incertezza. Riferendosi ad un sistema privo di incertezza afferma che per ogni individuo in possesso di una perfetta conoscenza della situazione "there would be no occasion for anything of the nature of responsible management or control of productive activity. Even marketing transactions in any realistic sense would not be found. The flow of raw materials and productive services to the consumer would be entirely automatic"⁴ Sempre in questa situazione si immagina poi che ogni lavoratore faccia quello che c'è da fare nel momento in cui bisogna farlo in una sorta di 'pre-established harmony'. Poi Coase fa riferimento alla presenza di incertezza e a quello che cambia riguardo allo svolgimento delle attività; "With the introduction of uncertainty-the fact of ignorance and the necessity of acting upon opinion rather than knowledge- [...] the actual execution of activity, becomes in a real sense a secondary part of life; the primary problem or function is deciding what to do and how to do it."⁵ Altro assunto che viene trattato da Coase e che pone le basi per uno studio più approfondito del fenomeno dell'agenzia è quello della relazione tra "Master and servant" o tra "datore di lavoro e dipendente". Coase sottolinea i due punti che secondo lui sono essenziali in questo rapporto cioè che il dipendente deve essere disposto a prestare servizio al capo e che il capo ha il diritto di controllare l'operato del dipendente personalmente o tramite l'aiuto di un altro agente.

Numerosi altri autori si sono poi occupati di questo tema, si distacca però il contributo di Jensen e Meckling (1976) a cui si deve l'elaborazione della definizione della relazione di agenzia che usiamo ancora oggi. Secondo le loro parole, il rapporto di agenzia è "un contratto in base al quale una o più persone (il principale) obbliga un'altra persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente"⁶. La definizione è molto generale e comprende qualsiasi situazione in cui una persona delega un'azione ad un'altra, i due autori però, nell'elaborazione di questa teoria fanno esplicito riferimento al rapporto che si instaura tra top management e proprietari, siano essi azionisti o creditori, di un'organizzazione.

⁴ Knight "Risk, uncertainty and profit" *In* Coase, 1937. The nature of the firm. P. 399

⁵ Knight, *In* Coase, op. cit.

⁶ "a contract under which one or more person (the principal/s), engage another person (the agent) to perform some service on their behalf, which involves delegating some decision-making authority to the agent" Jensen, Meckling, 1976. "Agency cost and the theory of the firm", p. 308

Tra queste due classi di soggetti esiste una divergenza di interessi e, come in tutti i casi in cui gli interessi di chi delega sono divergenti da quelli del delegato, è molto probabile che si arriverà a situazioni sub-ottimali; usando le parole dei due autori; “se supponiamo che entrambe le parti tentino di massimizzare la propria funzione di utilità, c’è buona probabilità di credere che l’agente non si comporterà sempre nell’interesse del principale.”⁷

Il principale problema diventa quindi quello di indurre l’agente, cioè il manager, ad agire nell’interesse del preponente, l’azionista. Per fare ciò, gli azionisti metteranno in atto una serie di azioni che possono andare dalla semplice sorveglianza sull’operato dei manager fino ad arrivare ad un sistema di incentivi che possa limitare l’effetto di comportamenti opportunistici. Tutte queste azioni rappresentano dei costi che vengono appunto definiti da Jensen e Meckling (1976) i costi di agenzia e sono la somma di:

1. Costi di sorveglianza, che comprendono oltre all’osservazione dei comportamenti dell’agente anche tutti gli sforzi da parte del principale per controllare l’operato dell’agente mediante incentivi e compensazioni.
2. Costi di obbligazione (bonding cost) che vengono sostenuti dall’agente per garantire che non metterà in atto comportamenti che possano danneggiare il principale e per assicurarlo che se questo dovesse succedere, la sua perdita (del principale) verrà compensata.
3. Perdita residua; cioè la differenza tra il valore dell’impresa che si avrebbe se l’agente si comportasse veramente in modo da massimizzare l’utilità per il principale e il valore dell’impresa che si determina in seguito all’effettivo comportamento messo in atto dall’agente.

Un altro motivo per cui il lavoro di Jensen e Meckling è importante è che questi autori fanno una prima e importante distinzione tra due tipologie di costi di agenzia, quelli dell’equity, o del capitale proprio, e quelli del debito, dedicando una parte del loro lavoro a spiegarne le caratteristiche e le differenze.

Questo loro approfondimento diventerà una fonte importante per i successivi studi relativi alla scelta della struttura finanziaria in base alla teoria del trade-off, secondo cui, in presenza di un mercato di capitali non perfetto (non vale quindi il teorema di Modigliani e Miller⁸) è necessario trovare il livello di indebitamento ottimale che corrisponde al punto che eguaglia i benefici marginali del debito ai costi marginali.

Vengono infatti inclusi i costi di agenzia del debito e i costi di agenzia dell’equity nell’equazione della teoria del trade-off originaria che bilanciava solamente i benefici

⁷ Jensen, Meckling, op. cit.

⁸ Teorema che afferma l’irrelevanza della struttura finanziaria nella determinazione del valore dell’impresa.

finanziari del debito derivanti dallo scudo fiscale degli interessi con i costi del dissesto finanziario connessi al debito.

1.2. Le asimmetrie informative e l'opportunismo delle parti

La teoria economica tradizionale assume che tutti i soggetti siano dotati di razionalità assoluta⁹, che siano in possesso delle stesse informazioni e che queste siano complete. Sulla base di queste ipotesi si pensava che i soggetti, in possesso della sola informazione del prezzo, mossi dall'opportunismo personale ricercassero la massimizzazione del loro benessere e che di conseguenza, il raggiungimento del benessere personale avrebbe portato a massimizzare anche il benessere di tutta la società.

L'ipotesi di informazione completa era anche alla base di un'altra teoria, quella di Modigliani Miller sull'irrelevanza della struttura finanziaria. Sappiamo ora che solo in un mondo ideale sarebbe possibile arrivare ad avere informazioni complete e simmetriche tra i vari soggetti, infatti la realtà si caratterizza per la presenza di asimmetrie informative (come già accennato), cioè delle differenze nelle informazioni che hanno a disposizione gli individui, in particolare nelle transazioni organizzative o di mercato.

Ad esempio, nel momento in cui una persona richiede un prestito, essa è a disposizione di più informazioni riguardo alla sua reale possibilità di poterlo ripagare rispetto a chi, questo prestito, lo deve concedere. Esempio analogo può riguardare un'azienda che desidera finanziarsi tramite debito e che è con molta probabilità in possesso di informazioni più dettagliate rispetto alla banca che deve concederglielo. I manager di un'azienda sono più informati riguardo al suo andamento e ai suoi flussi di cassa futuri rispetto agli azionisti, i clienti che sottoscrivono un'assicurazione sono più consapevoli del loro rischio di avere un incidente rispetto alle compagnie assicurative, e gli esempi potrebbero seguire, in quanto la presenza di asimmetrie informative riguarda tutte le transazioni economiche.

Per quanto concerne il rapporto di agenzia, le asimmetrie informative sono a favore dell'agente (il manager) che dispone solitamente di più informazioni rispetto al principale (il proprietario, che sia azionista o che sia creditore dell'azienda). Il soggetto che dispone di più

⁹ A tal riguardo un nuovo filone di studi, quello della finanza comportamentale, afferma che alcuni fenomeni finanziari si possano spiegare con il fatto che gli agenti economici non agiscano con razionalità assoluta ma che vengono fatti trasportare dagli avvenimenti, diventa importante il market timing nella definizione della struttura finanziaria; "a periodi di euforia nei mercati borsistici corrisponde un maggior numero di emissioni azionarie (aumento dell'equity e riduzione del leverage); e, viceversa, a periodi di "orso" in Borsa corrisponde un maggior numero di operazioni di riacquisto di azioni (riduzione dell'equity e aumento del leverage)." Maurizio la Rocca, 2005. "Corporate governance, struttura del capitale e valore."

informazioni è avvantaggiato però colui che ne ha meno, ne è consapevole e in base a questo orienta i suoi comportamenti.

Le asimmetrie informative possono essere quindi fonte di comportamenti opportunistici da parte del soggetto più informato; esse infatti vengono utilizzate dai manager a loro vantaggio generando due problemi: la selezione avversa (opportunismo ex ante) e l'azzardo morale (opportunismo ex post).

1.2.1. Azzardo morale

L'azzardo morale è il comportamento opportunistico che viene messo in atto ex-post cioè una volta che il contratto tra due parti è già stato concluso. L'asimmetria informativa può essere come può non essere presente nel momento di stipulazione del contratto ma di sicuro si manifesterà successivamente. Perché sia possibile ricorrere all'azzardo morale infatti, è necessario che una parte possa compiere azioni senza che l'altra parte ne venga a conoscenza oppure possa accedere ad informazioni che l'altro soggetto non ha.

Il fenomeno del Moral Hazard è facilmente riscontrabile in ambito assicurativo. Ad esempio una persona potrebbe sottoscrivere una polizza e, successivamente recarsi da sé un danno in modo da poter così ricevere il denaro da parte della compagnia assicurativa. Una possibile soluzione al problema potrebbe essere quella di fornire solo contratti di assicurazione parziale, così l'assicurato avrà un incentivo per utilizzare una maggiore prudenza in modo da evitare l'incidente (Arnott, Stiglitz, 1991).¹⁰

Un altro esempio di una situazione in cui si potrebbe verificare il fenomeno dell'azzardo morale potrebbe essere quello di un'azienda che richiede un finanziamento ad una banca per la realizzazione di un progetto. L'azienda illustra il progetto alla banca nella maniera migliore possibile rendendola partecipe dei rendimenti attesi e del rischio specifico dell'investimento. La banca accetta ed eroga il finanziamento scegliendo il tasso di interesse che ritiene più opportuno solo che poi l'azienda utilizza quel denaro per finanziare altri progetti con un rischio specifico molto più elevato. Questo comportamento opportunistico messo in atto dall'azienda ex-post è conseguenza del fatto che c'è una certa difficoltà da parte della banca nel controllare come vengano utilizzati di preciso i suoi investimenti. La soluzione a questo problema potrebbe essere quella di condurre un lavoro di monitoraggio sui finanziamenti che questa eroga, una soluzione che però ovviamente porta dei costi.

¹⁰ "One way the market responds to moral hazard is to provide only partial insurance, since then individuals still have some incentive to take care to avoid the accident", Arnott, Stiglitz, 1991. "Moral Hazard and Nonmarket Institutions: Dysfunctional Crowding Out of Peer Monitoring?", p. 179-190

1.2.2. Selezione avversa

Anche il fenomeno della selezione avversa deriva da un problema di asimmetria informativa solo che a differenza dell'azzardo morale, la selezione avversa è il comportamento opportunistico messo in atto dal soggetto nella fase iniziale di stipulazione del contratto. La selezione avversa presuppone che l'asimmetria informativa sia già presente nel momento di stipulazione del contratto.

Un esempio importante che si può fare per spiegare l'opportunismo ex-ante che generano le asimmetrie informative è quello del mercato delle auto usate, illustrato da Akerlof (1970) e da lui definito come l'esempio che cattura l'essenza del problema. Akerlof sostiene che esistano due tipi di auto, le auto di buona qualità e le auto di cattiva qualità. Per quanto riguarda le auto nuove, c'è una probabilità pari a q che l'auto sia buona e una probabilità pari a $(1-q)$ che l'auto sia un bidone. Con riferimento alle auto nuove, né il venditore né l'acquirente sono a conoscenza della reale qualità della macchina. Quando il venditore però vende un'auto usata, ha avuto modo di testarla per un determinato periodo di tempo e quindi sa se quell'auto è di buona qualità oppure un bidone. Si viene a formare in questo caso un'asimmetria informativa perché il venditore si trova nella condizione di sapere ex-ante com'è l'auto mentre l'acquirente no. Per il soggetto in possesso di un'auto di cattiva qualità, sarebbe conveniente liberarsene e venderla, e avrebbe tutti i motivi per farlo. Per questo motivo, l'acquirente è indotto a pensare che il desiderio di vendere l'auto derivi dal fatto che questa sia di cattiva qualità e questa situazione crea una mancanza di un mercato per le auto usate di buona qualità.

Questo stesso esempio può valere anche per le aziende che desiderano finanziare dei progetti di investimento (che sia tramite azioni o che sia tramite debito). Quando un'azienda decide di voler finanziare un progetto, gli imprenditori o i manager sono consapevoli della qualità del loro progetto mentre coloro che sono chiamati a doverlo finanziare non hanno a disposizione abbastanza informazioni per valutarne la qualità. Per questo motivo, (come nell'esempio delle macchine usate di Akerlof) i possibili futuri azionisti/creditori dell'azienda, tenderanno a pensare che i progetti che gli vengono proposti dagli imprenditori/manager siano dei bidoni e saranno disposti a pagare un prezzo molto basso per il loro finanziamento (gli azionisti richiederanno uno sconto sul prezzo delle azioni e le banche applicheranno un tasso d'interesse più alto che rispecchi il rischio). Di conseguenza potrebbe essere difficile trovare il modo di finanziare progetti che siano meritevoli e redditivi. Per finanziare questi investimenti c'è bisogno che le informazioni tra managers e futuri creditori o futuri azionisti siano più allineate possibile. Un modo in cui i managers potrebbero arrivare a questo risultato,

potrebbe essere quello di lanciare delle campagne informative, fare delle dichiarazioni riguardanti le prospettive future dell'azienda oppure, visto che "i fatti contano più delle parole", intraprendere azioni che non si sarebbero intraprese se non si fosse certi che l'investimento fosse davvero un buon investimento (Berk, DeMarzo, 2015). A questo scopo, managers e attuali proprietari dell'azienda (cioè coloro che possiedono le informazioni più complete riguardo al progetto che si desidera intraprendere) potrebbero finanziare i nuovi investimenti con il loro denaro (ad esempio gli utili non distribuiti) in modo da mandare un chiaro segnale che l'investimento è meritevole. La dimostrazione della volontà di investire, potrà quindi dare un tangibile segnale favorevole a possibili creditori e possibili azionisti che da quel momento potrebbero essere più propensi a prestare denaro all'azienda o a comprarne le sue azioni (Brealey, Leland, Pyle, 1977, p. 371-372)

L'idea che i managers preferiscano utilizzare per i loro finanziamenti, prima le riserve di utili, poi il debito e solo successivamente l'emissione di azioni è chiamata ipotesi dell'ordine di scelta (pecking order hypothesis) ed è stata proposta in primo luogo da Myers (1984)¹¹.

Questo specifico ordine è quello che dovrebbe minimizzare i costi derivanti dall'opportunismo ex-ante o selezione avversa.

Il motivo per cui la prima scelta di finanziamento ricada sugli utili non distribuiti lo abbiamo già giustificato precedentemente ed era già conosciuto da Myers. In assenza di riserve di utili, l'azienda cercherà di finanziarsi attraverso fondi esterni, cioè il debito bancario oppure prestiti obbligazionari ed emissione di nuove azioni. Myers afferma che il finanziamento tramite debito è preferibile rispetto a quello tramite azioni in quanto il primo è più sicuro.¹² Il ricorso al capitale azionario invece avviene solamente nel caso in cui il livello di indebitamento è tale che i costi di agenzia associati ad un ulteriore indebitamento siano maggiori dello sconto da applicare sui nuovi titoli azionari.¹³ (come avevamo già detto, l'emissione di nuove azioni per finanziarsi fa pensare agli investitori che queste azioni siano dei "bidoni" quindi il prezzo viene scontato)

Per esempio, per un'impresa che ha già un livello di indebitamento molto alto, l'ottenimento di altri fondi tramite il debito potrebbe essere troppo costoso per via dei costi legati ai Covenants (vincoli contrattuali che limitano la discrezionalità futura dell'impresa in termini di investimenti/dividendi e scelte operative e finanziarie) associati a questo tipo di

¹¹ Myers, 1984 "The Capital Structure Puzzle", p. 575-592

¹² "If the firm does seek external funds, it is better off issuing debt than equity securities. The general rule is, "Issue safe securities before risky ones." Myers, op. cit.

¹³ "you will refuse to buy equity unless the firm has already exhausted its debt capacity- that is unless the firm has issued so much debt already that it would face substantial additional costs in issuing more" Myers, op. cit.

finanziamento. “Quindi, quanto maggiore è il livello di rischiosità dell’impresa, tanto maggiore è la probabilità di scendere nell’ordine gerarchico” (Fabbri, 1999).

Ad ogni modo, dal momento della prima formulazione della teoria dell’ordine di scelta, si contano numerosi studi che tentano di spiegare se e quando questa descrive gli effettivi comportamenti adottati dai manager nella scelta della struttura finanziaria, questi studi non sono ancora giunti però ad un accordo comune. Ad esempio viene dimostrato che le imprese possono emettere azioni anche quando hanno possibilità di finanziarsi con il debito e non seguono così strettamente l’ipotesi dell’ordine di scelta. (Leary, Roberts, 2010)

Un altro esempio, forse più semplice, di opportunismo ex-ante che si potrebbe presentare nel rapporto tra attuali azionisti e potenziale manager, consiste nel nascondimento di informazioni o nella fornitura di informazioni erranee da parte del manager riguardo alle proprie competenze e capacità con l’obiettivo di farsi assumere. Il rischio che ovviamente ne deriva è di una mala gestione dell’azienda che soprattutto in un primo momento può rimanere nascosta agli azionisti per la difficoltà di controllo sull’operato dei manager.

Questi esempi ci mostrano come le asimmetrie informative, e in questo caso la selezione avversa, giochino un ruolo chiave nel rapporto tra attuali azionisti dell’azienda e i potenziali manager ma giochino un ruolo altrettanto importante anche nel rapporto tra manager e futuri azionisti o possibili concessori di debito andando quindi ad incidere nella determinazione della struttura finanziaria.

1.3. Le determinanti della scelta della struttura finanziaria

La teoria della struttura finanziaria comincia con il lavoro seminale di Modigliani e Miller del 1958. Loro sostenevano che il valore di un’impresa non dipende dalla sua struttura del capitale, questa assunzione però è vera solo nel caso in cui si parli di mercati dei capitali perfetti cioè senza asimmetrie informative, senza imposte, senza costi di dissesto e senza costi di agenzia. Tutte queste variabili che rendono il mercato dei capitali non perfetto sono anche le variabili che influenzano maggiormente la scelta della struttura finanziaria.

La teoria che prende in considerazione l’asimmetria informativa è la teoria dell’ordine di scelta (che abbiamo già introdotto, parlando del problema della selezione avversa) mentre le teorie che si concentrano su imposte, costi del dissesto e costi di agenzia sono le teorie del

trade-off. Queste ultime tentano di definire quale sia la struttura ottimale del capitale analizzando i vantaggi e gli svantaggi che derivano dal debito¹⁴.

1.3.1. I Benefici fiscali e costi del dissesto

I primi studi si sono concentrati esclusivamente del trade-off tra debito e equity riguardanti i benefici fiscali che apporta il debito e i costi del dissesto finanziario connessi ad un'eccessiva leva finanziaria. Le imposte che devono pagare le aziende, sono sugli utili calcolati dopo aver pagato gli interessi passivi connessi al debito. Ne consegue che maggiore sarà il livello dell'indebitamento, maggiori saranno gli interessi passivi e minore sarà il peso delle imposte. Questo minore peso delle imposte associato alla deducibilità degli interessi viene chiamato scudo fiscale degli interessi e fa in modo di aumentare il valore dell'azienda. Se per ipotesi infatti non ci fossero costi di dissesto, la struttura finanziaria ottimale potrebbe essere composta da solo debito (Miller, 1988). Tenendo però conto dell'esistenza dei costi del dissesto, bisogna trovare il giusto trade-off che bilanci i benefici fiscali con i costi del fallimento e settare il corrispondente livello di indebitamento.

Possiamo dire quindi che la struttura finanziaria migliore è quella che massimizza il valore dell'azienda ma osserviamo delle deviazioni da questo principio se gli interessi dei managers non coincidono con quelli dei proprietari, entrano in gioco da questo punto di vista i costi di agenzia.

1.3.2. I Costi di agenzia di equity e debito

Nella formula del trade-off bisogna tenere conto quindi anche dei costi di agenzia. Come abbiamo già accennato, Jensen e Meckling (1976) hanno identificato due tipi di conflitti. Il primo è il conflitto tra azionisti e managers e sorge perché i manager che sono quelli chiamati a prendere le decisioni, non detengono la totale proprietà dell'azienda. Di conseguenza, non gli viene assegnato tutto il risultato positivo proveniente dalle loro decisioni ma ne sopportano lo sforzo (Harris, Raviv, 1991). Per fare un esempio: se i manager di una società detengono il 100% delle azioni di quella società e si finanziano interamente con debito, ogni decisione che prendono che fa aumentare il valore dell'azienda, fa aumentare nella stessa misura anche il valore delle loro partecipazioni. Se invece questi manager detengono solo il 30% delle partecipazioni di quell'azienda e il restante 70 % è posseduto dagli azionisti, ogni decisione che prenderanno che farà aumentare il valore dell'azienda farà aumentare anche il valore delle

¹⁴Harris, Raviv, 1991. "The Theory of Capital Structure". I due autori fanno una rassegna dei principali studi riguardanti i fattori che determinano la struttura finanziaria e ne sintetizzano i risultati in questo lavoro.

loro azioni ma in misura minore perché ne detengono solo una percentuale. Gran parte del profitto derivante dalle loro decisioni verrà affidato agli azionisti. Analogamente per i costi dei benefit aziendali, i managers che detengono tutta la proprietà si guarderanno bene dallo sprecare risorse per l'utilizzo di benefit quali il jet aziendale, la limousine, un ufficio elegante e costoso. Mentre, manager che detengono solo una parte della proprietà, potrebbero approfittare di questi lussi visto che gran parte del loro costo verrà pagato dagli azionisti. Più grande è la percentuale di equity detenuta dai managers, più quest'inefficienza sarà ridotta. Inoltre, come dimostrato da Jensen in un altro suo noto lavoro del 1986, siccome il debito obbliga al pagamento di interessi periodici, questo riduce l'ammontare di "free cash flow" disponibili al management che potrebbero essere usati per finanziare progetti con un ritorno atteso basso o per far fronte alle spese in benefit menzionate qui sopra. Questi esempi appena illustrati, sono alcuni dei benefici che si traggono dall'utilizzo del finanziamento con debito, e si vanno a sommare ai costi di agenzia dell'equity insieme ai costi di monitoraggio e sorveglianza.

Da queste considerazioni, qualcuno potrebbe pensare che finanziarsi solo tramite debito sia la cosa migliore, però bisogna prendere in considerazione anche i numerosi costi di agenzia che il debito comporta.

A tale riguardo, l'altro conflitto individuato da Jensen e Meckling (1976) è quello che si presenta tra i detentori di capitale di debito e gli azionisti ed è causato dal fatto che il finanziamento tramite debito incentiva gli azionisti ad investire in modo sub-ottimale. La ragione è semplice ed è molto simile alla ragione che spinge i manager ad investire in modo non ottimale e a sprecare risorse nel caso in cui la proprietà dell'azienda sia diffusa. La contrazione di debito presuppone che, se i ritorni attesi di un determinato investimento sono elevati, coloro che ne beneficeranno maggiormente saranno i proprietari delle azioni e non i creditori dell'azienda. Ma se quell'investimento non va a buon fine, a causa della responsabilità limitata, coloro che ne supporteranno i costi saranno interamente i possessori di capitale di debito e non gli azionisti. La responsabilità limitata gioca un ruolo importante in questo caso perché in caso di insolvenza i creditori non possono rivalersi sul patrimonio personale dei singoli soci. Gli azionisti saranno quindi portati ad effettuare investimenti caratterizzati da un'alta percentuale di rischio scommettendo a tutti gli effetti con i soldi dei creditori (Berk, DeMarzo). Questo problema appena enunciato è uno dei costi di agenzia del debito ed è conosciuto con il nome di asset substitution (di cui avrò modo di parlare più dettagliatamente nel capitolo 3).

Anche in questo caso dunque, nella determinazione della struttura finanziaria bisogna considerare il trade-off tra costi e benefici che il finanziamento tramite debito comporta, nei

rapporti di agenzia. Bisogna considerare cioè i costi di agenzia che derivano dal rapporto tra managers e azionisti e i costi di agenzia che derivano dal rapporto tra managers e creditori. La struttura di capitale finale non sarà mai costituita interamente da debito o interamente da equity ma sarà in un punto intermedio tra i due.

Possiamo quindi dire che, per raggiungere l'obiettivo primario di un'impresa, cioè quello della creazione di valore, una parte fondamentale è quella della predisposizione di una struttura finanziaria ottimale che spinga il management alla realizzazione dei giusti investimenti senza incorrere in comportamenti opportunistici.

Per concludere, le diverse teorie sulla struttura del capitale finora enunciate (teoria dell'ordine di scelta, teoria del trade off tra benefici fiscali del debito e costi d'insolvenza, e tra costi di agenzia di equity e debito) non sono esclusive. Nessuna di queste teorie riesce a spiegare da sola la struttura del capitale ma vanno anzi considerate insieme perché ognuna di esse ne spiega qualche aspetto. Come dicono Fama e French¹⁵ (2005):

“it is probably time to stop running empirical horse races between them as stand-alone stories for capital structures. Perhaps it is best to regard the two models as stable mates, with each having elements of truth that help explain some aspects of financing decisions.”

¹⁵ Fama, French, 2005. “Financing decisions: who issues stock?”, p. 549-582

CAPITOLO II. I MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE E IL TRADE-OFF EQUITY-DEBT

La prima parte di questo capitolo, ha ad oggetto le variabili del contesto di riferimento in cui si ritrova l'impresa. Prenderò in considerazione le differenze settoriali, le differenze nelle caratteristiche specifiche di ogni azienda e le differenze legate al contesto geografico dovute a percorsi di sviluppo diversi per ogni paese.

Ho deciso di parlare di queste variabili perché esse sono da considerare congiuntamente alle teorie sulle politiche finanziarie citate nel primo capitolo e definiscono in linea di massima quali sono le caratteristiche delle aziende che preferiscono adottare una governance bank-based piuttosto che una equity-based.

Nella seconda parte del capitolo mi soffermo a descrivere questi due modelli.

Come avremo modo di vedere nelle prossime pagine, seppur negli ultimi tempi si stia tentando di attenuare le differenze tra uno e l'altro modello, nel nostro paese (sia per motivi legati alle caratteristiche delle PMI italiane, sia per motivi legati a diversi percorsi storici di sviluppo) sono presenti soprattutto imprese banco-centriche. Questo è uno dei motivi per cui, parlando dei costi di agenzia nel capitolo 3, mi concentrerò essenzialmente sui costi di agenzia del debito, presenti in misura maggiore nei modelli banco-centrici rispetto a quelli mercato-centrici.

2.1. Il Contesto di riferimento

La letteratura suggerisce che non esiste una teoria che spieghi da sola le scelte di struttura finanziaria di un'azienda. Possiamo dire anche che non esiste nemmeno una struttura di capitale ottimale, univoca e uguale per tutte le aziende. Il motivo di questa affermazione è che i diversi costi e benefici del debito (teoria del trade-off) e il diverso peso dei costi di agenzia, possono variare a seconda delle caratteristiche dell'impresa. I fattori che influenzano la diversità delle imprese si dividono in tre categorie (Tunisini, Pencarelli, Ferrucci, 2014):

1. Fattori *industry specific*
2. Fattori *firm specific*
3. Fattori *context specific*

I fattori *industry specific* si riferiscono principalmente al settore all'interno del quale l'azienda opera. L'appartenenza ad un determinato settore piuttosto che ad un altro, comporta differenze nel livello di concentrazione, nell'intensità della concorrenza, nelle regolamentazioni, nel peso delle attività di ricerca e sviluppo e anche nella determinazione

della struttura finanziaria. Le aziende che appartengono allo stesso settore, condividendo le stesse caratteristiche economico finanziarie, tenderanno ad adottare politiche di finanziamento simili che rispecchino vantaggi e svantaggi del debito associati a quel settore (La Rocca, 2005).

Nei settori caratterizzati da una minore stabilità, maggiore variabilità dei flussi di cassa, e minori risorse materiali investite nell'azienda (ad esempio settori high-tech, settore farmaceutico, settore cosmetico, settore delle biotecnologie), il rapporto d'indebitamento è molto basso. Mentre, nei settori con flussi di cassa meno variabili e maggiori investimenti in asset tangibili che potranno fungere da collateral (settori low tech, settore tessile, dell'acciaio), c'è un maggiore ricorso all'indebitamento per finanziarsi (La Rocca, 2005 e Berk, De Marzo, 2015).

Più in particolare, ci sono una serie di fattori *firm specific* che aiutano a spiegare il livello di leverage ottimale, alcuni di essi sono collegati alle caratteristiche che contraddistinguono i diversi settori e, si possono spiegare attraverso le teorie di struttura di capitale di cui abbiamo già parlato. Questi fattori sono (La Rocca, 2005 e Berk, De Marzo, 2015):

- Dimensione aziendale¹⁸; Più un'azienda è grande di dimensioni più si associa ad un minore rischio operativo e ad una minore probabilità di fallimento (teoria del trade-off). La dimensione aziendale è collegata quindi positivamente al grado di indebitamento.
- Peso degli investimenti in ricerca e sviluppo e pubblicità; Le imprese che hanno costi elevati di ricerca e sviluppo mantengono un basso livello di indebitamento. Probabilmente questo dipende dal fatto che le aziende che dedicano più risorse alla R&S, stanno investendo in asset intangibili su cui i creditori non si possono rivalere e questo determinerebbe dei maggiori costi di fallimento.
- Cash flow; se i flussi di cassa sono limitati, l'impresa non necessiterà di molto debito per sfruttare lo scudo fiscale (teoria del trade-off) e i manager non avranno un

¹⁸ Della relazione positiva tra aumento della dimensione e aumento dell'indebitamento si trova un riscontro negli studi di Titman e Wessels (1988), Friend e Lang (1988), Rajan e Zingales (1995) e Sapienza (1997) (Citati in La Rocca, 2005, p.112). Però è anche vero il contrario, cioè che a dimensioni molto piccole possa essere associato un leverage maggiore. Questo vale soprattutto per le PMI italiane, che pur essendo di piccole dimensioni si caratterizzano per livelli d'indebitamento relativamente alti. Il motivo è che nel finanziamento delle PMI intervengono una serie di fattori caratteristici del contesto Italiano nel quale queste imprese si sono sviluppate. Questi fattori "si traducono generalmente nell'adozione di schemi di preferenza verso modelli di proprietà chiusi da parte dei piccoli imprenditori e nell'assegnazione di un ruolo marginale alla funzione finanziaria per il cui presidio non vengono destinate risorse umane con le competenze adatte a gestire in modo efficiente ed efficace le operazioni finanziarie di reperimento e di impiego dei fondi." (Tunisini et al., 2014, p. 337)

eccessivo cash flow da utilizzare per le loro decisioni di spesa. Se invece i flussi di cassa sono elevati e sono stabili, lo scudo fiscale e i benefici di incentivo del debito sono maggiori.

- Rischiosità d'impresa; più l'impresa è rischiosa più il livello di indebitamento sarà minore vista la maggiore probabilità di fallimento.
- Immobilizzazioni materiali; la presenza di molti asset tangibili e poche immobilizzazioni immateriali all'interno dell'impresa farà sì che i costi del dissesto/fallimento siano minori perché i creditori si potranno rivalere su di questi beni in caso di fallimento, liquidando l'attivo quasi al suo valore pieno. La presenza di immobilizzazioni materiali è una garanzia nel momento in cui si contrae un debito (teoria dell'agenzia).

Dopo aver parlato dei fattori industry specific e firm specific, non rimane altro che parlare dei fattori context specific. A questa ultima categoria appartengono i fattori legati al contesto di riferimento in cui si ritrova l'azienda. "le imprese operano all'interno di specifici sistemi politico-istituzionali e normativi nonché nell'ambito, tra l'altro, di dati sistemi finanziari e tecnologici, generando connotati specifici di nazionalità." (Tunisini et. al., 2014). Così ad esempio, il ruolo centrale del mercato azionario è una caratteristica molto importante del capitalismo anglosassone, oppure la presenza di tante piccole imprese la cui proprietà è riconducibile ad un nucleo familiare è una delle caratteristiche che contraddistingue il nostro paese.

Sulla base di quanto appena detto ci potranno essere aziende la cui loro struttura ottimale presenta un più o un meno elevato livello di indebitamento.

2.2. *I Modelli di governance banco-centrico e mercato-centrico*

Premessa essenziale del finanziamento delle aziende è quella del raccoglimento dei capitali e quindi quella della mobilitazione del risparmio. Il sistema economico si caratterizza per la presenza di due classi di soggetti; coloro che hanno una sovrabbondanza di risorse e coloro invece che sono in deficit e ne necessitano. I primi soggetti sono i risparmiatori mentre i secondi sono le aziende. Il capitale prodotto attraverso il lavoro o frutto di altre rendite, viene trasferito dai primi ai secondi che lo utilizzeranno per i loro investimenti. Se questi investimenti sono redditivi, si creerà nuova ricchezza, che sarà un beneficio non solo per l'azienda ma per tutta l'economia in generale.

Il processo di raccolta di capitali può avvenire in due modi. Il primo è attraverso le banche. I soggetti in surplus economico, possono riporre il loro denaro in banca, trasferendone la proprietà²¹ all'istituto di credito. Le banche poi, mediante operazioni di impiego, erogano fondi a chi ne fa richiesta per la gestione della propria attività economica o per finanziare spese di consumo o per investimenti, soggetti quindi che possono essere sia aziende che privati. Le banche diventando creditrici nei confronti di questi soggetti definiti affiliati e richiedono il pagamento di interessi. L'intermediazione bancaria è resa possibile dalla cosiddetta trasformazione delle scadenze, le banche fanno coincidere le scadenze dei depositi che hanno mediamente una durata più breve con quelle degli impieghi che solitamente sono a medio-lungo termine. Questo è possibile perché non tutti i depositanti verranno a richiedere la restituzione della somma nello stesso momento, quindi parte della raccolta può essere usata per prestiti a lungo termine.

Senza l'attività di intermediazione delle banche sarebbe molto più difficile questa mobilitazione del risparmio perché sarebbe difficile per entrambe le parti sia trovare il soggetto giusto a cui rivolgersi e sia organizzare un modo per far coincidere le scadenze. L'intermediazione bancaria, inoltre, garantisce una maggiore diversificazione del rischio per i risparmiatori rispetto a quella che avrebbero se prestassero il loro denaro solo ad un'azienda. Laddove il sistema di raccolta di fondi da parte delle imprese avvenga prevalentemente attraverso l'intermediazione della banca, le aziende tenderanno ad essere organizzate sotto forma di società di capitali a proprietà concentrata cioè società in cui l'imprenditore stesso è direttamente o indirettamente l'azionista di controllo (Tagliamonte,2010). Oltre ad essere concentrata, la proprietà dell'impresa si caratterizza anche per essere piuttosto stabile, questo è dettato dal fatto che la banca vuole che l'impresa rimanga sotto la gestione dell'imprenditore da lei selezionato.

Uno dei vantaggi della concentrazione della proprietà è che non si presenteranno costi di agenzia (quelli classici tra managers e azionisti), la proprietà ed il controllo sono nelle mani dello stesso soggetto (o dello stesso gruppo di soggetti), ed essendo gli utili, il principale guadagno dei proprietari dell'impresa, questi si comporteranno in modo tale da massimizzarli. Un altro vantaggio è la maggiore reattività di risposta e la velocità nel prendere le decisioni. Ci sono però anche degli svantaggi derivanti da una struttura finanziaria bank-based e quindi più indebitata. Uno di questi è la scarsa dotazione di mezzi propri determinata dalla "bassa attitudine dell'impresa a fronteggiare eventuali fabbisogni incrementali di fondi tramite il

²¹ Codice Civile, art. 1834 "Nei depositi di una somma di danaro presso una banca, questa ne acquista la proprietà ed è obbligata a restituirla nella stessa specie monetaria, alla scadenza del termine convenuto ovvero a richiesta del depositante, con l'osservanza del periodo di preavviso stabilito dalle parti o dagli usi."

ricordo a ulteriori strumenti di debito, anche perché ampiamente utilizzati entro i limiti fisiologici di funzionamento dell'azienda e nell'ambito dei livelli di affidamento accordati dal sistema bancario". (Tunisini et. al., 2014, p.335)

Un classico esempio di modello banco-centrico è quello delle piccole e medie imprese italiane. L'indebitamento delle PMI dipende da molti fattori. Storicamente i mercati finanziari italiani si presentavano poco sviluppati ed era difficile per i risparmiatori trovare strumenti che gli consentissero di finanziare le imprese direttamente attraverso il capitale di rischio²³. Inoltre le banche sono sempre state generose con le imprese italiane e, "la nostra disciplina tributaria ha tradizionalmente avvantaggiato gli strumenti di debito piuttosto che quelli di capitale di rischio." (Tunisini et. al., 2014, p.338) Un altro motivo può essere legato al fatto che le PMI italiane operano principalmente in settori tradizionali, quindi caratterizzati da un basso livello di spese per attività di R&S, per la prevalenza di investimenti in asset tangibili rispetto a quelli intangibili, e flussi di cassa sono stabili. Inoltre le PMI italiane nascono per restare piccole quindi non hanno bisogno di ingenti investimenti, questo favorisce ancora di più la preferenza del debito sul capitale di rischio. Oltre che dalla dimensione e dalla scarsa propensione delle imprese a crescere, la quotazione nel mercato azionario è frenata anche dall'avversione dell'imprenditore ad aprire il capitale ad investitori esterni, e dai costi, sia diretti che indiretti, che l'accesso al mercato azionario comporta. Questi costi possono essere i costi per il servizio di collocamento e garanzia dei titoli emessi oppure gli oneri connessi con gli obblighi di trasparenza (Cesarini, Gobbi, 2016).

Tornando al processo di raccolta di capitali, l'altro per l'appunto è attraverso il mercato azionario. Questa forma di raccolta si è sviluppata a partire dai mercati anglo-americani e viene detta forma di raccolta diretta, perché non si avvale dell'intermediazione della banca. Sono le imprese che si rivolgono direttamente ai mercati azionari emettendo titoli che rappresentano una quota parte del capitale sociale dell'impresa e provando a venderli così da finanziarsi.

Gli investitori che comprano questi titoli, diventano soci dell'azienda e come tali, avranno, oltre che il diritto di voto, anche il diritto di partecipare agli utili dell'azienda in misura proporzionale alla quota posseduta. I dividendi però non sempre vengono distribuiti, anzi, se c'è bisogno di fare un investimento, sono spesso la prima opzione di scelta per finanziarlo (secondo la teoria del pecking order di cui abbiamo già parlato). A differenza del canale bancario quindi, gli investitori che utilizzano i loro capitali per comprare titoli in borsa si

²³ Negli ultimi tempi le cose stanno cambiando e si sta assistendo ad una maggiore apertura verso il finanziamento attraverso capitale di rischio anche in Italia.

aspettano un guadagno che non è però sicuro ma solo eventuale. Oltre dalla riscossione degli utili, i possessori di azioni potrebbero trarne un guadagno rivendendo quel titolo nel mercato secondario²⁴ ad un prezzo superiore rispetto a quello per cui l'hanno comprato, realizzando così una plusvalenza. Questo è possibile in quanto le azioni sono titoli a reddito variabile. Il loro valore di mercato oscilla di giorno in giorno in borsa ed è dato dall'incontro tra domanda e offerta.

Ad esempio, se la domanda supera l'offerta, il prezzo delle azioni salirà, questo farà diminuire la domanda fino a che domanda e offerta si incontreranno in un nuovo punto di equilibrio. Questo aumento del prezzo delle azioni viene chiamato apprezzamento. Esempio contrario è quello del deprezzamento, che sarebbe il calare del prezzo dei titoli causato da un'eccessiva offerta rispetto alla domanda. La prevalenza di domanda o offerta è influenzata dalle informazioni riguardanti la profittabilità dell'azienda o del settore in cui opera, o dagli andamenti politici ed economici.

Le imprese che si rivolgono principalmente al mercato azionario per trovare i loro finanziatori sono chiamate public companies e fanno parte delle imprese mercato centriche (market-based). Si presentano come delle strutture societarie in cui la proprietà azionaria è frammentata in un gran numero di azionisti di piccole dimensioni. Questi ultimi sono i proprietari dell'azienda, cioè coloro che poi riceveranno sulla base della quota da loro posseduta, parte del profitto. Essi non sono però anche i soggetti che prenderanno le decisioni in quanto non possiedono le conoscenze necessarie e, anche se le possedessero, non sarebbe conveniente per loro attivarsi per la gestione ed il controllo dell'impresa visto e considerato che, per gli sforzi sostenuti, riceverebbero solo una piccola percentuale dei benefici che ne trarrebbero. Il compito di gestione e controllo dell'impresa viene perciò delegato ai managers, ed è da questa separazione tra proprietà e controllo che nasce il problema dell'agenzia classico, cioè quello tra i manager e gli azionisti.

Ricapitolando; i sistemi finanziari fondati sui mercati sono caratterizzati da molti investitori interessati essenzialmente al ritorno di un utile, da cui ne consegue che i costi di agenzia dell'equity saranno maggiori. Inoltre si basano su mercati che impongono dei più severi obblighi di informativa. Invece, i sistemi finanziari basati sulle banche si contraddistinguono per il ruolo centrale delle banche che, oltre a fornire i fondi, si dedicano pure alla consulenza. "L'intreccio banca-impresa comporta bassa trasparenza informativa con il pubblico, mentre il

²⁴ Il mercato primario è dove sono negoziati i titoli di nuova emissione mentre il mercato secondario è quello dove vengono scambiati i titoli già in circolazione

controllo dei manager avviene ex ante [...] con il rischio di collusione tra banca e management [e quindi maggiori costi di agenzia del debito]” (Tunisini et. al. 2014)

Oggi giorno la differenza tra i due sistemi non è più così rimarcata infatti si sono sviluppate forme ibride di raccolta dei capitali che coniugano caratteristiche del primo e del secondo modello. Ad esempio, una modalità di finanziamento intermedia tra il prestito bancario e l’offerta pubblica di azioni potrebbe essere il *private placement*. Le imprese che utilizzano questa modalità di finanziamento sono principalmente imprese di medie dimensioni che non si sono potute rivolgere al mercato dei capitali perché troppo piccole o poco trasparenti, quindi si rivolgono agli investitori istituzionali in quanto dotati di maggiori risorse finanziarie e migliori competenze per valutare e gestire il rischio (Branzoli, Guazzarotti, 2015). Un’altra alternativa potrebbe essere quella di finanziarsi tramite strumenti ibridi che sono titoli che stanno a metà strada tra il debito ed il capitale di rischio.

Un esempio sono le obbligazioni (bond) convertibili che sono degli strumenti di debito che danno la possibilità alla scadenza di trasformarsi in azioni. Esiste una grande varietà di questi strumenti di debito e le loro caratteristiche possono essere diverse per ogni emissione.

Tuttavia si caratterizzano per avere solitamente una lunga durata (alcuni sono pure perpetui), per la possibilità di pagare cedole differite e per il maggior rischio rispetto alle obbligazioni normali (in caso di fallimento, vengono soddisfatti prima gli obbligazionisti poi i titolari di questi bond convertibili e infine gli azionisti). Il vantaggio di queste modalità di finanziamento intermedie risiede nel fatto che esse non appesantiscono il rapporto di indebitamento né da un lato né dall’altro. Come infatti abbiamo già visto, entrambi gli estremi portano a dei costi, se si utilizza principalmente il canale mercato centrico ci sarà il rischio di un’eccessiva polverizzazione della proprietà e di comportamenti opportunistici da parte dei manager mentre se si fa riferimento solo al canale banco centrico si incorre in difficoltà nel reperimento di fondi e in costi di agenzia del debito.

CAPITOLO III. I COSTI DI AGENZIA DEL DEBITO E POSSIBILI RIMEDI

I problemi di agenzia sono connessi alla necessità di finanziamento da parte dell'impresa, specie nell'ipotesi in cui la proprietà ricorra a risorse esterne (sia finanziarie, ma anche manageriali). Se prendiamo come esempio un'azienda finanziata con solo capitale proprio e appartenente per il 100% ad una sola persona che è anche quella che prende le decisioni, non ci sarà alcun tipo di frizione perché il soggetto proprietario sarà colui che farà le sue scelte e si prenderà carico dei risultati. È estremamente difficile nella realtà che una persona abbia a disposizione da sola del capitale necessario per sfruttare tutte le opportunità di crescita di un'azienda e anche se così fosse, è ragionevole pensare che essa preferisca diversificare il rischio ricercando al di fuori altri tipi di finanziamento. I costi di agenzia di cui abbiamo già parlato nel capitolo 1, costi di monitoraggio, costi di assicurazione (bonding cost) e costi residuali sono quindi dei costi collegati alle diverse modalità di finanziamento; equity e debito. Abbiamo già parlato brevemente dei costi di agenzia "classici", cioè quelli causati dal finanziamento con capitale di rischio, in questo paragrafo ci concentreremo invece sui costi di agenzia del debito.

3.1. I costi di agenzia del debito

Il debito, come sappiamo ha un costo diretto che viene misurato dal tasso di interesse. Il tasso d'interesse però, non è l'unico costo del debito perché sono presenti anche i costi di agenzia. Questi ultimi sono dei costi indiretti e sono pertanto molto più difficili da stimare. Sono costi di agenzia perché si presenta un rapporto principale-agente tra i manager e il finanziatore. In questo caso il manager/azionista sarà l'agente che avendo assunto del capitale di debito dal finanziatore (principale) dovrebbe impegnarsi per restituirlo entro i tempi prestabiliti e pagando gli interessi. Però, a causa di una divergenza di interessi e per la natura opportunistica dei soggetti economici, l'agente (manager) potrebbe mettere in atto comportamenti volti alla massimizzazione dei suoi interessi e non di quelli del finanziatore. Abbiamo già introdotto questo problema nel capitolo 1 parlando del trade-off tra i costi di agenzia di equity e debito. Abbiamo fatto l'esempio di un'azienda finanziata solo con equity e dei costi di agenzia che questo comporta, e ci siamo chiesti se non si potesse ricorrere al finanziamento solo tramite debito per risolvere il problema. La risposta che ci siamo dati è stata; no, perché per quanto il debito possa, attraverso una maggior concentrazione della

proprietà, allineare gli interessi di managers e azionisti²⁶, contrarne un ammontare eccessivo può risultare dannoso perché può portare a problemi quali l'assunzione di un eccessivo rischio (problema dell'asset substitution) oppure può portare a problemi di sotto-investimento (debt overhang). Quindi i manager potrebbero prendere decisioni che siano favorevoli per gli azionisti ma sfavorevoli sia per i creditori che per il valore totale dell'impresa. (Berk, DeMarzo, 2015)

3.1.1. *Asset substitution*

La parola asset substitution vuol dire letteralmente sostituzione degli asset e si riferisce a situazioni in cui le attività attualmente possedute dell'impresa vengono sostituite con altre attività, potenzialmente più remunerative ma anche più rischiose.

Prendiamo ad esempio un'azienda che ha contratto un debito eccessivo la cui scadenza è il 31/12. I manager dell'azienda sono consapevoli dell'eccessiva rischiosità del debito e del rischio di non poterlo estinguere perché i flussi di cassa attesi dell'azienda per quell'anno sono di un ammontare inferiore a quelli necessari per ripagare il debito in scadenza. Mettiamo caso che si presenti un'opportunità di investimento molto rischiosa che, in caso di esito positivo, darebbe modo all'azienda di ripagare i suoi debiti e darebbe anche una remunerazione agli azionisti ma in caso negativo, porterebbe a dei flussi di cassa di gran lunga inferiori a quelli attesi con l'attuale progetto privo di rischio. Risulta chiaro che i finanziatori che si aspettano che gli venga restituito il capitale che hanno prestato, preferirebbero che l'impresa seguisse con il progetto attuale. Per i proprietari dell'azienda invece è più conveniente rischiare il tutto per tutto, perché, sia in caso che il nuovo progetto sia un insuccesso, sia in caso che continuino con il progetto attuale privo di rischio, essi non ne trarrebbero alcun vantaggio e l'azienda risulterebbe insolvente. Invece nel caso in cui il nuovo progetto risulti un successo gli azionisti oltre che salvare l'impresa riuscirebbero anche a portare a casa un guadagno.

Jensen e Meckling (1976) affermano che la situazione sarebbe diversa se il finanziamento non fosse stato fatto attraverso debito. Infatti dicono che, se un manager può scegliere tra due progetti che si caratterizzano per avere la stessa covarianza ma una diversa varianza²⁷, se il

²⁶ Gli azionisti originari della società detengono proprietà e controllo e quindi avranno un forte interesse a fare il meglio per l'impresa

²⁷ "The distributions differ only by their variances with $\sigma^2_1 < \sigma^2_2$: The systematic or covariance risk of each of the distributions, β , in the Sharpe (1964) - Lintner (1965) capital asset pricing model, is assumed to be identical (I due progetti hanno quindi lo stesso rischio sistematico ma un diverso rischio specifico). Assuming that asset prices are determined according to the capital asset pricing model, the preceding assumptions imply that the total market value of each of these distributions is identical, and we represent this value by V ." Jensen, Meckling (1976)

costo dei due progetti è lo stesso e, se non è finanziato tramite debito, per il manager sarà del tutto indifferente la scelta tra uno e l'altro progetto²⁸.

Tuttavia, se prima di scegliere quale dei due progetti intraprendere, il manager riuscisse a emettere debito, non sarebbe più indifferente per lui la scelta tra uno e l'altro progetto anche se entrambi presentano lo stesso VAN e quindi non modificherebbero il valore totale dell'impresa. Il motivo è che emettendo debito con la promessa di investire nel progetto con un rischio specifico minore e poi invece investire nel progetto con rischio specifico maggiore, fa sì che si manifesti un trasferimento di ricchezza dai creditori agli azionisti²⁹.

Per comprendere meglio il motivo di questo trasferimento di ricchezza possiamo partire da una considerazione sul modello di Black e Scholes (1973) per la determinazione dei prezzi delle opzioni call europee³⁰. I due autori sostengono che possiamo vedere gli azionisti come dei detentori di un'opzione call su tutti gli asset dell'impresa. Infatti, seppur l'azienda sia finanziata con debito, gli azionisti hanno la possibilità di ricomprare l'intera proprietà al momento della scadenza del finanziamento, semplicemente ripagando il debito³¹. Il prezzo del debito corrisponderà al prezzo di esercizio dell'opzione call.

Per arrivare poi al cuore del problema del trasferimento di ricchezza tra stockholders e bondholders, Jensen e Meckling scelgono di presentare due casi, il primo riguardante due progetti alternativi con lo stesso valore atteso, che non vanno quindi a modificare il valore dell'attivo per l'azienda e il secondo in cui il problema dell'asset substitution va a causare un effettivo costo distruggendo valore per l'impresa. Per rendere ancora più chiaro il concetto farò un esempio numerico di entrambi i casi proposti.

Nel primo caso si considerano due progetti che hanno lo stesso rischio sistematico ma una diversa varianza. Mettiamo ad esempio che il progetto 1 abbia una varianza minore del progetto 2 e sia quindi meno rischioso.

$$\sigma_1^2 < \sigma_2^2$$

²⁸ Questo perché avendo i due progetti lo stesso rischio sistematico, quindi lo stesso β , il rischio specifico che è diverso per i due progetti si può annullare semplicemente attraverso la diversificazione. Alla fine il valore degli asset calcolato con il Capital Asset Pricing Model è lo stesso sia che il manager propenda per uno che per l'altro progetto di investimento.

²⁹ "by promising to take the low variance project, selling bonds and then taking the high variance project, he can transfer wealth from the (naive) bondholders to himself as equity holder" Jensen, Meckling (1976) p. 335

³⁰ Le opzioni call europee sono degli strumenti finanziari derivati che danno la possibilità all'acquirente di queste azioni di acquistare un determinato titolo "sottostante", ad un prezzo determinato e in un momento determinato (i possessori di queste azioni call possono esercitare l'opzione solo alla scadenza del contratto).

³¹ "the stockholders have the equivalent of an option on their company's assets. In effect, the bond holders own the company's assets, but they have given options to the stockholders to buy the assets back." Black, Scholes (1973, p. 649-650) The Pricing of Options and Corporate Liabilities

Quando la varianza aumenta, anche il valore del capitale proprio aumenta. Essendo il valore totale dell'azienda (V) pari alla somma tra capitale di debito (che chiameremo B) e capitale proprio (che chiameremo S), la situazione sarà questa: $V=B+S$. Abbiamo detto che i progetti 1 e 2 hanno la stessa covarianza e quindi non vanno a modificare V , avendo però diversa varianza, $\sigma^2_1 < \sigma^2_2$, ne consegue che il valore delle azioni nei due casi sarà diverso, e anche il valore del debito sarà diverso.

$$B_1 = V - S_1 > B_2 = V - S_2$$

Più specificatamente, il valore delle azioni aumenterà scegliendo il progetto numero due, e quindi $S_1 < S_2$, mentre il valore del debito diminuirà, $B_1 > B_2$ (Merton 1973, 1974 in Jensen, Meckling, 1976).

Volendo fare un esempio numerico potremmo considerare un'impresa che può scegliere se investire tra due diversi progetti. Supponiamo, che il progetto numero uno sia meno rischioso e che il valore di mercato delle attività dell'impresa nel caso in cui si scelga questo progetto sia, con probabilità 95% pari a 104 e con probabilità 5% pari a 24. Il progetto numero due invece ha il 50% di possibilità di avere successo e il 50% di possibilità di fallire ed è quindi più rischioso. Nel primo caso porterebbe ad un valore dell'attivo di 180€, mentre nel secondo caso solo di 20€. Il valore atteso del progetto 1 può essere così calcolato: $104 \cdot 95\% + 24 \cdot 5\% = 100\text{€}$, mentre quello del progetto 2 sarà $180 \cdot 50\% + 20 \cdot 50\% = 100\text{€}$. Il valore atteso complessivo dell'azienda, che chiameremo V , sarà quindi lo stesso sia in caso che si scelga uno o l'altro progetto.

Supponiamo che il debito già contratto da parte dell'impresa e con scadenza a fine anno sia di 80€. Nel caso in cui l'azienda scelga il progetto 1, meno rischioso, con probabilità 95% avrebbe a disposizione 104€ di cui 80 da restituire ai creditori e 24 potenzialmente distribuibili tra i vari azionisti mentre con probabilità 5% si ritroverebbe con soli 24€ che andrebbero a rimborsare i creditori. Nel caso in cui i manager scelgano di intraprendere il progetto numero 2, si potrebbero presentare due situazioni diverse. La prima; il progetto risulta avere successo e paga 180€, 80 che andranno a rimborsare il debito e ben 100 agli azionisti. La seconda; il progetto non ha successo e paga solo 20€, che sarebbero insufficienti anche per ripagare il debito contratto, l'impresa quindi fallirebbe. Nel caso venga scelto il progetto 1, il valore atteso per gli azionisti sarebbe $24 \cdot 95\% = 22,8$, mentre il valore atteso per i creditori sarebbe $80 \cdot 95\% + 24 \cdot 5\% = 77,2$. Nel caso in cui venga scelto il progetto 2, il valore atteso per le due classi di stakeholders cambia. Per i creditori sarebbe $80 \cdot 50\% + 20 \cdot 50\% = 50$ (quindi diminuirebbe di 27,2 rispetto al progetto 1) mentre per gli azionisti sarebbe $100 \cdot$

50% = 50 (quindi aumenterebbe di 27,2). Riassumo tutto in una tabella per rendere più chiaro il concetto.

	Progetto 1			Progetto 2			Variazione
	Successo	Insuccesso	V. atteso	Successo	Insuccesso	V. atteso	
Valore impresa	104	24	100	180	20	100	0
Debito	80	24	77,2	80	20	50	-27,2
Equity	24	0	22,8	100	0	50	+27,2

Tornando alla formula menzionata precedentemente, e sostituendoci le grandezze utilizzate nell'esempio numerico, il valore dell'impresa, V , è uguale nei due casi e pari a 100, B_1 sarà 77,2, S_1 sarà 22,8, B_2 sarà 50 e S_2 sarà 50. La formula risulta quindi verificata.

$$77,2=100-22,8 > 50=100-50$$

Quindi se il manager emette debito per 80€, e dopo aver venduto i bond, sceglie il progetto 1, le sue azioni avranno un valore atteso di 22,8€. Se invece sceglie il progetto 2, le sue azioni avranno un valore atteso di 50€. Il trasferimento di benessere dai finanziatori agli azionisti è pari a 27,2€. Per i bondholders, è difficile controllare quale dei progetti effettivamente intraprenderà l'impresa quindi, anticipando l'opportunità dei manager i finanziatori saranno disposti a finanziare solo 50€.

Anche nel caso in cui i due progetti abbiano un diverso peso per il valore dell'impresa, potrebbe capitare che gli azionisti, sempre per il problema dell'asset substitution, scelgano una strategia che vada effettivamente a distruggere valore causando un vero costo. Per fare un altro esempio, supponiamo che questa volta l'azienda contragga un debito di 50€ e nel caso del progetto 1, risk-free, il valore di mercato delle sue attività sia di 70€ totali. Nel caso si intraprenda il progetto 2, si ha il 50% di probabilità che vada tutto bene e quindi il valore di mercato dell'attivo aumenti fino a 95 oppure in caso contrario sarà di 40. Riassumo anche questo esempio in una tabella.

	Progetto 1	Progetto 2			Variazione
	Valore atteso	Successo	Insuccesso	Valore atteso	
Valore impresa	70	95	40	67,5	-2,5
Debito	50	50	40	45	-5
Capitale proprio	20	45	0	22,5	+2,5

In questo caso, come possiamo vedere, il valore atteso dell'attivo sarebbe minore per il progetto 2 rispetto al progetto 1. Quindi se l'impresa non fosse finanziata tramite debito e gli azionisti dovessero scegliere tra i due i due progetti, sceglierebbero senza dubbio il primo perché non va ad intaccare il valore dell'attivo; avendo però contratto un debito i manager sono incentivati ad intraprendere il secondo perché aumenta il valore delle azioni. Ancora una volta, i finanziatori percependo l'intenzione dei manager di intraprendere il progetto 2, non presteranno più di 45€, che è il loro valore atteso nel caso di investimento nel progetto 2. La perdita di valore di $V_1 - V_2$, in questo esempio di 2,5€ è l'ammontare dei costi di agenzia associati alla "perdita residua" e sono generati dagli sforzi profusi per raccogliere i fondi necessari per l'investimento³² (i fondi che non si sono riusciti a raccogliere tramite il debito, visto che i debitori non presteranno 50 ma solo 45).

Mi dedico ora ad un ultimo esempio, strutturato in modo diverso, così da cogliere gli effetti sul ROE (visto che in questo indice si possono vedere gli esiti della leva finanziaria) in due scenari di investimento diversi. L'ipotesi che sta sotto al concetto di leva finanziaria è che conviene indebitarsi per guadagnare di più. Si prendono a prestito capitali per poi investirli cercando di ottenere un rendimento maggiore del tasso di interesse richiesto dal prestatore, quindi, il rendimento del capitale investito (ROI) deve essere maggiore del costo del debito finanziario.

Immaginiamo che un'azienda sia finanziata con 80€ Equity e 100€ Debito. I manager hanno a disposizione due scelte di investimento che corrispondono a due progetti che hanno entrambi un costo di 180€. Il costo del debito è del 10% quindi l'azienda dovrà pagare 10€ di interessi annui. I due progetti alternativi hanno i seguenti ritorni attesi:

Progetto 1: Successo 40€ - Insuccesso 8€

Progetto 2: Successo 36€ - Insuccesso 12€

Nell'ipotesi in cui si investa nel progetto 1, si potrebbero presentare queste due situazioni:

Successo: $40 - 10 = 30$. $ROE = 30/80 = 0,375$

Insuccesso: $8 - 10 = -2$. $ROE = -2/80 = -0,025$

Nell'ipotesi in cui si investa nel progetto 2, queste altre:

Successo: $36 - 10 = 26$ $ROE = 26/80 = 0,325$

Insuccesso: $12 - 10 = 2$ $ROE = 2/80 = 0,025$

³² "This wealth loss, $V_1 - V_2$ is the "residual loss" portion of what we have defined as agency costs and it is generated by the cooperation required to raise the funds to make the investment." Jensen, Meckling, 1976

Per la banca sarebbe più conveniente il secondo progetto perché sia in caso di successo e sia in caso di fallimento, sarebbe ripagata dei suoi debiti. Per gli azionisti sarebbe più conveniente il primo perché in caso di successo otterrebbero un guadagno maggiore (il ROE è di 37,5% anziché di 32,5%), mentre in caso di fallimento, il ROE sarebbe negativo e quindi il guadagno per gli azionisti è 0. Ciò significa che gli interessi di azionisti e banche divergono rispetto agli investimenti da scegliere.

3.1.2. *Debt overhang*

I costi del debito funzionano un po' come una tassa, riducendo i fondi disponibili del mutuatario (Haldane, 2010). Come il fenomeno delle tasse troppo alte può dissuadere una persona dal lavorare, il fenomeno del debito troppo alto può dissuadere un'impresa dall'investire. Questo effetto della tassazione viene dimostrato dalla curva di Laffer, che evidenzia come al di là di un certo punto nella curva rappresentato dal punto di massimo, un ulteriore aumento delle aliquote d'imposta anziché aumentare il gettito, lo fa diminuire. Lo stesso si può applicare per il debito. Se il livello di indebitamento è eccessivamente alto, il peso dei costi del debito può incentivare i debitori a non ripagarlo³³ (Haldane, 2010).

Ci sono situazioni in cui, l'eccesso del debito, rispetto al totale del passivo, può portare al problema del debt overhang (per l'appunto il sovrastare del debito), questo problema consiste nel rifiuto da parte dell'impresa di investimenti profittevoli in quanto il guadagno andrebbe più a favore dei creditori che degli azionisti, viene infatti chiamato anche problema del sotto-investimento (underinvestment). Questo costo di agenzia viene formalizzato per la prima volta da Myers (1977). Nella sua trattazione, parte dal presupposto che il valore di mercato di un'impresa è costituito dalla somma dei flussi attesi dei suoi "asset in place", e dal valore attuale delle possibili opportunità di crescita date da futuri investimenti. La decisione di intraprendere o meno questi nuovi investimenti può dipendere dal modo in cui l'azienda è attualmente finanziata.

Ad esempio, supponiamo che un'impresa abbia contratto un prestito di 11000€ e che gli asset in place portino ad un flusso di cassa di soli 10000€ e che quindi non bastino per ripagare il debito in scadenza. Si presenta al management un'opportunità per un progetto di investimento che costa 1000€ e ne paga 1800€ a fine anno, senza rischio³⁴. Se supponiamo che l'impresa

³³ "The same applies to debt. There is a debt Laffer curve. If a debt overhang is sufficiently severe, the interest burden weakens debtor incentives to repay." Haldane, 2010.

³⁴ L'esempio è estremamente semplificato ma può essere utile per capire le dinamiche del problema.

non possa contrarre ulteriore debito e non possa nemmeno emettere nuove azioni, il prezzo dell'investimento sarebbe a capo degli attuali shareholders, che dovrebbero sopportare un esborso di 1000€ in cambio di un ritorno di 800€. Chiaramente l'investimento sarebbe profittevole per l'azienda perché le permetterebbe di ripagare i suoi debiti ma essendo un costo per gli azionisti, i manager non lo intraprenderanno.

Gli studiosi Bhattacharya, e Faure-Grimaud (2010) utilizzano un esempio più complesso per parlare del problema e arrivare poi alla spiegazione di come la rinegoziazione del debito, unita magari anche ad un contratto di equity-debt swap, può risolverlo.

Essi prendono ad esempio un'azienda i cui *asset in place* all'anno T_2 , porterebbero ad un cash flow di 90€ con probabilità 50% oppure di 130€ con stessa probabilità. Ipotizzano poi che il debito contratto sia di 110€ e che ci sia la possibilità alla data T_1 , di intraprendere un investimento con costo 10€, totalmente a carico degli attuali azionisti che paga un ammontare pari a $10 \leq Y \leq 20$ ³⁵.

Se Y è maggiore di 10, che è il costo attuale del progetto, sarebbe sempre conveniente investire, ma come avremo modo di vedere con questo esempio, non è condizione sufficiente, che Y sia maggiore di 10 se ci troviamo in una situazione di debt overhang.

Riprendendo l'esempio precedente, se supponiamo che $Y=12$, il ritorno atteso dagli azionisti sarebbe:

Se investe³⁶: $0,5*(130-110+12) + 0,5*0 -10= 6$

Se non investe: $0,5*(130-110) + 0,5*0= 10$

Essendo il valore degli azionisti maggiore nel caso in cui non si investa, questi sceglieranno di non investire pure se il progetto ha VAN positivo.

Fintanto che Y sarà minore di 20, gli azionisti otterranno un guadagno solo nel caso in cui i cash flow siano di 130€. Infatti se i cash flow fossero di 90€, per ripagare il debito di 110€, sarebbe necessario un ritorno atteso per l'investimento di almeno 20€ che però andrebbero tutti a rimborsare i bondholders. Solo se il ritorno atteso fosse superiore a 20€, ne beneficerebbero anche gli azionisti. Possiamo dire quindi che per Y compreso tra 10 e 20, l'investimento non verrà intrapreso, non per il VAN (che è positivo) ma per il problema del debt overhang.

Dal punto di vista della banca, se l'impresa non investe c'è il 50% di possibilità che gli venga rimborsato l'intero debito (110€) e il 50% di possibilità che gli vengano rimborsati solo 90€.

³⁵ Esempio tratto da "The debt hangover, Renegotiation with noncontractible investment", Sudipto Bhattacharya, Antoine Faure-Grimaud, In Economics Letters, Volume 70, Issue 3, 2001, P. 413-419,

³⁶ Nel caso in cui si verificasse il cash flow di 90, il ritorno atteso dell'investimento (12€) non sarebbe nemmeno sufficiente per rimborsare il debito e quindi non ci sarebbe alcun guadagno per gli azionisti. Per questo motivo, con probabilità del 50% il guadagno degli azionisti è 0.

Il valore atteso è di 100€. Dopo questa considerazione la banca potrebbe pensare ad una rinegoziazione del debito, fino a 100€, a patto però che l'impresa investa nel progetto. Sia per la banca, che per gli azionisti, in entrambi i casi (sia nel caso in cui il debito sia di 110 e l'impresa non investa e sia nel caso in cui la banca rinegozi il debito portandolo a 100€ e l'impresa investa) il risultato atteso sarebbe lo stesso.

Se però dopo aver rinegoziato il debito la banca non imponesse, o non potesse imporre, questa condizione all'impresa, i suoi azionisti avrebbero un ritorno atteso di 15€ (anziché di 10) non investendo e quindi potrebbero essere incentivati a non investire nel caso in cui Y si prospetti essere minore di 15. La rinegoziazione del debito è chiaramente svantaggiosa per la banca perché se, dopo averla concessa, l'impresa non investe, il ritorno atteso della banca si abbasserà ulteriormente a 95€. Tuttavia, i finanziatori potrebbero ritrovarsi costretti ad abbassare il livello del debito a causa dei comportamenti opportunistici dei manager che potrebbero minacciare di liquidare gli asset aziendali in modo da abbassare ulteriormente l'entità del patrimonio su cui si potrebbero rivalere i creditori (Pontani, 2007). Dal momento che in caso di fallimento, gli asset aziendali verrebbero liquidati per soddisfare i creditori, in situazioni estreme di debt overhang, gli azionisti sono incentivati a prelevare quanto più contante possibile dall'azienda prima che venga aperta la procedura fallimentare.

I due autori Bhattacharya, e Faure-Grimaud poi indagano sulla possibilità di includere degli accordi di debt-equity swaps, cioè degli accordi con il quale vengono offerte alle banche delle azioni così da ridurre ulteriormente il debito. I creditori come abbiamo visto prima, non ridurrebbero il debito sotto a 100 perché questa è la loro utilità massima attesa, a meno che non abbiano remunerazioni in altro modo, in questo caso appunto con equity. I due autori dimostrano che con una riduzione del debito fino a 90€, si abbasserebbe anche il valore della Y al di sotto del quale gli azionisti non investirebbero, di conseguenza l'investimento con VAN positivo può essere intrapreso anche con un valore di Y minore andando ad attutire il fenomeno del debt overhang. Bhattacharya, e Faure-Grimaud infine, investigano anche sugli effetti delle obbligazioni warrant dimostrando che queste riuscirebbero a portare il valore della Y ancora più in basso. Con il solo accordo di debt-equity swap, il valore di Y al di sotto del quale l'impresa non investirebbe è 14,14 mentre emettendo obbligazioni warrant questo valore si abbasserebbe a 13,33.

“When the investment policy is non-verifiable, renegotiating the debt claim D to a combination of reduced debt plus other ‘common’ claims for the old creditors, such as equity and warrants, can do better vis a` vis investment choices (by old equityholders) than a simple

debt reduction, but such claims need not result in first best investment choices.”

(Bhattacharya, Faure-Grimaud, 2001)

3.2. *Le possibili soluzioni al problema del monitoraggio del debito*

Innanzitutto, la soluzione più ovvia ed evidente per risolvere il problema dei costi legati all’assunzione di un eccessivo debito è quella di ricercare un altro modo per finanziarsi. Ad esempio, come segnalato nel capitolo 2, il caso italiano è caratterizzato da una grande dipendenza del canale bancario, “Il peso dei prestiti sul passivo, le modalità delle relazioni banca-impresa, le forme tecniche rendono il modello strutturalmente debole, inadatto a sostenere lo sviluppo a medio-lungo termine e le imprese ad alta intensità di innovazione” (Forestieri, 2014). Per questi motivi diventa necessaria un’incentivazione in favore dello sviluppo del mercato dei capitali di rischio.

Per quanto riguarda le PMI si cerca di incentivare il ricorso al mercato azionario attraverso un segmento di mercato creato appositamente per queste aziende (AIM Italia), con minori requisiti di ammissione. “AIM Italia, oltre che rappresentare per le imprese un’alternativa meno onerosa e più semplificata ai mercati regolamentati, potrebbe essere la via per rilanciare il mercato azionario italiano, attraendo la componente più numerosa del tessuto imprenditoriale e favorendo gli impieghi degli investitori specializzati nell’investimento nel capitale proprio delle PMI (fondi di private equity³⁷ e venture capital)” (Tunisini et al., 2014). Negli ultimi anni, poi, con l’avvento delle nuove tecnologie e la miglioramento dei sistemi di ICT (Information and communication technology) si è assistito alla nascita di un nuovo canale di finanziamento; le piattaforme di prestito collettivo, o crowdfunding. Attraverso questo nuovo metodo, le imprese hanno la possibilità di accedere a capitali di rischio direttamente attraverso una piattaforma on-line facendo appello ad un elevato numero di possibili investitori (crowd). Per le imprese è possibile quindi raggiungere diverse categorie di finanziatori, da quelli che sono disposti a finanziarle senza volere niente in cambio (donation-based crowdfunding) a quelli che scelgono di partecipare al capitale dell’impresa confidando nella distribuzione di utili (equity-based crowdfunding), a quelli che sottoscrivono un contratto di debito (lending-based crowdfunding).

Inoltre, sono adesso molto più sviluppati i cosiddetti strumenti finanziari ibridi. Questi strumenti hanno la caratteristica di stare a metà tra il capitale di debito e le azioni e quindi non

³⁷ Come abbiamo già accennato nel secondo capitolo, questi sono una modalità di finanziamento intermedia tra il prestito bancario e l’offerta pubblica di azioni

appesantiscono il livello del leverage come farebbero delle semplici obbligazioni. Fanno parte di questi strumenti ibridi, le obbligazioni convertibili e le obbligazioni warrant che, come abbiamo visto nel paragrafo precedente, possono limitare il fenomeno del debt overhang.

Abbiamo visto alcune modalità attraverso la quale si può controllare il debito affinché non raggiunga una percentuale troppo alta rispetto al capitale proprio, in questo modo, si possono mitigare in modo indiretto i costi di agenzia del debito. Ci sono però anche alcune soluzioni proposte dalla letteratura per alleviare direttamente questo problema.

I due soggetti principale e agente, agiscono entrambi in modo da massimizzare la loro utilità causando comportamenti opportunistici. La consapevolezza di questo problema porta entrambe le parti ad implementare delle misure per ridurre l'opportunismo che sono le attività di monitoring e di bonding. Questi sistemi necessariamente comportano un costo, che come abbiamo visto va a sommarsi ai costi di agenzia, il costo però sarebbe maggiore se questi sistemi non venissero implementati.

Fanno parte delle attività di "monitoring" i covenant legati al contratto di debito e i costi di sorveglianza da parte del finanziatore per verificare che le condizioni imposte dai covenant siano rispettate.

I covenant possono essere di vari tipi; possono essere delle restrizioni che riguardano il rispetto di alcuni limiti minimi o massimi degli indici di bilancio, delle restrizioni che impongono particolari obblighi informativi e di trasparenza, oppure possono essere covenant "restrittivi" che limitano alcuni comportamenti dei managers, quali ad esempio la distribuzione di dividendi eccessivi o alcuni tipi di investimenti, oppure covenant "negativi" che vietano altri tipi di azioni che potrebbero esporre gli obbligazionisti a delle perdite. I creditori controlleranno l'operato dell'azienda dopo l'imposizione di questi limiti e, nel caso in cui essa non dovesse rispettarli, potranno agire richiedendo il rimborso anticipato del debito o rinegoziandolo (Bazzana, 2007).

Tipici esempi di attività di "bonding" sono invece quelle azioni intraprese dal debitore con l'obiettivo di dimostrare la capacità della propria azienda di far fronte al debito e al pagamento di interessi. Alcuni esempi di bonding possono riguardare la predisposizione di report, la pubblicazione periodica del rendiconto finanziario o la comunicazione di previsioni sul futuro dell'azienda³⁸. L'allineamento dell'informazione tra due soggetti dovrebbe aiutare a

³⁸ Nel caso di informazioni molto generali riguardo alle aspettative sui risultati dell'azienda, ci potrebbero essere scetticismi da parte dei futuri investitori. Riguardo però a dati precisi e documenti contabili, c'è maggiore probabilità che siano veritieri in quanto sono previste pene molto severe per le false comunicazioni

ridurre i costi di agenzia visto che questi sono causati dalle informazioni incomplete e dalle asimmetrie informative (di cui abbiamo già parlato nel primo capitolo).

Tra le proposte su come limitare i costi di agenzia del debito, infine, troviamo anche quella di concedere debiti che siano a breve piuttosto che a lungo periodo. Questa proposta deriva dagli studi di Myers (1977) che indaga sul rapporto tra durata del debito e il finanziamento del fabbisogno aziendale. Egli sostiene che, un abbreviamento nella durata del debito che faccia in modo che le scadenze per le opzioni di investimento siano successive alla scadenza del debito, possa ridurre il problema del debt overhang. L'emissione di nuovo debito in concomitanza con la decisione di intraprendere un nuovo progetto di investimento, farà in modo che i guadagni di questo investimento vadano prima agli azionisti che ai finanziatori. Tuttavia, come dimostrato da Johnson (2003)³⁹ è vero che un debito a breve può attenuare il problema del debt overhang ma è anche vero che questo comporta altri costi, come il costo per il rischio di liquidità. L'impresa dovrebbe pagare il debito e rifinanziarsi molto più spesso con il rischio di non riuscire a far fronte puntualmente alle sue obbligazioni e quindi un maggior rischio di dissesto.

sociali che possono arrivare anche alla reclusione. (Art. 2621 Codice Civile per quanto riguarda la legge Italiana, per le aziende quotate a NYSE vale il Sarbanes-Oxley Act, legge emanata nel 2002 dal governo degli USA che, tra le altre cose, aumenta gli obblighi informativi e le pene per il falso in bilancio.)

³⁹ "Short debt maturity also increases liquidity risk, however, which negatively affects leverage. The results suggest that firms trade off the cost of underinvestment problems against the cost of increased liquidity risk when choosing short debt maturity." Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage, Shane A. Johnson, Review of Financial Studies, 2003, p. 234

CONCLUSIONI

La proposta di questo lavoro, era quella di provare a spiegare il modo attraverso il quale i costi di agenzia del debito influiscono sulle scelte di struttura finanziaria delle aziende.

Quando sentiamo parlare di costi di agenzia nelle imprese, il primo rapporto principale-agente che ci viene in mente è quello che si crea tra gli azionisti e managers. Questo rapporto è caratteristico delle imprese ad azionariato diffuso o public companies, che sono strutture societarie che per far fronte a necessità economiche sempre maggiori, hanno venduto quote della società sul mercato dei capitali. In questo tipo di imprese, il controllo è nelle mani di manager che non detengono la proprietà del capitale, e per questo motivo c'è un conflitto di interessi tra chi deve prendere le decisioni e i soggetti sui quali benefici e costi di queste decisioni ricadranno.

Questo conflitto di interesse comporta dei costi, per questo motivo si potrebbe essere portati a pensare che il debito sia un'alternativa di finanziamento migliore. Tra l'altro abbiamo anche visto che la teoria dell'ordine di scelta consiglia, dopo l'utilizzo degli utili non distribuiti, di preferire il debito al mercato azionario per finanziarsi.

Ci sono delle aziende che infatti non utilizzano il ricorso al mercato di capitali, ma il debito. Abbiamo visto che il finanziamento attraverso uno piuttosto che l'altro canale può differire per una serie di ragioni che vanno dalle caratteristiche del settore in cui quelle aziende operano, alle caratteristiche del contesto geografico in cui si ritrovano. Ad esempio, rispetto alle altre aziende estere, le imprese del nostro paese, soprattutto le PMI, per fattori storici e legati alla cultura aziendale presentano un maggior ricorso alla leva finanziaria.

In queste aziende, a causa di una concentrazione della proprietà, tenderanno ad affievolirsi i conflitti di interesse tra managers e azionisti, a favore di un altro tipo di conflitto che si può delineare come un conflitto di agenzia, quello tra creditori e managers.

I costi che derivano da questo rapporto sono i costi di agenzia del debito, su di cui si concentra questo lavoro, ed è anche a causa di questi costi che non viene consigliato il finanziamento esclusivamente tramite debito.

L'idea iniziale era quella di concentrarsi principalmente sui costi di agenzia del debito in quanto, come già detto, la situazione italiana aveva strutturalmente una conformazione bank-based, e successivamente spiegare come questi costi influissero nelle scelte di indebitamento delle imprese. Questo presuppone però che l'influenza dei costi di agenzia sulla struttura finanziaria avvenga solo una volta che la struttura finanziaria sia stata già stata definita.

Quindi, prima di arrivare a situazioni di indebitamento eccessive, anzi, già nelle fasi iniziali di redazione del business plan, quando ancora l'azienda è in fase di creazione, bisognerebbe tenere a mente tutte le variabili che in questo elaborato ho nominato, dalla teoria del trade-off, a quella del pecking order, fino ad arrivare al trade-off su costi di agenzia di equity e debito su di cui mi sono concentrata maggiormente, cercando di limitare decisioni prese in fretta e dettate solo dal fatto che “quel soggetto è disponibile a prestarmi dei soldi”.

Tra le soluzioni proposte infatti, una era quella di affidarsi a strumenti di finanziamento intermedi, i cosiddetti “titoli ibridi”, che non andassero a pesare troppo né da un lato né dall'altro e che quindi, potrebbero essere molto utili.

Di ricerche in questo campo se ne potrebbero fare ancora molte. Oltre al fatto che non si è ancora giunti ad una spiegazione per il raggiungimento di una struttura finanziaria ottimale, sempre che questo sia possibile, sarebbe interessante fare anche qualche maggior approfondimento sull'effetto delle attività di “bonding” in relazione ai costi di agenzia del debito cioè se e in che misura, migliori informazioni e una maggiore trasparenza da parte delle aziende nei confronti degli istituti di credito possano aiutare alla riduzione di questi costi e quindi se i regolamenti sempre più restrittivi in tale materia siano veramente utili a tale scopo⁴⁰.

⁴⁰ Numero di parole: 13930

BIBLIOGRAFIA

AKERLOF, G., 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* [online], 84(3), 488-500. Disponibile su: <http://www.jstor.org/stable/1879431> [Data di accesso: 10/09/2017]

ARNOTT, R., STIGLITZ, J., 1991. Moral Hazard and Nonmarket Institutions: Dysfunctional Crowding Out of Peer Monitoring?. *The American Economic Review* [online], 81(1), 179-190. Disponibile su: <http://www.jstor.org/stable/2006794> [Data di accesso: 16/09/2017]

Art. 1834 c.c.

Art. 2621 c.c.

BAZZANA, F., 2007. Un modello di prezzo per i covenant nei finanziamenti bancari, *Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale* [online], 3, p. 385-408, doi: 10.1435/25812
Disponibile su: <https://www.rivisteweb.it/doi/10.1435/25812> [data di accesso 26/09/2017]

BERK, J., DEMARZO, P., 2015. *Finanza Aziendale*. (Edizione italiana a cura di Morresi, O. e Venanzi, D.) Terza ed. Milano: Pearson Italia.

BERLE, A. A., MEANS, G. C., 1932. *The modern Corporation and private property*. New York: MacMillan.

BHATTACHARYA, S., FAURE-GRIMAUD, A., 2001. The debt hangover: Renegotiation with noncontractible investment, *Economics Letters* [online], 70 (3). 413-419, ISSN 0165-1765. Disponibile su: [https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(00\)00376-1](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(00)00376-1) [Data di accesso: 03/10/2017]

BLACK, F. SCHOLLES, M., 1973. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* [online], 81(3), p. 649-650. Disponibile su: <http://www.jstor.org/stable/1831029> [Data di accesso 26/09/2017]

BOFONDI, M., 2017. Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi. *Questioni di Economia e Finanza* [online], Occasional papers, Banca d'Italia, 375. Disponibile su: <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2017-0375/index.html> [Data di accesso: 30/09/2017]

BRANZOLI, N., GUAZZAROTTI, G., 2015. Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese. *Questioni di Economia e Finanza* [online], Occasional papers, Banca d'Italia, 262. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0262/index.html> [Data di accesso 25/09/2017]

BREALEY, R., LELAND, H. E. e PYLE, D. H., 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance* [online], 32, 371–387. Disponibile su: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03277.x/full> [Data di accesso: 15/09/2017]

CESARINI, F., GOBBI, G., 2016. Il finanziamento delle imprese italiane: dal credito bancario al mercato, *Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale*, 3, 403-416, doi: 10.1435/85966. Disponibile su: <https://www.rivisteweb.it/doi/10.1435/85966> [Data di accesso 09/09/2017]

COASE, R. H., 1937. The Nature of the Firm. *Economica*, 4, 386–405. doi:10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x . Disponibile su: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x/full> [Data di accesso: 10/09/2017]

DOMENICHELLI, O., 2013. *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: Profili teorici ed empirici*. Torino: Giappichelli.

FABBRI, A., 1999. Principali implicazioni della pecking order theory: una verifica empirica. E. Ciarini. Disponibile su: http://www.grupposanpaoloimi.net/portalIsir0/isInvestor/PDF_studi/r1999_04.pdf [Data di accesso: 12/09/2017]

FAMA, E. F., FRENCH, R. K., 2005. Financing decisions: who issues stock?. *Journal of Financial Economics* [online], 76 (3) P. 549-582, ISSN 0304-405X. Disponibile su:

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X04001849> [Data di accesso: 16/09/2017]

FORESTIERI, G., 2014. I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio. *Bancaria* [online], 70 (6). Disponibile su: <http://www.bancaria.it/assets/PDF/2014-06.pdf> [Data di accesso: 07/10/2017]

GUAY, W. R., 2008. Conservative financial reporting, debt covenants, and the agency costs of debt. *Journal of Accounting and Economics* [online], 45(2–3), 175-180, ISSN 0165-4101, <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.05.001>. [Data di accesso 10/09/2017]

HALDANE, A. G., 2010. The Debt Hangover. Speech Given at a Professional Liverpool Dinner [online]. 27 gennaio. Disponibile su: <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2010/speech422.pdf> [Data di accesso: 03/10/2017]

HARRIS, M., RAVIV, A., 1991. The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance* [online], 46: 297–355. Disponibile su: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x/full> [Data di accesso 15/09/2017]

JENSEN, M. C., MECKLING, W. H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* [online], Volume 3, 305-360, ISSN 0304-405X. Disponibile su: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). [Data di accesso: 05/08/2017]

JENSEN, M., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review* [online], 76(2), 323-329. Disponibile su: <http://www.jstor.org/stable/1818789> [Data di accesso 15/09/2017]

JOHNSON, S. A., 2003. Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage, *The Review of Financial Studies* [online], 16(1), 209–236, <https://doi.org/10.1093/rfs/16.1.0209>

LA ROCCA, M., 2005. L'influenza della corporate governance sulla relazione fra struttura del capitale e valore. Sinergie [online], n.68., 105-135. Disponibile su:

<http://sinergiejournal.eu/index.php/sinergie/issue/view/12> [Data di accesso 06/08/2017]

LEARY, M. T., ROBERTS, M. R., 2010. The pecking order, debt capacity, and information asymmetry, Journal of Financial Economics [online], 95 (3), 2010, P. 332-355, ISSN 0304-405X, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X0900230X> [Data di accesso: 14/09/2017]

MALVEZZI, V., 2014. Il punto di indebitamento ottimale di una impresa. ASFIM SFC – Rivista di Strategia Finanza e Controllo [online]. N° 3. Disponibile su:

<http://www.asfim.org/il-punto-di-indebitamento-ottimale-di-una-impresa/> [Data di accesso: 03/10/2017]

MARZO, G., 2012. Teorie d'azienda e politiche finanziarie. Milano: FrancoAngeli

MILLER, M., 1988. The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years. The Journal of Economic Perspectives[online], 2(4), 99-120. Disponibile su:

<http://www.jstor.org/stable/1942779> [Data di accesso: 17/09/2017]

MYERS, S. C., 1977. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics [online], 5 (2), 147-175, ISSN 0304-405X. Disponibile su: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0). [Data di accesso: 01/10/2017]

MYERS, S. C., 1984. The Capital Structure Puzzle. The Journal of Finance [online], 39: 574–592. Disponibile su: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x/full> [Data di accesso: 12/09/2017]

PARBONETTI, A., 2006. Corporate governance, Problemi di configurazione dell'organo di governo e riflessi sugli andamenti aziendali. Milano: Giuffrè editore.

PONTANI, M., 2007. Il ruolo del diritto penale del fallimento nel regolare il conflitto di interessi tra fixed e residual claimants. Paper presented at SIDE-ISLE 2007 - Third Annual Conference, Università Bocconi, Milano. Disponibile su: <http://www.side-isle.it/ocs/viewabstract.php?id=115&cf=1> [Data di accesso 28/09/2017]

SMITH, A., 1776. The Wealth of Nations. New York: Cannan Edition. p. 700

TAGLIAMONTE, I., 2010. Crisi finanziarie e cooperazione internazionale. Globalizzazione dei mercati mobiliari e circolazione di modelli giuridici. Roma: Edizioni Polimata

TRECCANI, 2012. Dizionario di Economia e Finanza. Disponibile su:

http://www.treccani.it/enciclopedia/sarbanes-oxley-act_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/ [Data di accesso: 07/10/2017]

TUNISINI, A., PENCARELLI, T. e FERRUCCI, L., 2014. Economia e management delle imprese. Strategie e strumenti per la competitività e la gestione aziendale. Milano: Ulrico Hoepli Editore.