

Collana di Finanza aziendale
dell'Università degli Studi di Roma "La Sapienza"

Trend & Value

• 2 •

Anna Paola Micheli
Anna Maria Calce

TRENDS & VALUE

Volume II

Leverage e Valore

Listed European Firms





Aracne editrice

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

Copyright © MMXX
Gioacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale

www.gioacchinoonoratieditore.it
info@gioacchinoonoratieditore.it

via Vittorio Veneto, 20
00020 Canterano (RM)
(06) 45551463

ISBN 978-88-255-3856-4

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: novembre 2020

7 *Introduzione*

9 **Capitolo I**

La struttura finanziaria: analisi della letteratura

1.1. La struttura finanziaria e le teorie connesse, 9 – 1.2. La determinazione dei pesi della struttura finanziaria in letteratura, 11 – I modelli per la stima del costo del capitale, 13 – 1.4. Struttura Finanziaria, costo del capitale e valore, 18.

29 **Capitolo II**

Valutazione del rischio in azienda

2.1. Gestione del rischio e Value, 29 – 2.2. Le modalità di classificazione dei rischi, 30 – 2.3. Il rischio operativo, 33 – 2.4. Il rischio dell'indebitamento, 37 – Il VaR come metrica del rischio, 46 – Dal valore del bene al valore aziendale, 50 – 2.7 Il Value Based Management, 59.

65 **Capitolo III**

I legami tra strutture finanziaria e valore

3.1. Metodologia, 65 – 3.2. Le società quotate europee, 75 – I ° Modello: Struttura finanziaria vs ROE, 82 – II ° Modello: Struttura finanziaria vs ROA, 86 – III ° Modello: Struttura finanziaria vs ROE-Ke, 90 – IV ° Modello: Struttura finanziaria vs ROA-wacc.

99 **Capitolo IV**

Struttura finanziarie target

4.1. Lo scenario di riferimento, 99 – 4.2 Il Benchmark, 102 – 4.3. Metodologia, 106 – 4.4. Il Modello benchmark finanziario, 110.

127 **Conclusioni**

129 **Appendice al Capitolo III**

L'analisi di correlazione

139 **Bibliografia**

INTRODUZIONE

La scelta della struttura finanziaria da parte delle imprese è un tema classico della Finanza Aziendale, in continua evoluzione sul piano teorico ed empirico.

Il presente lavoro costituisce la prima fase di un sistematico percorso di ricerca sul *trend* del *leverage*, onde pervenire alla rappresentazione del *capital structure* nel quadro di riferimento ante-pandemia. Il quadro conoscitivo così raggiunto costituirà la base per un'ulteriore indagine volta a studiare gli effetti che verosimilmente saranno prodotti dalla pandemia sul valore prodotto dalle imprese, considerato anche il ruolo che giocheranno i mercati finanziari e il sistema bancario.

Sul piano teorico, gli studiosi propongono senza soluzione di continuità varianti ai modelli più consolidati, rimuovendo le ipotesi teoriche o ampliando le variabili prese in esame; parimenti, sul piano empirico la ricerca fornisce, indagine dopo indagine, contributi volti ad accrescere la lettura del fenomeno nel suo insieme, considerate le possibili manifestazioni nella varietà e variabilità delle imprese.

In particolare, un tema al centro del dibattito riguarda l'esistenza o meno di un rapporto di funzionalità tra le scelte di struttura finanziaria e il *valore* dell'impresa, ovvero la determinazione di un livello di indebitamento ottimale per il *value*. L'attenzione dei ricercatori si concentra, quindi, sulla individuazione del rapporto fra *debt* ed *equity* in grado di massimizzare le performance aziendali e soddisfare le attese degli azionisti, in termini di ritorno sul capitale investito a parità di rischio.

La struttura finanziaria è, inoltre, direttamente connessa al costo del capitale: costituisce infatti uno dei parametri necessari per l'applicazione del *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* che consente di determinare il costo del capitale in funzione del profilo di rischio di una società definito in relazione alla sua struttura finanziaria.

Da qui l'idea della presente indagine che intende offrire un'ulteriore *tesera conoscitiva* alla complessità del fenomeno attraverso la verifica dell'assunto secondo il quale la struttura finanziaria non influenza la dinamica di creazione di *valore*.

L'analisi condotta si concentra sull'universo delle società quotate europee, censite dal *database Amadeus di Bureau van Dijk*, con fatturato superiore ad un milione di euro e disponibilità di dati di bilancio per il periodo 2015-2017. Sotto il profilo metodologico viene stimato l'impatto della struttura finanziaria sul valore per poi giungere alla determinazione di una *struttura finanziaria benchmark* che possa essere considerata di riferimento per i diversi settori economici.

Nel primo capitolo ampio spazio è dedicato all'analisi della letteratura di riferimento; in particolare vengono analizzati i diversi contributi in tema di struttura finanziaria e di costo del capitale connesso alla capacità di creare *valore*.

Il secondo capitolo è dedicato alla relazione tra rischio e *value*, sulla base della evidenza che le imprese denotano ancora un forte ritardo nella gestione dei rischi aziendali considerati, spesso, estranei al *core business*, ma strettamente connessi alla logica di creazione di *valore*. Su tali basi le imprese non possono sottrarsi dall'implementare forme di gestione volte ad elevare il grado di stabilità dei risultati aziendali e a ridurre il loro rischio, in altri termini la gestione dei rischi aziendali si impone come vera e propria esigenza per agevolare il ricorso all'*equity* e per abbassare il costo del capitale. Viene, inoltre, fornita una rassegna dei diversi metodi comunemente impiegati per la valutazione delle società alcuni dei quali impiegano il costo del capitale quale fattore di attualizzazione.

Il terzo attiene all'analisi dei dati ed in particolare alla ricerca del legame tra struttura finanziaria e *valore*. L'indagine condotta considera lo *shareholders approach* nonché lo *stakeholders approach*, impiegando la regressione lineare semplice applicata a modelli appositamente formulati. Segnatamente, ai fini del *valore* per gli azionisti i modelli considerano le variabili ROE e $ROE - k_e$ regredite rispetto al rapporto *debt/equity ratio* che costituisce la variabile indipendente. Di contro, nell'ottica della creazione di valore per gli *stakeholders* i modelli prevedono la regressione del ROA e del differenziale ROA-WACC rispetto al *debt/equity ratio*.

Infine, il quarto capitolo definisce un nuovo modello di identificazione delle quote di *equity* e capitale di debito da impiegare nel calcolo del costo medio ponderato del capitale. Infatti, nonostante questo sia un *topic* dibattuto in letteratura, non è possibile identificare un *consensus* a riguardo. Alla luce di ciò, il modello suggerito, basato sul *benchmark* finanziario, si propone di individuare una struttura finanziaria *target* per i diversi settori economici.

LA STRUTTURA FINANZIARIA: ANALISI DELLA LETTERATURA

1.1. La struttura finanziaria e le teorie connesse

In letteratura molteplici sono i contributi incentrati sulla struttura finanziaria, a partire dai primi articoli di Modigliani e Miller. Segnatamente, i due Autori affermano, nel loro lavoro del 1958, che dato un mercato efficiente in cui tasse, costi di fallimento e asimmetrie informative risultano assenti, la struttura finanziaria non incide sulla dinamica di creazione del *valore*, tale dimostrazione confluisce nella *Teoria della irrilevanza della struttura finanziaria*.

Tuttavia, poiché le *assumption* a base del postulato non sono riscontrabili nella realtà, Modigliani e Miller introducono alcune estensioni al modello rappresentate in primo luogo dal beneficio fiscale riconosciuto alle società *levered*, ossia dalla deducibilità degli oneri finanziari. Come affermato dagli Autori, il capitale di debito in una società può incrementare il *valore* della stessa nella misura rappresentata dal valore attuale dei risparmi fiscali ottenuti.

Ne discende che la scelta della struttura finanziaria influenza l'attitudine alla creazione del *valore*, le società, dunque, possono trovare conveniente ricorrere all'indebitamento riducendo l'apporto di *equity*; tuttavia il maggior ricorso al capitale di debito produce effetti negativi rappresentati principalmente dagli elevati oneri finanziari, dal maggior rischio di *default*, nonché dai costi di agenzia e dalla perdita di flessibilità aziendale. In particolare, il costo atteso del fallimento (cd costi di *financial distress*) può essere considerato come il prodotto della probabilità di *default* e dei costi ad essa associati (distinti in costi diretti ed indiretti).

La probabilità di fallimento, quindi, indica la probabilità che l'impresa non riesca, con i flussi di cassa disponibili, a garantire il servizio del debito. Tale parametro è strettamente connesso all'entità dei *cash flow* (se la società dispone di adeguati flussi di cassa avrà una probabilità di insolvenza più bassa) e alla volatilità degli stessi (alta variabilità). I *financial distress costs* possono essere distinti in due tipologie costi diretti e costi indiretti.

Nella prima categoria rientrano i costi direttamente connessi al fallimento quali le spese legali e amministrative, gli interessi moratori. I costi indiretti, sono rappresentativi di quei fenomeni che si verificano prima che l'azienda incorra in procedure concorsuali, sono associati ad un aumento dell'indebitamento e del rischio di insolvenza e per queste loro caratteristiche vengono considerati costi predittivi del fallimento. Esempi dei costi in oggetto possono

essere rappresentati da un calo delle vendite, da una difficoltà ad ottenere finanziamenti oppure dall'ottenimento di finanziamenti con applicazione di peggiori condizioni di credito, dalla perdita di figure chiave sia nel management che tra i dipendenti con più elevate *skills*.

Quanto evidenziato ha ovviamente implicazioni sulla modalità di finanziamento scelta da una società; difatti le società che operano in settori caratterizzati da una elevata volatilità di utili e *cash flow*, come ad esempio il settore della tecnologia, dovrebbero optare per il contenimento al ricorso di capitale di debito. Se la società, invece, riesce a conciliare l'andamento del servizio del debito con quello dei flussi di cassa, può decidere di aumentare il ricorso al capitale di terzi.

Come detto, il capitale di debito comporta, tra i diversi effetti negativi il sorgere dei cosiddetti costi di agenzia riferibili ai conflitti di interesse tra azionisti e soggetti terzi che finanziano la società. Gli azionisti sono incentivati ad adottare una determinata condotta nell'ottica di distribuire a loro vantaggio le risorse finanziarie a danno degli altri creditori. Tali comportamenti opportunistici possono essere rappresentati dall'intraprendere progetti ad elevato rischio, dall'evitare investimenti in quei progetti che pur presentando un VAN positivo non riescono a generare un *valore* capace di evitare il fallimento, dal distribuire elevati dividendi finanziati anche dismettendo gli *asset* aziendali.

Il rischio connesso ai conflitti è rappresentato dalla possibilità che i relativi costi saranno sostenuti proprio dagli azionisti. I creditori, infatti, sapendo che gli azionisti potrebbero adottare tali comportamenti, cercheranno di aumentare la remunerazione connessa ai finanziamenti, un possibile rimedio a ciò potrebbe essere rappresentato dall'inserimento di clausole contrattuali limitative dei comportamenti opportunistici degli azionisti.

Il ricorso al capitale di terzi condiziona anche quella che può essere definita *flessibilità finanziaria* ossia la capacità dell'impresa di adattare la struttura finanziaria ai cambiamenti dei fabbisogni aziendali. Si differenzia dall'elasticità che, invece, è riferita alla capacità di espandere la struttura finanziaria.

Il capitale proprio presenta una struttura più rigida ma più elastica; al contrario la struttura del capitale di debito è più flessibile, ma al contempo meno elastica. La riduzione della *flessibilità finanziaria* conseguente al maggior apporto di risorse sotto forma di capitale di terzi impedisce all'azienda di sviluppare politiche di investimento ottimali, andando ad erodere il *valore* aziendale.

Nel lungo periodo i maggiori costi andranno ad annullare i benefici fiscali. Si cercherà quindi di bilanciare i vantaggi fiscali e i costi fino a giungere alla definizione di una *struttura finanziaria ottimale* definita in corrispondenza di un livello di capitale di terzi in cui i benefici marginali eguagliano i costi

marginali. Tali considerazioni costituiscono le *assumption* della *Teoria del Trade-off*. Nel 1977 Myers introduce il concetto di eccesso di debito (*debt overhang*) quale risultato di opportunità di investimento non sfruttate.

Tra le altre teorie si segnala la *Pecking Order Theory* secondo la quale, quando le aziende scelgono le loro fonti finanziarie, hanno una sorta di ordine di preferenza. In questa ottica, Myers e Majluf (1984) affermano che le imprese preferiscono finanziare i loro investimenti ricorrendo in primo luogo all'autofinanziamento, successivamente al capitale di debito e, infine, all'emissione di nuove azioni. La *Teoria* si fonda sull'esistenza dell'asimmetria informativa: i manager conoscono la realtà dell'impresa (in termini di prospettiva di crescita, rischio, *valore*) più degli investitori esterni, quindi preferiranno finanziarsi con risorse interne (utili non distribuiti).

L'autofinanziamento è preferito al debito bancario, infatti, perché il suo uso non comporta costi di agenzia derivanti dall'asimmetria tra impresa e finanziatore. Se tali risorse non sono sufficienti, le imprese ricorrono al capitale di debito, che a sua volta è preferito all'emissione di azioni nel presupposto che le banche, grazie al processo di *screening* e *monitoring* riducono le asimmetrie informative e i costi di agenzia.

1.2. La determinazione dei pesi della struttura finanziaria in letteratura

Sul tema dell'individuazione della metodologia più idonea per la stima dei pesi da attribuire alle componenti *equity* e *debt* si sono espressi in molti. A riguardo Damodaran nel suo lavoro *Damodaran on Valuation (1994)* determina il costo medio ponderato del capitale considerando i pesi espressi a valori contabili anziché a valori di mercato. È dimostrato che se si assume che il valore di mercato del debito sia uguale al valore contabile dello stesso, la struttura finanziaria che minimizza il WACC è la stessa che massimizza il prezzo delle azioni.

Secondo Fernandez (2002) la struttura ottimale del capitale, dovrebbe allo stesso tempo massimizzare il valore della società e il prezzo dell'azione e minimizzare il costo medio ponderato del capitale.

Grande incertezza emerge in letteratura circa la natura dei pesi da utilizzare nel calcolo del costo medio ponderato del capitale. Si possono individuare, tuttavia, tre metodologie prevalenti:

- valori contabili;
- valori di mercato;

- struttura media *target* di settore considerata quale struttura ottimale.

Tali metodologie sono spesso oggetto di critiche soprattutto quella che impiega i valori contabili, tale metodo risente infatti delle convenzioni contabili (Baker e al. 2011); è diffuso, inoltre, il *consensus* in base al quale i pesi del costo medio ponderato espressi sulla base della contabilità non tengono conto dell'evoluzione prospettica degli utili e dei *cash flows*.

Dall'altro lato, i pesi contabili hanno il vantaggio di essere immediatamente disponibili, facilmente calcolabili e di scontare una più bassa volatilità rispetto ai valori di mercato.

La metodologia basata sui valori di mercato assume che il tasso richiesto a fronte dell'investimento venga confrontato con il valore di mercato, tale metodologia implica, tuttavia, maggiore complessità di calcolo e risulta di difficile applicazione nel caso di società non quotate.

Nonostante la teoria finanziaria sia focalizzata sull'uso del valore di mercato, nella maggior parte dei casi si utilizza il valore contabile (Sweeney, Warga e Winters, 1997). Ciò è dovuto principalmente alle difficoltà incontrate nel reperire informazioni disponibili per le emissioni obbligazionarie. In effetti, la maggior parte del debito societario è negoziato su mercati non regolamentati piuttosto che in Borsa. Normalmente, la società si pone come obiettivo generale quello della massimizzazione del *valore* per i propri azionisti. Talvolta il *valore* creato è superiore al valore contabile: tale circostanza si riscontra quando il valore *price to book value*, dato da rapporto prezzo/valore contabile, assume valori superiori a 1.

Damodaran (2012) sostiene che alcuni manager incoraggiano l'uso dei valori contabili considerando tale approccio più conservativo rispetto all'uso del valore di mercato: il valore del mercato azionario, in effetti, tende ad essere superiore al valore contabile del patrimonio netto (un valore contabile del patrimonio netto inferiore al corrispondente valore di mercato può condurre alla stima di un *WACC* più basso e, quindi, ad una sopravvalutazione del *valore* dell'impresa).

Bruner, Eades, Harris e Higgins identificano nella loro indagine del 1998 che, nella stima del costo medio ponderato del capitale:

- il 59% delle imprese utilizza pesi espressi a valore di mercato;
- il 15% utilizza i pesi espressi a valore contabile;
- il 19% mostra incertezza sulla tipologia dei pesi da utilizzare;
- per il restante 7% vi è indisponibilità dei dati.

Bancel e Mittoo (2014) conducono un sondaggio su 356 valutazioni di esperti finanziari provenienti da 10 Paesi europei: dimostrano che, nonostante

vi sia un *consensus* pressoché diffuso sull'impiego del *leverage* espresso a valori di mercato, solo il 46% rispetta questa raccomandazione: difatti, il 34% utilizza un *Gearing ratio* espresso a valore contabile e il 31% utilizza un *Gearing ratio* calcolato sulla base della media di settore. Gli autori concordano nel sottolineare che il prevalente impiego di pesi espressi a valori contabili è ascrivibile alla immediata disponibilità ed al fatto che gli stessi possano considerarsi quali *proxy* meno distorte rispetto ad altre misure.

Koller, Goedhart e Welles (2010) mostrano che per la determinazione del costo del capitale devono essere considerati pesi *target* anziché pesi espressi a valori correnti in quanto l'attuale struttura finanziaria potrebbe non riflettere il valore atteso tenuto conto del presupposto del *going concern*.

Gli Autori identificano tre passaggi per individuare la *struttura del capitale target*:

- stimare l'attuale struttura finanziaria in base al valore di mercato;
- rivedere le strutture finanziarie comparabili;
- analizzare l'approccio gestionale al finanziamento degli investimenti e il riflesso sulla struttura del settore.

Il metodo evidenziato incontra una limitazione per i mercati emergenti; in tali contesti infatti il numero di imprese in un settore è limitato. Tuttavia, questo problema viene superato utilizzando la struttura finanziaria osservata nel mercato consolidato, supponendo che prima o poi le imprese dei mercati emergenti adatteranno la loro struttura finanziaria a quella del settore in cui operano.

Hatfield, Cheng e Davidson (1994) dimostrano che la relazione tra la leva finanziaria dell'azienda e quella di settore non è importante per il mercato: ciò risulta in linea con l'assunzione di Modigliani & Miller (1958).

Flannery e Rangan (2006) affermano che le imprese devono avere una struttura finanziaria *target* e che il rapporto tra i loro rendimenti e il *leverage* è di circa il 30%.

Roshan (2009) e Bancel e Mittoo (2002) mostrano che l'uso di pesi espressi al valore di mercato nella valutazione aziendale è limitato.

Da quanto illustrato si evince chiaramente che nella letteratura non esiste ancora un *consensus* sulla natura dei pesi da utilizzare per definire la struttura finanziaria.

1.3. I modelli per la stima costo del capitale

Il costo medio ponderato del capitale è il tasso di sconto impiegato per la stima del *valore* del capitale delle società, calcolato partendo dal costo del

debt e dell'*equity* ponderati per le rispettive incidenze sulla struttura finanziaria. Esso riflette i costi complessivi del debito e del capitale azionario utilizzati per finanziare operazioni commerciali o acquisizioni. Costituisce la base per determinare il tasso di sconto nel metodo di valutazione del *Discounted Cash Flow*. Il WACC può anche essere considerato dal punto di vista dell'investitore come un costo opportunità del capitale. Quando un azionista sceglie di investire in un'impresa, infatti, sta rinunciando ad altre opportunità di investimento con lo stesso profilo di rischio. Emerge, dunque, la necessità di determinare il costo del capitale in modo affidabile. In caso contrario, il *valore* dell'azienda sarebbe influenzato dai risultati della valutazione. Il WACC riflette il costo del capitale di tutte le fonti finanziarie proporzionalmente ponderate. In formula, viene rappresentato come segue:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times k_e + \frac{D}{E + D} \times k_d \times (1 - t)$$

dove

- E è la porzione di risorse finanziarie investite a titolo di *equity* nella società;
- D è la porzione di risorse investite a titolo di capitale di debito nella società;
- k_e è il costo dell'*equity*;
- k_d è il costo del capitale di debito;
- t è l'aliquota fiscale.

Pertanto, la struttura finanziaria intesa come mix delle risorse finanziarie diventa essenziale nella determinazione del costo del capitale.

Al fine di stimare il costo dell'*equity* in letteratura si riscontra un ampio uso del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). In base a quest'ultimo il costo dell'*equity* è determinato sulla base della formula che segue:

$$k_e = r_f + \beta \times (R_M - r_f)$$

Detto metodo prevede, dunque, che la stima del costo del capitale proprio sia basata sulla preventiva individuazione dei seguenti parametri:

- r_f ossia il tasso *risk free*, corrispondente al rendimento di titoli non rischiosi (solitamente il *risk free rate* viene scelto pari al rendimento dei titoli di Stato, che in quanto tali sono considerati non rischiosi);
- coefficiente beta (β), esplicativo della volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato; un valore superiore a 1 definisce il titolo come “aggressivo” (*aggressive stock*) in quanto sconta una volatilità maggiore rispetto al mercato. Di contro, titoli che presentano un coefficiente beta inferiore all’unità sono detti “difensivi” (*defensive stock*). Viene calcolato rapportando la covarianza tra i rendimenti del titolo e quelli del mercato alla varianza di mercato. In formule:

$$\beta = \frac{\sigma_{(i;M)}}{\sigma_{(M)}^2}$$

dove:

- $\sigma_{(i;M)}$ rappresenta la covarianza tra il rendimento del titolo i e il rendimento del portafoglio di mercato;
- $\sigma_{(M)}^2$ è la varianza del portafoglio di mercato.

Poiché la covarianza del rendimento di mercato con se stesso coincide con la varianza del portafoglio di mercato, ne discende che tale portafoglio avrà un coefficiente beta pari a 1. Per la stima di tale parametro nella prassi si ricorre all’utilizzo della regressione lineare semplice tra i rendimenti del titolo e quelli dell’indice di riferimento assimilato al portafoglio di mercato.

Il beta, dunque, è il coefficiente angolare della retta di regressione così ottenuta;

- premio per il rischio di mercato ($R_M - r_f$) definito come l’extra-rendimento del portafoglio di mercato rispetto al titolo non rischioso. Con riferimento a tale componente nella prassi non si riscontra un *consensus* circa la modalità di stima. A tal proposito può essere considerata rilevante l’indagine annuale svolta da Fernandez che individua per diversi Paesi i valori del *market risk premium* maggiormente utilizzati dai professori di economia e finanza nonché dagli analisti finanziari e dai manager di società.