

MANAGEMENT

# Come finanziare l'impresa

Il calcolo del fabbisogno finanziario

Prefazione di Danilo Colucci

**Marco Muscettola**



FRANCOANGELI

## **Am** - La prima collana di management in Italia

Testi advanced, approfonditi e originali, sulle esperienze più innovative in tutte le aree della consulenza manageriale, organizzativa, strategica, di marketing, di comunicazione, per la pubblica amministrazione, il non profit...

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità.

**Marco Muscettola**

# Come finanziare l'impresa

Il calcolo del fabbisogno finanziario

Prefazione di **Danilo Colucci**



**FRANCOANGELI**

**Per accedere all'allegato online è indispensabile  
seguire le procedure indicate nell'area Biblioteca Multimediale  
del sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it)  
registrarsi e inserire il codice EAN 9788891788351 e l'indirizzo email  
utilizzato in fase di registrazione**

1<sup>a</sup> edizione. Copyright © 2019 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni qui sotto previste. All'Utente è concessa una licenza d'uso dell'opera secondo quanto così specificato:*

---

# Indice

<b>Presentazione</b> , di <i>Danilo Colucci</i>	pag.	7
<b>Premessa</b> , di <i>Marco Muscettola</i>	»	11
<b>1. Teorie sull'indebitamento aziendale</b>	»	15
1. La struttura del capitale aziendale	»	15
2. Teorema dell'indifferenza	»	18
3. Trade-Off Theory	»	20
4. Pecking Order Theory	»	24
5. Financial Growth Cycle Theory	»	27
6. Market Timing Theory	»	30
7. Relationship Lending Theory	»	31
8. Altre teorie	»	33
9. Dalla teoria alla realtà	»	38
<b>2. Il mercato del credito bancario in Italia</b>	»	41
1. Introduzione sul mercato finanziario italiano	»	41
2. La struttura finanziaria delle imprese italiane	»	45
3. Il mercato del credito bancario durante la crisi	»	56
4. La relazione tra indebitamento e redditività in Italia	»	59
5. Domanda ed offerta di credito bancario	»	62
6. Cartografia dell'Italia in base al mercato del credito bancario	»	67
<b>3. La valutazione delle imprese</b>	»	73
1. L'istruttoria di fido	»	74
2. Le tipologie di affidamento	»	80

<b>4. Il calcolo del fabbisogno finanziario</b>	pag. 104
1. L'analisi del fabbisogno finanziario	» 104
2. Il rendiconto finanziario	» 107
3. La definizione di fabbisogno finanziario	» 114
4. Metodi pratici: il programma di calcolo	» 118
5. Il calcolo del fabbisogno finanziario	» 125
6. L'analisi della sostenibilità finanziaria	» 132
<b>5. Caratteristiche dell'indebitamento bancario</b>	» 137
1. Le garanzie dell'affidamento	» 137
2. Influenza dell'offerta di credito sulla struttura aziendale	» 149
3. Il finanziamento degli investimenti in attività durevoli	» 152
4. Correlazione tra composizione degli attivi e struttura del capitale	» 160
5. La difficoltà per le microimprese nel finanziare le innovazioni	» 167
<b>Bibliografia</b>	» 183

---

# Presentazione

di *Danilo Colucci*

Ho conosciuto Marco Muscettola 25 anni fa e da allora le nostre vite si sono irrimediabilmente intrecciate sia sul piano personale che su quello professionale. Ho avuto il privilegio di seguire la sua *escalation* che lo ha portato a diventare uno dei massimi esperti della materia e autore di ben sei libri in tema di finanza aziendale e decine di saggi, oltre che vincitore del “Best Paper Award” al Symposium di Valencia.

Questa sua opera rappresenta l’apice di un intenso studio intriso di dati empirici e statistica che avvalorano la tesi, secondo la quale, il fabbisogno finanziario non è solo un’esigenza dell’impresa, bensì un chiaro indicatore di un modello di business vincente. Ed è questo uno dei motivi per cui scegliere questo libro, un’autentica guida che vi porterà a scoprire come i numeri della finanza siano una chiara espressione delle scelte imprenditoriali, una bussola per orientarsi e correggersi adatta agli uomini d’azienda e non solo.

La struttura finanziaria, oggi più di ieri, è fondamentale per la solidità e solvibilità dell’azienda nel tempo. Essa esprime tecnicamente la composizione delle fonti atte a sostenere le attività e le gestioni aziendali. L’impresa teoricamente può fare affidamento sul finanziamento interno o può optare per le diverse alternative di finanziamento esterno. Inclusive in quest’ultima categoria, il soggetto prenditore di fondi dispone di due soluzioni: *equity* o debito, scegliendo fra i relativi strumenti finanziari.

Le scelte di finanziamento con le quali l’impresa affronta la vita sociale e commerciale rappresentano l’oggetto di indagine di vari studi e tanti approfondimenti. Le forti attenzioni alla struttura del capitale delle imprese deriva dal fatto che tali scelte incidono in vario modo nella vita aziendale e le implicazioni di queste predilezioni possono ricadere in modo significativo sulla **capacità di sopravvivere dell’impresa** e, comunque, influenzano le relazioni con tutti gli attori in campo. In quest’ambito diversi approcci teorici, con risultati a volte discordanti, hanno formulato ipotesi sulla de-



terminazione del **livello di indebitamento ottimale** e, al contempo, hanno cercato di spiegare il comportamento finanziario delle imprese con affascinanti spunti di riflessione.

Questo per affermare che le imprese, soprattutto in questi periodi di crisi economica mondiale, non possono più permettersi di sbagliare strada e le banche, dall'altra parte, non possono più trascurare certi approfondimenti che implicano gravose ripercussioni. Una **corretta struttura finanziaria** è essenziale per la conservazione dell'impresa nel tempo e, di conseguenza, per la tenuta del sistema produttivo e dell'economia in generale.

Dalla teoria alla pratica, ed in Italia cambia molto. Questo sia per le peculiarità tipiche italiane del tessuto imprenditoriale, dei problemi di asimmetria informativa tra l'impresa e i potenziali finanziatori, per la granularità delle piccole aziende nel territorio e per l'assenza di valide alternative al credito bancario sia perché tante, forse troppe, sono le variabili che inducono le scelte dell'imprenditore tali da essere difficilmente quantificabili, almeno per quanto riguarda l'area di scelta razionale. Questi elementi tipici (sottocapitalizzazione, preferenza del debito a breve termine e sbilanciamento verso i debiti bancari) rappresentano delle condizioni di tensione nella stabilità finanziaria delle imprese del nostro territorio. Ed ecco perché è auspicabile che le imprese, nello specifico le PMI italiane, riconfigurino la propria struttura finanziaria per **aumentare le probabilità di successo** e si orientino verso **formule e tecniche di finanziamento più appropriate** alle specifiche esigenze, alla specifica copertura del fabbisogno finanziario e che siano adeguate per supportare la possibile crescita dell'impresa stessa.

Il ruolo della banca nell'economia italiana resta fondamentale, come anche rilevante è la capacità dell'intermediario di fare la giusta **cultura finanziaria**. La banca ricopre un incarico definibile sociale per la selezione del credito (allocazione di risorse scarse) e per il conseguente sviluppo economico di un territorio. In questo senso alleviare le vischiosità nel rapporto tra banca ed impresa potrà essere di vantaggio per entrambe le parti, tese in un'unica direzione. È evidente a tutti che investire nelle imprese sane, nelle aziende che creano valore, ricchezza ed occupazione rappresenta un'essenziale leva di sviluppo e crescita economica. È possibile di conseguenza affermare che esiste una solida relazione tra il giusto sostegno finanziario delle banche e il generale benessere di un'area territoriale.

Molte imprese di qualità, troppo spesso, non hanno accesso a finanziamenti bancari perché strutturalmente non in grado di assicurare la restituzione del capitale, o non capaci di evidenziare le proprie virtù come è anche comune, sull'altro versante, l'atteggiamento delle banche che non riescono a quantificare con precisione e valutare la durabilità dell'impresa o decifrare le variabili aziendali non espressamente delineate dall'impre-

ditore. In questa situazione di opacità, bassa trasparenza o informazioni disallineate l'incontro tra domanda ed offerta di credito bancario non è ottimale e, quindi, non si avvera quel giusto **sostegno all'economia** che dovrebbe essere l'affidamento bancario.

La crescita armonica e di lungo periodo, pertanto, non potrà mai essere sostenuta basandosi solo sull'accumulazione dei fattori produttivi: servirà il capitale umano, la tecnologia e l'efficienza. Servirà, inoltre, la giusta cultura finanziaria. In altre parole, come anticipato, l'accesso al finanziamento è un vincolo di crescita essenziale o, se sbagliato, può dar vita ad una lunga e costosa immobilizzazione finanziaria oltre che essere dannoso per l'impresa stessa.

Per rivitalizzare l'economia di un territorio, allora, si può partire anche dal cercare di incentivare la produttività o, meglio, i giusti investimenti fatti dalle imprese che creano sviluppo economico. È fondamentale che la crisi non blocchi la capacità di emergere delle imprese sane, quale elemento di primaria importanza ai fini della competitività internazionale, rendendole ancora più deboli di fronte alla concorrenza.

Da queste premesse nasce la volontà di questo libro di essere uno strumento utile per arricchire la cultura finanziaria delle imprese, da una parte, e delle banche, dall'altra. Le imprese che hanno dimestichezza sulle dinamiche alla base del credito bancario o sulle esigenze interne degli istituti di credito potranno certamente formulare delle proposte di affidamento più coerenti alle politiche creditizie. Conoscere tutte le alternative e le varie forme tecniche di fido e di garanzia, tra l'altro, consente alle imprese di capire al meglio quale potrebbe essere il **giusto sostegno finanziario bancario per coprire il proprio specifico fabbisogno finanziario**. Oggi è essenziale che l'impresa sappia perfettamente anticipare le esigenze future di liquidità senza attendere un periodo futuro che potrebbe rilevarsi troppo lontano.

Dall'altra parte le banche devono cercare di stringere i rapporti con le imprese che, pur avendo esigenze di breve periodo differenti, certamente hanno un obiettivo di crescita economica comune allo scopo finale della banca. Per tale motivo gli istituti devono imparare a decifrare al meglio le singole caratteristiche dell'impresa riconoscendo in esse il motore del progresso economico di un territorio.

Il manuale sull'affidamento bancario fornisce al lettore un'ampia disamina sulle cause e sulle conseguenze dell'affidamento bancario, dalla teoria alla tecnica bancaria. All'interno del libro sono specificate le ragioni, le esigenze e gli effetti di un'istruttoria di affidamento bancario sia per quanto riguarda l'impresa richiedente sia in un'ottica rivolta al valutatore bancario. Questo con l'intento ultimo di aiutare sia l'impresa a formulare la giusta richiesta di affidamento, adeguata alla propria struttura finanziaria e

alle evoluzioni di business, sia la banca ad elaborare la giusta valutazione, in considerazione anche delle prospettive evoluzioni economiche e finanziarie, e cogliere le dovute dinamiche di sviluppo nelle variabili spesso velate.

In conclusione, suggerisco la lettura del presente libro a tutti, anche ai non addetti ai lavori, perché è un'ottima fonte di informazioni per ampliare la propria cultura finanziaria oltre che imprenditoriale. A Marco, amico di sempre che mi ha onorato concedendomi di scrivere questa prefazione, faccio un grande plauso per una grande opera.

---

# Premessa

di *Marco Muscettola*

Viviamo in un momento storico particolare, oggi, dove tutto è diventato frenetico e l'economia è drogata da tanti aspetti che una volta potevano definirsi puramente secondari. Le nuove velocità dell'economia aziendale, il susseguirsi di regole e il rincorrersi di direttive finanziarie lasciano le imprese locali in un vortice di priorità da seguire o inseguire. Gli imprenditori italiani oggi hanno difficoltà a fermarsi per riflettere e comprendere quale possa essere davvero la migliore strada da seguire. La facilità della comunicazione, troppo spesso senza fondamento, ha determinato un mondo in cui tutti possono far arrivare la propria voce e, in un clima di confusione totale, tanti possono ergersi a maestri. In questo contesto, in continuo mutamento, servirebbero poche idee ma chiare.

È auspicabile un ritorno al passato, almeno in relazione alle leggi dell'economia reale. L'impresa deve tornare ad essere motore di crescita e sviluppo, strumento per la distribuzione della ricchezza e soggetto socialmente utile per il benessere collettivo.

Facendo un passo indietro è comunemente accettato che investire in alcuni settori ed in alcune aree rappresenta un'essenziale leva di sviluppo per nuovi rinnovamenti che a loro volta implicano una conseguente positiva crescita economica del territorio. È possibile, di conseguenza, affermare che esiste una solida relazione tra finanziamenti/investimenti, sviluppo e generale benessere di un'area territoriale. Per la nostra economia "bancocentrica" è possibile asserire, inoltre, che **le banche fanno "cultura"** nel nostro Paese ed è essenziale l'apporto positivo delle banche che, in questo senso, favoriscono ed indirizzano la crescita e lo sviluppo sulle imprese che godono di un rating di controparte più pregevole. Sul piano più strettamente sociale, poi, questa condizione potrebbe facilmente volgere da leva positiva per il progresso a vincolo imprescindibile.

Per deduzione, vista la scarsità di alternative al credito bancario, è ragionevole ammettere che i parametri per essere affidati dalle banche pos-

sano essere degli elementi in grado di condizionare la struttura e l'organizzazione delle imprese. Se tutto ciò è vero, ed è documentabile, si devono aggiungere delle note circa le metodologie di allocazione delle risorse delle banche che, spesso, non convergono con gli obiettivi di investimento delle imprese. La maggior parte d'istituti bancari, infatti, delimita la propria valutazione sullo studio dei rischi in senso statico, legando il rating di controparte esclusivamente ad uno stadio transazionale. Con metodologie legate alle statistiche di scoring e prescindendo dai progetti dell'imprenditore, dai piani strategici d'impresa o da significative variabili qualitative, le banche assegnano un giudizio stocastico alle imprese in merito alle possibilità di insolvenza. In questo non si vuole affermare la cattiva funzionalità (anzi) dei modelli di rating utilizzati dalle banche ma, unicamente, che lo strumento di analisi statistica è adoperato in modo rigido e critico.

Tutta questa premessa per rilevare **l'esigenza di tradurre, per le imprese locali, il senso matematico e statistico del processo di valutazione delle banche**. Dopo aver compreso il diverso linguaggio del rating sarà possibile partire proprio da queste basi inarticolate per guardare al futuro e cercare di smussare i vincoli che le banche pongono alle imprese italiane. In un'ottica di ottimismo, infine, si potrebbe anche sfruttare a nostro vantaggio la fattispecie e recuperare spazio rispetto ad aree più assistite dal sistema finanziario. L'obiettivo da porsi è quindi interpretare il modello di valutazione, saperlo prevedere, intendere le sue evoluzioni ed anticipare il giudizio degli istituti di credito che, comunque tutto, non hanno obiettivi molto diversi dalle imprese.

Non c'è nulla di più accettabile per le banche, constatare matematicamente che un eventuale prestito riesca a soddisfare in pieno le esigenze di fabbisogno finanziario dell'impresa richiedente che, non in ultimo, dimostra la perfetta capacità di restituzione con un credibile piano finanziario. In altre parole, se l'obiettivo finale per tutti resta quello del progresso e del maggiore benessere futuro, giocare allo stesso gioco con le banche, mostrando a carte scoperte il **fabbisogno finanziario da coprire**, non potrà che essere la strada vincente per le imprese. Spiegare i progetti, gli investimenti produttivi, le necessità finanziarie non è sufficiente se, a supporto di tutto, non c'è una **solida base matematica che dia concretezza e credibilità** al programma futuro su cui investire.

Dall'altra parte, in un momento di grave crisi economica come quella attuale, dovrebbero essere incentivate le misure che incoraggiano investimenti e sostegno della produttività in quanto leva del progresso. Se le banche non facilitano l'accesso delle imprese locali ai finanziamenti limitano l'attitudine degli investimenti delle società e, di conseguenza, la loro competitività impedendo il loro positivo sviluppo. Per tale logica migliorando la conoscenza dei modelli di valutazione delle banche e dando alle

imprese un supporto matematico fondamentale, come quello del calcolo del fabbisogno finanziario, **sarà possibile far crescere le nostre imprese e il benessere del nostro territorio.**

“Dai un pesce ad un uomo e lo nutrirai per un giorno. Insegnagli a pescare e lo nutrirai per tutta la vita”. Così recita un noto proverbio cinese, erroneamente attribuito a Confucio. L'aforisma piace molto ed è l'insegnamento che si può riscattare la povertà con la forza di volontà e l'istruzione. Con un processo mentale di astrazione si può immaginare l'imprenditore italiano che, per sopravvivere, non deve solo attendere l'iniziativa della banca assistenzialista che distribuisce pesci, ma deve industrializzarsi per imparare a pescare. In questo senso è un obiettivo sociale imparare a valutare, conoscersi meglio ed avere una perfetta coscienza del proprio ed unico fabbisogno finanziario da coprire.

Questo libro serve proprio a questo. Prima di andare in banca, un imprenditore deve leggere questo libro con attenzione, deve riflettere sul proprio futuro e deve disegnare il proprio piano di sviluppo con numeri alla mano. Di conseguenza una delle tante forme di affidamento risponderà essenzialmente alla necessità aziendale di chiudere perfettamente il fabbisogno dell'impresa. Per essere adeguato, quindi, il finanziamento deve rispondere all'analisi approfondita eseguita sul calcolo del fabbisogno finanziario, per tempi, modalità e spessore dell'intervento.

Dall'altra parte è chiaro che solo chi vive all'interno dell'impresa è in grado di intendere alla perfezione la gestione dei costi, dei tempi, della tesoreria, dei rischi e degli effetti della programmazione. E solo il management stesso potrà programmare gli obiettivi con una migliore attendibilità fissando plausibili target e budget. Di conseguenza, solo il management d'impresa potrà scegliere, qualora cosciente e cosciente, il migliore credito bancario che sposi e copra al meglio il proprio ed unico fabbisogno finanziario prospettico.

Il libro risponde a tutte queste domande, partendo dalla teoria delle tesi degli economisti maggiori sul perché finanziare l'impresa, sino alla pratica dell'esempio numerico di calcolo.

La prima parte del libro è rivolta alla teoria, per l'appunto, con le tesi e le leggi economiche che hanno motivato i tanti studiosi nella comprensione delle regole della struttura del capitale aziendale. Il secondo capitolo è una circoscrizione economica al contesto italiano. Saranno descritte le imprese locali ed il loro rapporto con il sistema finanziario italiano, le difficoltà, le prassi, le medie geografiche e le relazioni statistiche con i dati economici. Il terzo capitolo descrive l'istruttoria di affidamento delle banche ed elenca tutte le possibili tipologie di affidamento. Il quarto capitolo, con l'ausilio anche dell'allegato file excel, porta la trattazione nel calcolo pratico del fabbisogno finanziario. Sarà descritto il rendiconto finanziario e come e

perché calcolarlo e, di conseguenza, sarà rappresentato il processo di determinazione del fabbisogno finanziario prospettico verificando le variabili mobili che possono modificarlo. L'ultimo capitolo, infine, contiene degli interessanti approfondimenti sul debito bancario, alcuni legami indotti, l'elenco delle eventuali garanzie, alcune conseguenze e la descrizione di alcuni articoli scientifici supportati da analisi empiriche sul territorio.

Ringrazio poche persone per la realizzazione di questo nuovo libro. La mia bellissima moglie Alessandra, mia figlia Arianna e mia figlia Mia. Ringrazio l'amico Danilo Colucci, che ha collaborato e presentato questo lavoro. Il connubio con Danilo è stato essenziale, come unire la pratica con la teoria o l'esperienza con la conoscenza o la pizza con la birra. Ringrazio le società FourFinance Rating per l'ausilio sui dati e sul programma di rating, la società Costruire Sviluppo per gli spunti econometrici e i test pratici sul campo.

“Compianti e sicuri, verso luci e città nascoste, più veloci del suono, più forte di quanto si pensasse di dover andare, più in basso del suono della speranza”<sup>1</sup>. Per una nuova ultima possibilità, alla ricerca del sole.

“Le autostrade sono piene di eroi distrutti, alla guida della loro ultima possibilità, sono tutti in fuga, stanotte, ma non è rimasto più nessun posto dove nascondersi. Un giorno, ragazza, non so quando, arriveremo in quel posto, dove davvero vogliamo andare e cammineremo al sole, ma fino ad allora, i vagabondi come noi sono nati per correre”<sup>2</sup>.

1. *1979* cantata da Smashing Pumpkins.
2. *Born To Run* cantata da Bruce Springsteen.

## 1. La struttura del capitale aziendale

Le decisioni aziendali sulla struttura del capitale sono essenziali per raggiungere l'efficienza e per massimizzare la redditività degli investimenti. È altresì fondamentale studiare la quota di valore aggiunto distribuito agli *stakeholders* in concomitanza proprio delle scelte di finanziamento. Una struttura del capitale adeguata ed efficace contribuirà a rendere più produttiva la stessa impresa e, non in ultimo, più meritevole di credito (rating).

L'economia italiana è indissolubilmente basata sulla redditività delle piccole e medie imprese. Esse reggono il sistema produttivo rappresentando la motrice del benessere sociale del nostro Paese, la fonte principale dell'occupazione e la causa fondamentale dell'innovazione. Nonostante questa palese rilevanza, le imprese italiane ancora oggi sono attanagliate da forti vincoli strutturali che ne frenano lo sviluppo e le espongono a vischiosità. In questo senso si comprende bene l'entità e gli sviluppi del problema in esame.

Per comprendere le motivazioni e le strategie finanziarie delle imprese, la scelta del grado di indebitamento e il supporto bancario ricercato, è necessario fare un passo indietro partendo dalla teoria e dalle definizioni. In economia e nel mondo finanziario la struttura del capitale è definita come la ripartizione del passivo aziendale che descrive l'insieme delle fonti che, di conseguenza, sostengono le attività aziendali. In altri termini, la struttura del capitale definisce la modalità e la composizione tra debiti e capitale proprio che l'impresa utilizza per il proprio funzionamento.

L'impresa, quindi, per finanziare il proprio "funzionamento" può far ricorso a due macro-tipologie di fonti di finanziamento: fonti interne e fonti esterne. Esse generalmente sono adoperate congiuntamente ma con gradazioni diverse. Si pone l'accento subito sul fatto che le scelte in merito



a questa ripartizione determinano delle conseguenze molto importanti sia per l'efficienza sia per la profittabilità aziendale sia, infine, per la durabilità dell'impresa nel tempo. La struttura del capitale, quindi, avrà dei riflessi leggibili nella capacità di crescita e sviluppo e nella solvibilità. Ecco perché è essenziale che l'impresa tenda sempre a raggiungere un'ottimale composizione di indebitamento a supporto delle attività.

Per fonti di finanziamento interne si devono intendere i flussi di cassa derivanti da fenomeni ascrivibili direttamente alla stessa impresa. Nello specifico si fa riferimento all'autofinanziamento netto d'impresa che, a sua volta, dipende dall'utile aziendale non distribuito ai soci, alle dismissioni di immobilizzazioni o alla variazione del capitale circolante commerciale netto, come meglio si vedrà in seguito. I summenzionati flussi finanziari sono calcolabili mediante lo strumento del rendiconto finanziario e sono causati dalle gestioni aziendali interne senza far ricorso, perciò, ad iniziative esterne.

L'autofinanziamento, per esempio, deriva dalla redditività delle vendite che resta in azienda. Anche il flusso di cassa dipendente dalla vendita di un macchinario o dallo smobilizzo di partecipazioni è un modo per generare risorse finanziarie internamente. Infine è importantissima l'analisi della variazione del capitale commerciale come fonte di finanziamento. In questo senso la riduzione dei crediti o del magazzino e l'aumento dei debiti commerciali, a parità di fatturato, sono dei modi per incrementare la liquidità aziendale a sostegno degli impieghi.

È chiaro che questa modalità di finanziare l'impresa internamente risulta essere anche la più accettata dai soci sia per l'economicità dello strumento sia perché implica una conservazione del controllo d'impresa, senza rompere gli equilibri o perdere di indipendenza.

Ai citati vantaggi, il finanziamento interno si scontra con alcuni difetti legati, soprattutto, alla limitatezza del capitale generabile e ai tempi perché tali flussi possano essere ricondotti nelle gestioni ordinarie d'impresa. Le fonti di finanziamento esterne sono, invece, più rapide da ottenere anche se esplicitamente più onerose. Esse riguardano due basilari soluzioni alternative: debito o *equity* (capitale proprio).

La scelta più immediata per finanziare l'impresa è indiscutibilmente far ricorso ai debiti. Essi sono rappresentati dai debiti bancari, dai debiti commerciali, dai debiti verso obbligazionisti, dai leasing, dai debiti verso dipendenti e soci, dai debiti verso società appartenenti al gruppo e dai debiti verso l'erario e verso altri soggetti, genericamente intesi.

La modalità più elastica e storicamente più utilizzata per le imprese italiane per finanziarsi è il ricorso ai debiti verso gli istituti di credito. La presenza di un onere, calcolato da un tasso di interesse, è controbilanciata dai vantaggi sull'elasticità summenzionata, sulle scadenze concordate e

sull'assenza di complicazioni in merito al controllo aziendale che resta, quindi, sempre esclusivo del management aziendale.

Per quanto riguarda il mercato obbligazionario italiano, diversamente dai Paesi anglosassoni, si può certamente affermare che esso è ancora poco trasparente e frequentato. Questo induce a considerare l'ipotesi dell'emissione obbligazionaria soltanto come una rara alternativa poco percorribile (soprattutto per quantitativi limitati) ed onerosa.

Una prima differenziazione tra fonti di debito e fonti di capitale consiste nella natura dei diritti conseguenti. Al capitale di debito ne deriva la presenza di creditori. Essi sono soggetti con diritto di restituzione per contratto, oltre ad avere una serie di collegate prestazioni (interessi). Al capitale proprio, invece, deriva la presenza dei soci. Questi sono i soggetti che partecipano ai rischi e agli utili d'impresa e che hanno il diritto di ricevere flussi di cassa residui dopo il pagamento di tutti gli altri obblighi finanziari.

Lasciando per il momento fuori la possibilità di strumenti di finanziamento che si posizionano a metà strada tra queste due alternative, i cosiddetti strumenti ibridi, la scelta tra debito e *equity* comporta delle conseguenze differenti, degli impegni dissimili e delle posizioni giuridiche e contrattuali eterogenee. Nella ripartizione tra debiti e capitale proprio è bene chiarire ogni tipologia di dubbio definendo al meglio le caratteristiche e le conseguenze giuridiche.

Anche sul piano del capitale proprio è necessaria un'opportuna riclassificazione interna, dal momento che il capitale di rischio può assumere diverse configurazioni in dipendenza della forma giuridica dell'impresa o della quotazione su mercati regolamentati degli strumenti stessi di capitale. Le piccole imprese italiane non quotate, come anticipato, non hanno una vasta gamma di alternative per raccogliere capitali a titolo di "proprietà" aggiungendo che anche il fenomeno del *Venture Capital* o *Private Equity* in Italia sono casi particolari, limitati e complessi.

La modalità più semplice ed ordinaria per ampliare il capitale proprio aziendale resta, quindi, quella di aumentare gli apporti in denaro dei soci dell'impresa o, in aggiunta, ricercare nuovi soci per incrementare il capitale sociale. È importante ricordare a questo punto che le scelte sul capitale di rischio e capitale di debito generano anche delle conseguenze in termini di deducibilità fiscale, dal momento che gli oneri finanziari sono fiscalmente deducibili mentre i dividendi sono pagati al netto del calcolo dei tributi e delle imposte.

Un'altra disuguaglianza di particolare rilievo, in grado di far pendere la scelta su una delle due macrocategorie di finanziamento, riguarda il potere di controllo sul management aziendale che i soci possiedono diversamente dai creditori.

È il caso di citare, inoltre, anche la differenza in merito alle scadenze che i creditori hanno contrattualmente mentre, salvo casi particolari, non hanno i soci in relazione ai propri diritti. Generalmente il rimborso del capitale ai soci è stabilito ad una scadenza illimitata o indeterminata o comunque molto lontana. Da tutto ciò ne consegue anche il diverso grado di priorità nel rimborso delle prestazioni, soprattutto in caso di dissesto, a favore dei creditori. Alcuni autori, in questo senso, parlano di “diritto residuale” a favore dei soci contro il “diritto contrattuale” e scadenza prefissata a beneficio dei prestatori di capitale di debito.

Tra gli strumenti ibridi, che per loro natura non possono essere classificati perfettamente in una delle due categorie individuate, ma formano una specie a sé congiungendo particolarità sia del debito sia del capitale di rischio, si segnalano i debiti convertibili in azioni e le azioni privilegiate come titoli più comuni e tradizionali, anche se storicamente adoperate solo raramente e solo da grandi società per azioni quotate.

Riassumendo gli aspetti generali del problema, la struttura del capitale dell'impresa riguarda la composizione e l'organizzazione dei capitali aziendali a supporto delle attività. Questi capitali possono arrivare da fonti interne alla stessa società mediante l'autofinanziamento o riducendo capitali già esistenti (diminuzione del capitale fisso o del capitale commerciale) o da fonti esterne tramite apporti da soci o debiti. Dopo aver compreso l'apporto interno in relazione al fabbisogno finanziario, allora, il problema della combinazione finanziaria si sposterà semplicemente su un fenomeno di leva finanziaria: grado di indebitamento in relazione al capitale proprio.

$$\text{Leva Finanziaria} = D / E$$

Dove “D” (*Debt*) è il totale indebitamento aziendale ed “E” è il totale capitale proprio riferibile all'impresa (*Equity*).

## 2. Teorema dell'indifferenza

Dopo la sommaria introduzione è necessario riportare il problema della scelta sull'indebitamento in ambito dottrinale, marcando l'esistenza di numerose ed antiche teorie che intendono avvalorare la tesi che l'impresa, in un modo o nell'altro, protenda nel ricercare sempre la struttura finanziaria ottimale. Dall'altra parte però, visto il dibattito che dura ormai da decenni, probabilmente si può affermare che la soluzione su come e perché le imprese scelgono un determinato livello di indebitamento non è ancora generalmente condivisa dagli economisti. Non è chiaro, inoltre, se l'impresa debba tendere sempre e costantemente alla ricerca di una struttura fi-

nanziaria ottimale o, dall'altra parte, può assestarsi su stadi di inefficienza consapevole, accontentandosi di livelli intermedi.

Una questione molto dibattuta è anche comprendere il termine di paragone. In altre parole è necessario inquadrare la scelta ottimale della struttura finanziaria finalizzata a massimizzare il valore dell'impresa e, in questo senso, cercare di definire il sommo valore aziendale. A questo punto si comprende bene che possono esserci diverse definizioni e differenti priorità nella vita di una società, tali da stravolgere totalmente le premesse teoriche. La realtà, in effetti, è piena di variabili la cui maggior parte non è definibile per tipologia o per effetti.

Tornando alla problematica dottrinale, nel tempo sono state presentate moltissime teorie in merito alla struttura finanziaria delle imprese ed esse sono basate tutte a commisurare le scelte finanziarie con l'accrescimento del valore d'impresa. Ben oltre mezzo secolo fa la prima teoria, definita "classica", che ha di fatto aperto il lungo dibattito tra il valore dell'impresa e le scelte sull'indebitamento. Essa è l'idea che il valore di mercato di un'impresa sia inversamente proporzionale al proprio costo del capitale.

Nel 1958, però, la teoria economica era viziata da condizioni di partenza troppo stringenti e tali da rendere poco realistico lo scenario. Le ipotesi semplificative, poi pian piano eliminate, riguardavano l'assenza di imposizione fiscale, la presenza di un mercato in perfetta concorrenza e privo di qualsiasi vischiosità e la perfetta informazione tra le parti (soci, amministratori e creditori). Tra le altre forti ipotesi si aggiunge anche la possibilità di accesso illimitato ai debiti e l'assenza di costi di transazione, di agenzia e di fallimento. In queste ipotesi per l'impresa è indifferente la scelta se finanziarsi con capitale proprio o facendo leva sui debiti. Il costo del capitale di rischio di un'impresa indebitata sarà pari al costo del capitale di un'impresa priva di rischio cui si aggiunge unicamente il premio per il rischio finanziario. Il debito, in questa enunciazione, ha un effetto neutro sul valore dell'impresa e, di conseguenza, le scelte sulla politica di finanziamento diventano ininfluenti.

Aumentando l'indebitamento aziendale, allora, varierà la distribuzione del rischio finanziario tra soci e creditori ma il rischio associato alla stessa impresa, nel complesso, rimane immutato. Per quanto dimostrato, il valore di un'impresa non è correlato alla struttura del capitale ed è pari alla capitalizzazione del profitto atteso attualizzato ad un predeterminato tasso dipendente dalla classe di rischio in cui è inserita l'impresa.

Con l'introduzione delle prime variabili come, ad esempio già nel 1963 da parte degli stessi autori, l'introduzione dell'impatto fiscale, la tesi di indifferenza viene subito meno. In questo caso la bilancia pende verso i debiti in considerazione della deducibilità degli interessi passivi dal reddito imponibile. In uno stadio di palese indifferenza, la deducibilità degli