

Giuseppe Marzo

**TEORIE D'AZIENDA E
POLITICHE FINANZIARIE**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

Giuseppe Marzo

**TEORIE D'AZIENDA E
POLITICHE FINANZIARIE**

FrancoAngeli

Copyright © 2012 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 della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

a Davide

Noi non smetteremo mai di esplorare
e la fine di ogni nostra esplorazione
sarà di arrivare nel luogo da cui siamo partiti
e conoscerlo per la prima volta.

T.S. Eliot, *Four Quartets*

INDICE

Introduzione	pag.	15
1. Teorie d'azienda e politiche finanziarie dell'impresa: una sintesi	»	23
1.1. Teoria d'azienda e teoria dell'impresa	»	23
1.2. L'azienda e l'economia aziendale	»	26
1.3. Le teorie dell'economia politica	»	27
1.3.1. I tratti comuni delle teorie dell'economia politica	»	29
1.3.2. I tratti distintivi delle teorie dell'economia politica	»	32
1.4. Le politiche finanziarie dell'impresa	»	36
1.4.1. Le politiche finanziarie e l'economia aziendale	»	36
1.4.2. Le teorie dell'economia politica	»	38

PARTE I LE TEORIE D'AZIENDA

Introduzione alla Parte I	»	45
2. L'azienda e l'economia aziendale	»	48
2.1. Introduzione	»	48
2.2. L'azienda e l'impresa nell'economia aziendale italiana	»	49
2.3. L'azienda istituto economico-sociale	»	51
2.4. L'azienda come sistema	»	53
2.5. L'azienda come sistema dinamico	»	55
2.6. L'azienda e l'impresa	»	57
2.7. L'azienda e l'equilibrio economico	»	58
2.7.1. L'equilibrio reddituale	»	58
2.7.2. L'equilibrio monetario-finanziario	»	59
2.7.3. L'equilibrio patrimoniale	»	60

2.8. L'equilibrio economico, l'autonomia e la durabilità	pag.	61
2.9. Superiorità dell'azienda e superiorità dell'azionista: l'azionista <i>primus inter pares</i>	»	61
2.10. Razionalità, massimizzazione e adeguatezza (<i>satisficing</i>)	»	62
2.11. Istituti, istituzioni e individualismo metodologico	»	64
2.12. I valori nell'economia aziendale	»	65
3. La teoria neoclassica dell'impresa	»	66
3.1. Introduzione	»	66
3.2. L'impresa come funzione di produzione	»	67
3.3. Metodologia e ipotesi-base della teoria neoclassica	»	69
3.3.1. Il mito della massimizzazione del profitto	»	69
3.3.2. L'individualismo metodologico	»	70
3.3.3. Il tempo e l'impresa	»	71
3.4. L'impresa nell'economia neoclassica	»	73
3.4.1. Alla ricerca dell'impresa	»	73
3.4.2. Realtà, anti-realismo, convenzionalismo Friedmaniano	»	74
3.5. Le critiche alla teoria neoclassica dell'impresa e lo sviluppo di altre teorie dell'impresa	»	76
4. La teoria dell'agenzia	»	79
4.1. Introduzione	»	79
4.2. L'impresa come nesso di contratti	»	79
4.3. Le origini e le ipotesi-base della teoria dell'agenzia	»	83
4.4. L'impresa e i contratti	»	89
4.4.1. Teoria dell'impresa o teoria dei contratti?	»	89
4.4.2. I confini dell'impresa	»	91
4.4.3. Azionisti e manager: chi comanda?	»	91
4.5. Razionalità, selezione economica e individualismo metodologico	»	94
4.5.1. L'individualismo metodologico	»	94
4.5.2. Incompletezza e comprensività dei contratti	»	94
4.5.3. L'approccio positivo della teoria dell'agenzia e la selezione economica	»	96
4.5.4. Razionalità, interesse personale e ingenuità dell'agente	»	96
4.5.5. Teoria statica o teoria dinamica?	»	98
4.5.6. Costi di agenzia e ruolo dei mercati	»	98
5. La teoria dei diritti di proprietà	»	100
5.1. Introduzione	»	100
5.2. L'impresa come collezione di <i>asset</i>	»	101

5.3. Lo sviluppo e le ipotesi-base della teoria	pag.	106
5.4. L'impresa e la teoria dei diritti di proprietà	»	111
5.4.1. Cosa c'è all'interno dell'impresa?	»	111
5.4.2. Quale impresa oggetto di studio?	»	112
5.4.3. Strutture proprietarie e ottimalità sociale	»	113
5.4.4. Comportamenti massimizzanti, egoismo ed effetti reputazionali	»	115
5.4.5. Complementarietà degli asset e sistema impresa	»	117
5.5. Strutture di proprietà e diritti di proprietà	»	118
5.5.1. Benefici e costi delle strutture di proprietà	»	118
5.5.2. Diritti residuali e reddito residuo	»	118
5.5.3. La separazione tra proprietà e controllo: un tema aperto?	»	121
5.5.4. Chi è il proprietario degli asset?	»	122
5.5.5. Imprese, proprietà e asset intangibili	»	122
5.6. Contratti incompleti e diritti di proprietà	»	124
5.6.1. Confini e complementarietà dei diritti residuali di controllo	»	124
5.6.2. Contratti incompleti e diritti <i>enforceable</i> ?	»	126
5.6.3. Incompletezza contrattuale e diritti residuali di proprietà: una soluzione <i>ex ante</i> a problemi conflittuali <i>ex post</i>	»	127
6. L'economia dei costi di transazione	»	129
6.1. Introduzione	»	129
6.2. L'impresa e i costi di transazione	»	130
6.2.1. Le assunzioni comportamentali	»	131
6.2.2. Le caratteristiche delle transazioni	»	133
6.3. Alle origini dell'economia dei costi di transazione	»	135
6.4. Istituzioni, individualismo metodologico e Nuova Economia Istituzionale	»	136
6.5. Le assunzioni comportamentali e le caratteristiche transazionali	»	138
6.5.1. Opportunismo e comunicazione: informazioni, codici e linguaggio	»	138
6.5.2. Opportunismo: attitudine o comportamento?	»	140
6.5.3. Efficienza statica ed efficienza dinamica	»	142
6.5.4. Opportunismo e teoria dei costi di transazione: quale la causa, quale l'effetto?	»	144

PARTE II
LE POLITICHE FINANZIARIE DELL'IMPRESA

Introduzione alla Parte II	pag. 147
7. Le politiche finanziarie e l'economia aziendale	» 149
7.1. Introduzione	» 149
7.2. L'equilibrio patrimoniale e l'equilibrio economico	» 150
7.3. Il fabbisogno finanziario e la scelta della composizione delle fonti di finanziamento	» 152
7.3.1. La coerenza tra investimenti e finanziamenti: l'approccio disponibilità – immobilizzazioni	» 156
7.3.2. La coerenza tra investimenti e finanziamenti: l'approccio capitale circolante – capitale fisso	» 159
7.3.3. La coerenza tra fabbisogni e finanziamenti	» 161
7.4. La copertura del fabbisogno aziendale: capitale di debito e capitale di pieno rischio	» 163
7.5. L'equilibrio patrimoniale in funzione delle strutture delle attività e delle passività: una ripresa	» 165
7.6. La leva finanziaria	» 166
7.7. L'autofinanziamento quale condizione di autonomia dell'azienda	» 168
7.8. Costi e valore	» 170
7.8.1. Il significato del rapporto di indebitamento a valori-costi e valori attuali	» 170
7.8.2. L'impiego del rapporto di indebitamento a valori-costi e valori attuali	» 171
7.8.3. La capacità di debito delle imprese con opzioni di sviluppo	» 172
8. Le scelte di finanziamento e la finanza neoclassica	» 175
8.1. Introduzione	» 175
8.2. La nascita della finanza neoclassica	» 176
8.3. L'irrelevanza delle scelte di finanziamento	» 179
8.4. Il debito e le imposte societarie	» 186
8.5. Il debito e le imposte personali	» 189
8.6. Il CAPM e le scelte di finanziamento	» 192
8.7. Il costo medio ponderato del capitale e gli investimenti: alcune riflessioni	» 197
8.8. Decisioni di investimento e decisioni di finanziamento	» 200
8.8.1. La separazione delle scelte di investimento dalle scelte di finanziamento	» 200

8.8.2. Le scelte di finanziamento: un problema monodimensionale	pag. 200
8.9. Le ipotesi-base della teoria neoclassica della finanza	» 201
8.9.1. Le ipotesi-base e il realismo della teoria	» 201
8.9.2. L'equilibrio del mercato al centro dell'analisi	» 203
8.9.3. L'arbitraggio e l'equilibrio di mercato	» 204
8.9.4. Le ipotesi-base della finanza neoclassica	» 206
8.9.5. Neutralità della scienza e ingegneria sociale: soggettività, oggettività, valori	» 208
8.10. L'impresa e la finanza neoclassica	» 211
8.10.1. L'impresa e la finanza neoclassica	» 211
8.10.2. L'obiettivo e i confini dell'impresa	» 212
9. Le scelte di finanziamento e la teoria dell'agenzia	» 214
9.1. Introduzione	» 214
9.2. Scelte di finanziamento e relazioni di agenzia	» 215
9.2.1. I costi di agenzia del capitale di pieno rischio esterno	» 216
9.2.2. I costi di agenzia del debito e l' <i>asset substitution effect</i>	» 219
9.2.3. I costi di agenzia del debito e l' <i>underinvestment effect</i>	» 223
9.2.4. <i>Free cash flow</i> e benefici del debito	» 223
9.2.5. La scelta della struttura di finanziamento	» 225
9.3. Struttura finanziaria e contratti incentivanti	» 226
9.4. Ma quanto free è il <i>free cash flow</i> ?	» 227
9.5. La teoria dell'agenzia e la teoria neoclassica dell'impresa	» 228
10. Le scelte di finanziamento e la teoria dei diritti di proprietà	» 230
10.1. Introduzione	» 230
10.2. Le strutture finanziarie come strutture di distribuzione dei diritti di proprietà	» 232
10.3. L'esistenza di diverse tipologie di finanziatori	» 236
10.4. L' <i>underinvestment effect</i>	» 243
10.5. Novità e tradizione nella teoria dei diritti di proprietà residuali	» 244
10.6. Azienda e soggetti nelle scelte di finanziamento	» 245

11. Le scelte di finanziamento e l'economia dei costi di transazione	pag.	247
11.1. Introduzione	»	247
11.2. Specificità degli <i>asset</i> e scelte di finanziamento	»	247
11.3. La scelta tra debito e <i>equity</i>	»	249
11.4. Finanziamento dell'impresa, <i>project financing</i> , specificità e valore dell' <i>asset</i>	»	251
11.4.1. La relazione tra specifici finanziamenti e specifici <i>asset</i> : finanziamento dell'impresa, <i>project financing</i> , <i>asset financing</i>	»	251
11.4.2. La relazione della specificità dell' <i>asset</i> con il valore di liquidazione dello stesso	»	253
11.4.3. La struttura delle condizioni del finanziamento rispetto alle caratteristiche del bene: la durata del finanziamento e l'obsolescenza del bene	»	255
Conclusioni	»	258
Bibliografia	»	269

INDICE DELLE FIGURE E DELLE TABELLE

Fig. I.1 – Le teorie dell’impresa di area dell’economia politica	pag.	46
Fig. 7.1 – Fabbisogno e copertura finanziaria	»	162
Fig. 7.2 – Politiche finanziarie ed equilibrio patrimoniale dell’impresa	»	165
Fig. 8.1 – La proposizione II di Modigliani e Miller (1958)	»	185
Fig. 8.2 – Il valore di un’impresa indebitata in presenza di imposte societarie (Modigliani e Miller, 1963)	»	187
Fig. 9.1 – I costi di agenzia del capitale di pieno rischio	»	217
Fig. 9.2 – I costi di agenzia del capitale di pieno rischio con costi di <i>monitoring</i> e <i>bonding</i>	»	218
Fig. 9.3 – La composizione delle fonti di finanziamento esterno	»	226
Fig. 10.1 – Contratti di finanziamento e diritti di controllo residuali	»	237
Tab. 1 – Un quadro sinottico delle teorie d’azienda analizzate	»	266
Tab. 2 – Un quadro sinottico delle teorie delle scelte di finanziamento analizzate	»	267

INTRODUZIONE

Obiettivi e metodologia del lavoro

Il tema delle politiche finanziarie d'impresa, per quanto riguarda con ambito più focalizzato la migliore composizione delle fonti di finanziamento acquisite, può essere affrontato secondo due diverse prospettive: elaborando modelli specifici e *ad hoc*; oppure collegando quelle politiche con una teoria d'azienda, all'interno della quale esse trovino origine e giustificazione.

Di tutti i modelli e le teorie finanziarie sviluppati nel corso degli ultimi sessant'anni, quelli che si sono dimostrati più longevi sono stati sempre associati ad una teoria dell'impresa in grado di coordinare le politiche finanziarie con problematiche più ampie; mentre gli altri, che pure possono aver vissuto momenti di gloria, sono caduti presto o tardi in disuso o nel dimenticatoio¹.

A quei modelli e alle teorie dell'impresa su cui si fondano è dedicato questo lavoro.

L'obiettivo è di evidenziare come le politiche finanziarie possano condurre ad una struttura di finanziamento che può giudicarsi ottima o soddisfacente o migliore solo con riferimento ad una certa concezione dell'impresa: ogni teoria dell'impresa, perciò, conduce a configurare una teoria delle politiche finanziarie ottimali. E di converso ogni teoria sulle politiche finanziarie presuppone o propone, esplicitamente o implicitamente, una particolare teoria (o concezione, almeno) dell'impresa, rispetto alla quale si possa valutare l'opportunità di una certa scelta, la sua preferibilità e la bontà della sua composizione con altre.

¹ Si può convenire con Zingales (2000) quando afferma che molti dei modelli sulle scelte di finanziamento che pure avevano avuto una certa popolarità non hanno resistito a causa dello scarso legame con una teoria dell'impresa.

L'obiettivo appena citato è funzionale non solo all'analisi speculativa, ma anche a sviluppare una maggior consapevolezza nei comportamenti.

Nelle scienze sociali, e le economiche sono certo tra queste, le teorie non indagano una realtà esistente. Esse contribuiscono a generarla. E ciò perché le discipline sociali si caratterizzano per quella "doppia ermeneutica" (Giddens, 1982 e 1987) che impedisce la netta separazione tra "soggetto che studia" e "oggetto di studio". In altri termini, le teorie che vengono formulate, anche se intenzionalmente positive e descrittive, influiscono sul fenomeno studiato determinando e modificando comportamenti e plasmando valori e credenze. Esse vengono insegnate e diffuse, e così si istituzionalizzano, e influiscono sul comportamento delle persone (Ferraro, Pfeffer e Sutton, 2005). Ciò avviene in vari modi. Alcuni studi² hanno ad esempio evidenziato che gli studenti dei corsi di economia sono tipicamente più egoisti e opportunisti degli studenti di altri corsi. Le ipotesi della massimizzazione dell'interesse individuale si è trasformata così da strumento metodologico in comportamento acquisito e assunto nei fatti. Sulla stessa è stato evidenziato come le teorie che poggiano in modo rilevante sull'ipotesi di comportamenti egoistici e fraudolenti, possono condurre a generare meccanismi intenzionalmente volti a comprimere quei comportamenti, ma nei fatti in grado di generarli³.

E ancora si rifletta su come le diverse concezioni di impresa al centro delle varie teorie possano plasmare valori, obiettivi e comportamenti ponendo enfasi su alcuni aspetti o su altri. Ad esempio, l'impresa della teoria dell'agenzia è un semplice velo giuridico e il suo fallimento non comporta altri problemi che quello della rinegoziazione di contratti. Al contrario, l'impresa dell'economia aziendale italiana è un istituto che non si risolve nell'individualità di soggetti singoli o di individui contraenti, e la sua dissoluzione distrugge competenze, saperi e relazioni sociali che non si possono rigenerare con la ricontrattazione⁴.

Alla luce di queste riflessioni è evidente come non sia indifferente assumere decisioni e implementare politiche coerenti con una teoria o con un'altra, se diverse sono le ipotesi-base o le assunzioni su cui tali teorie poggiano.

Perciò quando si osserva che l'obiettivo di questo lavoro non è solo di analisi speculativa, si vuole intendere che il chiarimento dei nessi tra teorie d'azienda e politiche finanziarie, proprio per quanto detto, sia necessario anche per chi le politiche aziendali deve deciderle, affinché possa agire in modo più consapevole.

² Sul tema si vedano i lavori di Ardan (2000a, 2000b, e 2004).

³ Si vedano al riguardo il paragrafo 6.5.4 e il contributo di Ghoshal e Moran (1996).

⁴ Si vedano al riguardo i capitoli 2, 4, 7 e 9.

La prospettiva di analisi adottata in questo lavoro è più ricca di una semplice esposizione delle teorie relative alle politiche finanziarie d'impresa, poiché ne rinviene l'origine fondante. Le implicazioni dei modelli e delle teorie di scelta vengono meglio in luce quando confrontate con la teoria di impresa su cui si fondano, poiché in questo modo è possibile apprezzare alcuni aspetti che altrimenti rischierebbero di venir trascurati. Tra l'altro, risulta maggiormente evidente la *ratio* del criterio da cui deriva l'ottimalità o la preferibilità di una certa composizione delle fonti di finanziamento.

Dal punto di vista metodologico è opportuno precisare altri tre aspetti relativi a questo lavoro. Innanzitutto, esso si riferisce alla teorie d'azienda e, con campo d'osservazione più specifico, alle teorie d'impresa. L'introduzione della locuzione "teoria d'azienda" accanto e in luogo di "teoria d'impresa", che è d'uso comune specie nella letteratura internazionale, è volto a proporre accanto alle teorie dell'impresa di matrice economica (qui incluse nell'area dell'economia politica, come dopo si descrive) anche quella sviluppatasi con l'economia aziendale italiana, con peculiarità proprie sia dal punto di vista ontologico sia epistemologico e metodologico. Non si tratta perciò di una generalizzazione volta ad includere accanto all'impresa – che nella economia aziendale italiana è l'azienda di produzione – l'azienda come costrutto concettuale più ampio. Ma invece proprio la necessità di distinguere tra le due diverse tradizioni culturali.

Il secondo aspetto metodologico di questo lavoro è che esso non presenta i *test* empirici dei modelli di scelta presentati. Qui il punto non è quale di quei modelli sia più adottato nella realtà. Né quale meglio spieghi le scelte compiute dalle imprese. Ma invece: aderendo ad una certa teoria dell'impresa, come dovrebbero scegliersi le fonti di finanziamento dell'impresa e la loro composizione?

Trascurare le cosiddette evidenze empiriche può apparire antiveritativo e una giustificazione per tale scelta deve perciò essere addotta. Innanzitutto, molte analisi empiriche conducono a risultati ambigui e non definitivi, anche all'interno dei criteri convenzionalmente adottati per definire la validità della teoria.

Inoltre, come già detto, molti modelli e teorie hanno la forza di istituzionalizzarsi e perciò di reificarsi con la loro progressiva accettazione da parte della comunità accademica e professionale, tale accettazione essendo talvolta frutto della forza retorica o del potere dell'istituzione accademica

che propone la teoria⁵. In questi casi la cosiddetta validità empirica della teoria potrebbe tradursi meglio con accettabilità empirica della teoria. E allora i test esprimerebbero non tanto la capacità delle diverse teorie di cogliere la “realtà” investigata, ma invece la loro capacità di reificarsi, di influire cioè sui comportamenti delle persone, attraverso i processi di istituzionalizzazione anzidetti.

L’ultima caratterizzazione metodologica del lavoro riguarda la sua estensione. Non tutte le teorie e i modelli di scelta di finanziamento sono presenti. Ma neanche sono presenti tutte le teorie d’azienda e dell’impresa. Si è scelto infatti di commentare criticamente solo quelle per le quali sia stata elaborata, in vario grado, una teoria delle politiche finanziarie dell’impresa.

Eppure, a dispetto di tale focalizzazione, esiste un’interessante varietà tra le teorie d’azienda analizzate in questo lavoro, e che si possono includere nelle due aree dell’Economia Aziendale e dell’Economia Politica.

Le varie teorie dell’impresa che si sono sviluppate nell’ambito dell’economia politica, a partire dalla neoclassica, si fondano tutte sull’individualismo metodologico, e sulla concezione dell’individuo come operatore razionale e preda dell’egoismo, che può giungere anche a forme in cui l’interesse personale sia ottenuto con comportamenti fraudolenti. Ma a dispetto di tale comune denominatore, esse presentano notevoli differenziazioni.

Successivamente alla teoria neoclassica, gli approcci cosiddetti contrattualisti hanno posto alla base della teoria dell’impresa l’approccio contrattuale, già tipico del mercato neoclassico, ma caratterizzato dall’esistenza di costi di transazione. L’impresa, in altre parole, esiste perché il mercato della realtà non è perfetto come quello ipotizzato dalla teoria neoclassica. Alcuni costi nell’uso del mercato si possono comprimere attraverso un meccanismo diverso dal mercato: l’impresa appunto. La mano invisibile delle forze del mercato, da un lato, e quella un po’ più visibile del tornaconto personale, dall’altro, operano insieme per assicurare la funzionalità di tutte le forme economiche all’ottenimento del massimo benessere sociale possibile. E in tale ambito le politiche finanziarie si compongono al fine di oliare questo meccanismo destinato a operare con certezza di risultato eppure senza fine, giacché l’ottimo neoclassico non potrà mai raggiungerci.

⁵ Sull’istituzionalizzazione delle teorie sociali e in specie delle economiche può utilmente consultarsi Ferraro, Pfeffer e Sutton (2005).

L'economia aziendale italiana affronta il tema delle politiche finanziarie con approcci metodologici ed epistemologici propri e assai diversi da quelli dell'economia politica.

Tra le peculiarità dell'approccio economico-aziendale vi è lo spostamento dall'individualismo metodologico e dalle scelte individuali alle scelte aziendali, dell'istituto-azienda, e perciò alla composizione di strutture di finanziamento coerenti con l'equilibrio economico aziendale e dunque con il perdurare dell'azienda, anziché con la massimizzazione della ricchezza dell'azionista⁶ o con il complessivo benessere sociale.

E poi vi è, soprattutto, l'istituzione della fondamentale relazione delle politiche finanziarie, e dei loro risvolti, con l'equilibrio reddituale, finanziario, monetario e patrimoniale e con l'attività di produzione economica aziendale.

Centrale è per l'economia aziendale la continuità dell'azienda. Ed è proprio la necessità di garantire tale continuità, funzionale ad assicurare il soddisfacimento dei bisogni umani, che plasma le politiche finanziarie aziendali. Proprio l'ordinato svolgersi delle operazioni economiche dell'impresa e il continuo riequilibrio dinamico del sistema orientano le politiche finanziarie aziendali.

Di seguito si presentano la struttura del lavoro e i temi intorno ai quali esso è articolato.

L'organizzazione del lavoro

Il lavoro è organizzato in due sezioni: la prima espone criticamente le teorie dell'impresa e la seconda quelle relative alle politiche finanziarie.

Si è scelto di presentare prima tutte le teorie d'azienda per consentirne un apprezzamento comparato prima di procedere all'analisi delle politiche finanziarie che da quelle derivano.

Le due sezioni sono precedute da un capitolo che ha lo scopo di sintetizzare i temi affrontati. Esso si propone di presentare i temi del libro in modo trasversale, ricomponendoli intorno a prospettive di analisi che possano facilitarne un immediato confronto e permettere il posizionamento di ogni te-

⁶ Per chiarezza espositiva è necessario qui ricordare che il riferimento all'"azionista" (*shareholder*) è tipico di quasi tutte le teorie sviluppate nell'ambito dell'economia politica. In alternativa, come nel caso della neoclassica, è il concetto di "imprenditore" a sostituirlo. Nell'economia aziendale italiana, e in termini più generali, si impiega la locuzione "portatore di capitale di (pieno) rischio". Nel corso del lavoro il termine "azionista" verrà impiegato per tradurre il concetto di "*shareholder*".