

UNIVERSITÀ DEL PIEMONTE ORIENTALE
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA E SCIENZE POLITICHE,
ECONOMICHE E SOCIALI

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA,
MANAGEMENT E ISTITUZIONI

TESI DI LAUREA

**Struttura finanziaria, redditività dell'impresa e contributo degli
investimenti ESG**

Relatrice:

Chiar.ma Prof.ssa Clementina Bruno

Correlatore:

Chiar.mo Prof. Ferruccio Ponzano

Candidato:

Dave Nelson Kuate Kuate

ANNO ACCADEMICO 2023/2024

A Papa Keyombi,
con la sua stella nel cielo

Ringraziamenti

Desidero esprimere la mia più profonda gratitudine a tutte le persone che hanno reso possibile il completamento di questa tesi.

Un sentito ringraziamento va a tutti i partecipanti alle interviste, la cui disponibilità e apertura nel condividere le loro esperienze sono stati fondamentali per il successo di questo lavoro.

Sono immensamente grato alla mia relatrice e al mio correlatore, Professoressa Clementina Bruno e Professore Ferruccio Ponzano, per le vostre guide esperte, i vostri sostegni costanti e i preziosi consigli prima e durante tutte le fasi di questo progetto.

Ringrazio inoltre i miei familiari e amici, la cui incrollabile fiducia e incoraggiamento mi hanno sostenuto nei momenti più impegnativi. Il vostro supporto emotivo e la vostra motivazione sono stati essenziali per superare ogni prova.

Infine, un grazie speciale va all'Università del Piemonte Orientale, all'Université de Paris-Nanterre e a Euro Exim Bank, per aver fornito le risorse necessarie per portare avanti questa ricerca.

A tutti voi, dedico con gratitudine questo lavoro.

INDICE

INTRODUZIONE.....	5
CAPITOLO I: LA STRUTTURA FINANZIARIA E LE DIVERSE FONTI DI FINANZIAMENTO DELL'IMPRESA .7	
I. Il contributo delle teorie finanziarie	8
I.1 La Teoria classica: i “tradizionalisti”	8
I.2 Le tesi di Modigliani e Miller	8
I.3 La teoria dell'agenzia	12
I.4 La teoria dei segnali	12
I.5 La pecking order theory (POT)	14
I.6 La Trade-off Theory (TOT)	16
I.7 La teoria del Market Timing	18
II. La struttura finanziaria dell'impresa	19
1. Definizione della struttura finanziaria	20
2. Obiettivo la struttura finanziaria	21
3. I determinanti della struttura finanziaria	21
4. La valutazione della struttura finanziaria	24
5. La leva finanziaria	25
III. Le fonti di finanziamento dell'impresa	29
1. Le fonti di finanziamento interne	29
2. Le fonti di finanziamento esterne	31
CAPITOLO II: I DIVERSI EQUILIBRI AZIENDALI	35
I. Equilibrio economico: Economicità	35
II. Equilibrio finanziario: Liquidità	36
III. Equilibrio patrimoniale: La solidità patrimoniale	41
A. I Componenti dello stato patrimoniale	41
B. L'equilibrio Patrimoniale	43
CAPITOLO III: RUOLO DELLA STRUTTURA FINANZIARIA DELL'IMPRESA SULLA SUA REDDITIVITA': Analisi degli indici di redditività	47
I. Definizione e caratteristiche dell'impresa redditizia	47
1. Definizione	47
2. Caratteristiche dell'azienda redditizia	47
II. Calcolo ed analisi degli indici di redditività dell'impresa	48
1. Il Return on Equity (ROE)	48
2. Il Return on Investment (ROI)	49
3. Il Return on Sales (ROS)	50
4. Il Return on Debt (ROD)	51
5. Il Leverage	52
CAPITOLO IV: ESG, RELAZIONE TRA INVESTIMENTI ESG E STRUTTURA FINANZIARIA	53

I. Presentazione della tematica ESG	53
1. Definizione	53
2. Criteri ESG	53
3. Importanza dell’approccio ESG e benefici per le aziende	53
II. Relazione tra investimenti ESG e struttura finanziaria	54
1. Investimenti ESG e costo del capitale proprio	55
2. Investimenti ESG e costo del debito	57
CAPITOLO V: INTERVISTE A ESPERTI DEL SETTORE	61
I. Partecipanti	61
II. Raccolta dei dati	62
III. Sintesi dei dati	63
A. Partecipante 1: Analista finanziario	63
B. Partecipante 2 : Economista	65
C. Partecipante 3 : Il bancario	70
D. Partecipante 4 : Manager in fondi di investimento	77
E. Partecipante 5: ESG Manager	82
IV. Elementi principali emersi dalle interviste	86
Conclusioni	89
Bibliografia	92
Indice Figure	
Figura 1 Legame tra il ROI e il ROE	27
Figura 2: Le diverse entrate ed uscite monetarie	37
Figura 3: Interrelazioni tra gli equilibri	46
Indice Tabelle	
Tabella 1: Conto Economico, Federico Lanzalonga, 2023, Intrduzione ai principi contabili ..	36
Tabella 2: Rendiconto Finanziario, Federico Lanzalonga, 2023, Introduzione ai principi contabili	40
Tabella 3: Stato Patrimoniale, Federico Lanzalonga, 2023, Intrduzione ai principi contabili .	45
Tabella 4: Dati dei soggetti interrogati.....	62
Tabella 5: Modalità di svolgimento delle interviste	62

INTRODUZIONE

La redditività diventa sempre di più importante nell'analisi delle imprese, è uno prezioso indicatore della loro salute economica. Può essere definita come la capacità di un'azienda di generare ricchezza tramite la sua gestione in un determinato periodo temporale. Gli stakeholders (dipendenti, dirigenti, proprietari, clienti, fornitori ecc....) utilizzano informazioni sulla redditività per sapere se l'azienda sta perseguendo il proprio obiettivo di crescita e di creazione di valore. Un'azienda redditizia rassicurerà quindi gli investitori attuali e ne attirerà di nuovi. Gli stakeholders utilizzano alcuni indici per valutare la redditività dell'impresa e quindi conoscere le azioni da intraprendere in base ai risultati ottenuti, e tali indicatori risentono delle fonti di finanziamento utilizzate e del loro equilibrio. Negli ultimi anni, Per limitare l'impatto dannoso della loro attività sulla società e l'ambiente e agire positivamente su di esse, molte aziende hanno deciso di allineare redditività e responsabilità sociale e ambientale nei loro obiettivi a lungo termine, il che consente a loro di massimizzare i profitti pur essendo socialmente responsabili. A seguito di tale iniziativa, sono stati sviluppati i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG: Environmental, Social and Governance) che sono diventati essenziali nel funzionamento delle aziende. Il crescente interesse delle imprese per questi fattori permette loro di avere un impatto positivo sulla società e di ridurre gli effetti dannosi delle loro attività sull'ambiente. Questi fattori che stanno diventando sempre più rilevanti nella valutazione delle performance aziendali e degli investimenti. Il presente elaborato, dunque, è svolto ad analizzare il ruolo della struttura finanziaria, degli equilibri dell'azienda sulla sua redditività e valutare la relazione tra investimenti ESG e struttura finanziaria.

L'analisi e lo sviluppo di tale argomento è frutto inizialmente di un'esperienza svolta presso lo STUDIO COMMERCIALISTA BOTTONI nella città di Novara dove ho potuto mettere in pratica le teorie combinando ambito fiscale, economico e finanziario di diverse imprese clienti; inoltre la scelta è stata indotta dai miei studi in economia e finanza aziendale. Lo scopo del presente elaborato è di mostrare attraverso alcuni indici di redditività in che misura le fonti di finanziamento e l'equilibrio dell'azienda possono influenzare la sua redditività; quindi mostrare il ruolo giocato dalla struttura finanziaria delle aziende in equilibrio (economico, finanziario e

patrimoniale) sulla loro redditività e come sono correlate investimenti ESG e struttura finanziaria.

Per svolgere correttamente il nostro lavoro, innanzitutto analizzeremo e presenteremo come calcolare ed analizzare alcuni indici di redditività.

Prima di presentare i risultati del nostro lavoro, si analizzerà ampiamente nel primo capitolo la struttura finanziaria dell'azienda, presentando prima le teorie conosciute di tale struttura, poi definendo il concetto di struttura finanziaria e presentando le fonti di finanziamento dell'azienda (interne, tra le quali gli aumenti di capitale gratuito e a pagamento e le fonti esterne, tra le quali il factoring; le risorse bancarie ecc..).

Successivamente nel secondo capitolo, l'elaborato presenta gli equilibri dell'azienda che sono di tre ordini: economico, finanziario e patrimoniale.

Nel terzo capitolo, la trattazione consisterà innanzitutto a definire e caratterizzare l'azienda redditizia, poi a presentare il metodo di calcolo di alcuni dei suoi indici di redditività a partire dal suo stato patrimoniale e del suo conto economico; poi di presentare e interpretare i risultati ottenuti.

Il quarto capitolo, presenterà il tema ESG sempre più importante al giorno d'oggi e la relazione che esiste tra investimenti ESG e struttura finanziaria.

In fine, L'ultimo capitolo (il quinto) presenterà la parte empirica del nostro lavoro, basato su un approccio qualitativo attraverso diverse interviste concesse ad alcune aziende e professionisti su questioni relative al nostro lavoro.

Gli studi accademici, teorici, empirici mostrano dei risultati contrastanti; tuttavia, l'analisi effettuata e presente in questo elaborato fornisce nuove evidenze sulla relazione tra struttura finanziaria, redditività dell'azienda e il contributo dell'integrare degli investimenti ESG nelle sue attività.

Pur escludendo da ogni responsabilità lo Studio Bottoni per eventuali errori e i giudizi espressi in questa tesi, va detto che la sua realizzazione è stata possibile grazie ad approfondite ricerche nei manuali di finanza d'impresa.

CAPITOLO I: LA STRUTTURA FINANZIARIA E LE DIVERSE FONTI DI FINANZIAMENTO DELL'IMPRESA

All'inizio del XX secolo, la finanza era separata dall'economia e considerata una disciplina accademica autonoma, concentrata principalmente sui movimenti dei mercati finanziari, come acquisti, vendite e valutazione dei titoli. Con l'avanzamento tecnologico e la nascita di nuove industrie che richiedevano nuovi fondi, l'attenzione si è spostata verso una finanza orientata alla sostenibilità delle imprese, mettendo in discussione l'approccio accademico tradizionale. Oggi, la finanza si occupa di analizzare, in termini economici, tutte le decisioni cruciali nelle organizzazioni e nella società, con l'obiettivo di ottimizzare l'uso delle risorse e migliorare il benessere generale. Una delle decisioni finanziarie fondamentali per un'azienda è la scelta del finanziamento. Una struttura finanziaria adeguata può migliorare le performance aziendali e creare valore. Numerosi studi hanno esaminato le scelte di finanziamento delle imprese, evidenziando la varietà di approcci e i molteplici fattori determinanti. Tra questi, le informazioni riservate dei manager, le prospettive di crescita e il rischio finanziario o operativo sono elementi chiave. Le modifiche in queste scelte influenzano significativamente il valore dell'impresa e la ricchezza degli azionisti. Sebbene i risultati degli studi possano divergere, tutti convergono sull'importanza della struttura finanziaria. Per garantire il raggiungimento di questo obiettivo, è essenziale prendere correttamente decisioni finanziarie in ambiti come l'investimento, il finanziamento e la distribuzione dei dividendi. Nella decisione di finanziamento, l'impresa deve generalmente combinare risorse finanziarie interne, apporti di capitale e prestiti, al fine di determinare la struttura finanziaria ottimale che riduca il costo del capitale e massimizzi il valore dell'azienda.

Questo capitolo si propone di mostrare come queste scelte vengono intese nei diversi approcci. È diviso in tre sezioni: la prima riguarda le teorie della struttura finanziaria, la seconda sezione si concentrerà sulla presentazione della struttura finanziaria e la terza sulle fonti di finanziamento.

I. Il contributo delle teorie finanziarie

I.1 La Teoria classica: i “tradizionalisti”

Secondo la teoria classica dei cosiddetti "tradizionalisti", databile intorno agli anni '50 e che era sostenuta, tra gli altri, da esponenti come Graham, Dodd e Gutmann, un valore soglia può essere identificato dal rapporto tra debito e capitale proprio che massimizza il valore dell'impresa e minimizza il costo medio ponderato del capitale.

Una volta superato questo valore, i costi del debito finanziario aumentano il costo medio ponderato e riducono il valore dell'impresa. Secondo i tradizionalisti, quindi un certo livello di indebitamento avrebbe un effetto positivo sul valore delle aziende. I tradizionalisti, partendo dal concetto di leva finanziaria (rapporto tra l'indebitamento finanziario netto e il patrimonio netto dell'impresa) sostengono la possibilità di bilanciare il rendimento, che è correlato al rischio, con i flussi derivanti dagli impieghi (DI GAETANO, 2020).

I.2 Le tesi di Modigliani e Miller

Seguendo quanto discusso in *Impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise* (FAYE Baye Amath e SENE Dieynaba, 2020, di cui si mantiene la notazione), nel loro primo articolo pubblicato nel 1958, Franco Modigliani e Merton Miller dimostrarono che, in un mondo ideale, il valore di un'impresa dipende esclusivamente dai flussi di cassa che essa genera, indipendentemente da come questi siano finanziati, sia con capitale proprio che con debito. Tuttavia, questo lavoro iniziale non era privo di critiche, poiché ignorava alcuni fattori importanti che influenzano l'ambiente finanziario aziendale, come la tassazione sugli utili, i tassi di interesse, la varietà dei metodi di finanziamento e le imperfezioni nei mercati dei capitali. Tali critiche portarono Modigliani e Miller a rivedere la loro teoria, introducendo nel 1963, nel loro secondo articolo, le variabili fiscali delle imprese. In presenza di imposte, i due autori dimostrarono che il valore del patrimonio di un'azienda indebitata è pari a quello di un'azienda non indebitata, aumentato del valore attuale del risparmio fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi sul debito. Nel 1977, Miller ampliò ulteriormente il quadro delineato nei precedenti lavori, includendo anche le imposte sul reddito personale. In questo contesto, considerando sia la tassazione aziendale che quella personale, Miller sostenne che il valore di un'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria, concludendo che non esiste una struttura del capitale ottimale.

I.2.1) La teoria di Modigliani e Miller in assenza di imposte (tesi della neutralità dell'imposta)

In un mondo privo di imposte in cui gli individui e le imprese potrebbero prendere in prestito o concedere prestiti a un unico tasso di interesse, Modigliani e Miller presuppongono che il valore dell'impresa dipenda esclusivamente dal valore dei relativi assets. In altre parole, la struttura finanziaria non ha alcun impatto sul valore dell'impresa e sul suo costo del capitale (Georges LANGLOIS, Michelle MOLLET, 2011).

a. Valore dell'impresa

La prima proposizione di Modigliani e Miller afferma che in un mondo privo di imposte e di altre imperfezioni, il valore dell'impresa indebitata (levered) è esattamente uguale al valore di un'impresa priva di debito (unlevered):

$$V_u = V_l$$

(1.1)

V_l = valore dell'impresa indebitata

V_u = valore di un'impresa priva di debito

L'insensibilità dei flussi totali al tasso di debito significa che il costo medio ponderato del capitale delle società non cambia, qualunque sia il tasso di debito.

b. Costo del capitale proprio in assenza di imposte

La seconda proposizione di M&M afferma che il costo del capitale proprio è dato dalla seguente relazione

$$k_e = k_{EU} + (k_{EU} - k_d) \times D/E$$

(1.2)

k_e = costo del capitale dell'impresa

k_{EU} = costo del capitale nel caso di un'impresa che non fa ricorso al capitale di debito ma si finanzia esclusivamente tramite equity

k_d = costo del capitale nel caso di un'impresa che si finanzia esclusivamente facendo ricorso al debito

D = Totale debito

E = Totale Equity

Il costo medio ponderato del capitale WACC in assenza di imposte è uguale a:

$$WACC = k_e (E/E+D) + k_d (D/D+E)$$

(1. 1)

1.2.2 La teoria di Modigliani e Miller in presenza di imposte

La presenza di un sistema fiscale modifica in qualche modo le conclusioni che abbiamo appena tratto. Nella misura in cui gli interessi sono deducibili dal reddito imponibile della società, il debito consente, anzi, un risparmio fiscale. Il risultato è che, a parità di condizioni, un aumento del valore dell'impresa indebitata rispetto a quella che non lo è, con una riduzione del costo del suo capitale medio ponderato in funzione della leva fiscale.

a. Valore dell'impresa

Secondo il modello di M&M, in presenza di imposizione fiscale, il valore dell'impresa indebitata è maggiore di quello dell'impresa unlevered. La prima proposizione di M&M con imposte societarie si trasforma così:

$$V_l = V_u + t \times D$$

(1. 2)

V_l = valore dell'impresa indebitata (levered)

V_u = valore di un'impresa priva di debito o all-equity (unlevered)

t = aliquota fiscale

D = totali debiti

b. Costo del capitale proprio in presenza di imposte

Il costo del capitale di M&M con imposte societarie sarà quindi:

$$k_e = k_{EU} + (k_{EU} - k_d) \times (1 - t) \times D/E$$

(1. 3)

k_e = costo del capitale dell'impresa

k_{EU} = costo del capitale nel caso di un'impresa che non fa ricorso al capitale di debito ma si finanzia esclusivamente tramite equity

k_d = costo del capitale nel caso di un'impresa che si finanzia esclusivamente facendo ricorso al debito

D = Totale debito

E = Totale Equity

t = aliquota fiscale

La tassazione influenza fortemente le caratteristiche degli strumenti finanziari modificando il costo del capitale e il rendimento effettivo per l'investitore. In presenza di un'imposta sulle società, gli oneri finanziari sono deducibili dalle imposte, il debito presenta un vantaggio rispetto al capitale proprio. Tale vantaggio fiscale corrisponde al valore attuale del debito fiscale corrispondente ai minori flussi per il pagamento delle imposte, che sono pari, annualmente, al prodotto degli oneri finanziari per il tasso di tassazione delle imprese.

Il costo medio ponderato del capitale dell'impresa indebitata è inferiore a quello dell'impresa non indebitata: diminuisce con l'aumentare della leva fiscale.

$$WACC = k_e [E/E+D] + k_d [D/E+D] (1-t)$$

(1. 4)

Con:

WACC: costo medio ponderato del capitale

Il valore di un'impresa indebitata è pari al valore dei flussi operativi al netto delle imposte scontati al tasso di sconto. Il costo del debito calcolato al netto delle imposte tiene conto della deducibilità degli oneri finanziari e quindi del conseguente risparmio fiscale. La tassazione evidenzia gli effetti della politica del debito sulla valutazione della compagnia. Ulteriori aggiustamenti potrebbero poi rendersi necessari nella valutazione del costo del capitale, in particolare tenendo conto dei costi del fallimento.

I.3 La teoria dell'agenzia

Il modello originario elaborato da Jensen e Meckling (1976) ha dato luogo a diverse varianti, le quali si focalizzano sui costi che azionisti e creditori potrebbero dover sostenere a causa della discrezionalità nella gestione e del rischio di comportamenti non ottimali. Secondo questa teoria, l'organo direttivo, detentore di una parte dell'equity, presenta una curva di utilità che riflette il tasso marginale di sostituzione tra benefici monetari e non monetari. Nel caso di risorse finanziarie limitate, al fine di massimizzare i propri risultati, le imprese avrebbero interesse a fare ricorso al mercato per effettuare investimenti aggiuntivi che porterebbero ad una maggiore efficienza, generando quindi un eccellente processo decisionale. Jensen e Meckling si riferiscono a qualsiasi decisione non ottimale volta a ridurre il valore dell'impresa e l'impegno del personale e dei dirigenti. In situazioni di elevato flusso di cassa libero e ridotte alternative di investimento redditizie, gli autori sostengono che il servizio obbligatorio del debito riduce la discrezionalità del management e quindi il rischio di un comportamento non ottimale rispetto agli obiettivi degli azionisti. Il modello individua il punto di equilibrio, nel caso in cui non ci sia controllo sui manager in una fase successiva, si propone di ridefinire il punto di equilibrio nel caso in cui siano interventi esterni sul comportamento manageriale.

I.4 La teoria dei segnali

La teoria dei segnali si basa sui contributi di Ross (1977) e di Leland e Pyle (1977); essa mostra che, utilizzando uno schema di segnalazione, si evidenziano gli effetti della presenza di

asimmetrie informative e delle scelte di finanziamento delle imprese. L'ipotesi di partenza del contributo di L & P è rappresentato dal deficit informativo tra imprenditori e stakeholder esterni: l'unico mezzo con cui l'imprenditore può convincere gli operatori finanziari a investire nelle sue attività imprenditoriali consiste nell'utilizzare segnali, cioè mettere in atto alcuni comportamenti percepiti dal mercato come qualità dei progetti proposti. Il segnale preso in considerazione dai due autori è rappresentato dalla propensione dimostrata dall'imprenditore ad investire risorse proprie in progetti. In presenza di una condizione di asimmetria informativa, la disponibilità dei finanziatori a investire all'interno dell'impresa è direttamente proporzionale alle risorse investite dall'imprenditore stesso, cioè, in termini di indicatori, al tasso di incidenza del capitale di rischio su tutte le passività. Ne consegue che le modalità di finanziamento della società hanno un impatto significativo sul suo valore. Alle aziende con un elevato rapporto di capitalizzazione dovrebbe essere assegnato, a parità di condizioni, un valore più elevato rispetto alle aziende che fanno maggiore affidamento sul debito. Questa conclusione ha implicazioni molto interessanti: le società più capitalizzate potrebbero anche avere una maggiore capacità di debito perché vedono una maggiore disponibilità degli operatori finanziari ad investire nei loro progetti di investimento.

L'elevato livello di capitalizzazione viene quindi interpretato dal mercato come un segnale di buona salute dell'azienda. L'ipotesi di segnalazione presuppone che, in una condizione di asimmetria informativa, le decisioni riguardanti la composizione della struttura finanziaria possano essere utilizzate per fornire al mercato informazioni che altrimenti non sarebbero disponibili e non sarebbero comunicate. Il contributo di Ross analizza come i cambiamenti nella composizione della struttura finanziaria vengono percepiti dall'esterno, come segnali di un cambiamento del grado di rischio che caratterizza l'impresa stessa. Da questo approccio emerge quindi che il management dell'azienda è in grado di inviare segnali precisi sull'evoluzione futura della situazione dell'azienda, attraverso decisioni prese in base ad alcune variabili finanziarie. L'autore si sofferma in particolare sull'analisi della leva finanziaria e su come un aumento della dipendenza possa essere interpretato come un fattore positivo, in quanto indica una maggiore capacità dell'azienda di far fronte al rimborso del capitale e al pagamento degli interessi. L'autore sottolinea tuttavia che questa strategia può essere attuata solo da aziende di successo, perché altrimenti comporterebbe costi eccessivi.

1.5 La pecking order theory (POT)

Nel 1984, Myers e Majluf svilupparono la teoria dell'ordine di scelta, chiamata anche Pecking Order Theory, che spiega la relazione inversa tra redditività e rapporto debito: le imprese preferiscono il finanziamento interno. Adattano i rapporti di distribuzione dei dividendi target alle opportunità di investimento, cercando di evitare cambiamenti improvvisi nei dividendi. Questa teoria si basa sul concetto di asimmetria delle informazioni tra manager e stakeholder esterni e sull'esistenza di un mercato finanziario efficiente. Tale modello suggerisce che gli investimenti dovrebbero essere finanziati usando prima mezzi propri interni all'azienda, poi debito ed infine nuovo equity. Per dimostrare la loro Teoria, Myers e Majluf considerano:

X = il valore degli investimenti in essere dell'impresa;

$E(X)$ = il valore atteso che la variabile X assumerà al tempo $t+1$ (noto al management al tempo 0);

Y = il VAN di un investimento profittevole che l'impresa può realizzare al tempo 0;

$E(Y)$ = il valore atteso di Y che assumerà al tempo $t+1$ (noto al management al tempo 0);

I = Investimenti profittevoli; $L < I$ = Fondi liquidi disponibili per realizzarli;

$F = I - L$ = Finanziamento esterno (l'impresa non ha debito emesso);

(1. 5)

$F = NA$ = Finanziamento tramite emissione di nuove azioni;

$F = D$ = Finanziamento tramite debito (rischioso);

P' = Valore di mercato delle azioni esistenti al tempo 0 (data la decisione di emettere azioni per investire);

NA' = Valore di mercato delle nuove azioni al tempo $t+1$.

Le argomentazioni di Myers e Majluf si basano sulla conoscenza delle distribuzioni probabilistiche di x e di y riguardo ai segnali che il management comunicherebbe agli investitori

attraverso il proprio comportamento ed ai riflessi che la strategia avrebbe sul prezzo delle azioni.

Il management, nel caso in cui voglia perseguire la massimizzazione del benessere dei vecchi azionisti, emetterà nuove azioni e realizzerà l'investimento solo nell'ipotesi in cui il valore raggiunto sia almeno pari a $L + X$. Il ritorno in termini di valore atteso nel caso di realizzazione dell'investimento sarà pari a:

$$VAN(Y) \geq (NA' - NA)$$

(1. 6)

Di conseguenza, se il management agisce nell'interesse dei vecchi azionisti escluderà tutti gli investimenti nuovi, anche se hanno un VAN positivo, però questo non è superiore all'aumento delle azioni emesse per finanziarli.

Secondo Myers e Majluf, occorre considerare i costi derivanti dall'asimmetria informativa tra le parti, oltre a tutti i costi sostenuti dall'azienda, derivanti dall'opportunità e dai conflitti di interesse tra operatori e gestori. Myers e Majluf evidenziano una maggiore tendenza a scegliere di intraprendere politiche di redistribuzione della ricchezza ai creditori. Ciò comporta l'adozione da parte di questi ultimi di azioni difensive, come l'aumento del tasso di interesse e delle garanzie richieste. Gli attori esterni possono diffidare delle scelte e viene creato un sistema gerarchico nella scelta delle fonti di finanziamento.

Secondo questo ordine gerarchico di scelta, l'investimento è preferibilmente finanziato da fondi interni, in particolare nella forma di autofinanziamento degli utili reinvestiti. La seconda scelta si basa sulla domanda di prestiti e sul conseguente utilizzo di capitale di debito. Infine, l'ultima scelta è quella di emettere azioni, meno apprezzate dagli investitori già presenti all'interno dell'azienda poiché l'apertura al mercato esterno è percepita come una forma di indebolimento; questo viene interpretato come un aumento del rischio legato all'investimento e pertanto gli investitori interni richiedono un aumento del rendimento del capitale investito.

Come accennato in precedenza, la teoria dell'ordine gerarchico si basa sull'esistenza di problemi di selezione avversa e di azzardo morale per le asimmetrie informative all'interno dei mercati finanziari. Viene stabilita una sorta di classificazione delle scelte di finanziamento scelte da ciascuna azienda, che tiene conto dei rischi di asimmetria informativa.

Tale classificazione può essere così riassunta:

- a) Preferenza verso il finanziamento interno;
- b) Scelta di adottare la politica di stabilità dei pay-out ratios compatibile con le opportunità d'investimento;
- c) Nel caso in cui le risorse finanziarie interne a disposizione dell'impresa non siano sufficienti a coprire gli esborsi dovuti agli investimenti effettuati ed alla remunerazione del capitale di rischio, l'impresa ricorre al finanziamento

I.6 La Trade-off Theory (TOT)

Per tenere conto dell'evidenza empirica secondo la quale le decisioni finanziarie delle imprese sono rilevanti, sia a livello aziendale che a livello del settore industriale, è necessaria una teoria che consideri i costi del fallimento e la pressione fiscale. La teoria del Trade-off nella sua versione classica risale a Kraus e Litzenberger (1973). Uno scopo importante della teoria è spiegare il fatto che le imprese di solito sono finanziate in parte con il debito e in parte con il capitale proprio. Afferma che c'è un vantaggio nel finanziamento con debito, i benefici fiscali del debito, e c'è un costo di finanziamento con debito, i costi delle difficoltà finanziarie inclusi i costi di fallimento del debito e i costi non fallimentari. Myers (1984) parte dall'assunto che in molti ordinamenti fiscali gli interessi passivi sul debito sono deducibili, almeno in parte. Ciò implica che utilizzare debito rispetto ad equity migliora la redditività netta e quindi aumenta il valore complessivo dell'impresa. Tuttavia, tale vantaggio si scontra col fatto che un debito elevato aumenta il rischio di default. Di conseguenza, il vantaggio nell'utilizzo del debito decresce con il livello del debito stesso: il livello ottimale di debito è quel valore per cui il beneficio marginale legato alla deducibilità degli interessi è uguale al costo marginale indotto dal maggiore rischio di default.

Secondo Warner (1977) e Altman (1984), i pericoli sono inerenti sia ai maggiori costi derivanti dal rischio percepito dai terzi nei confronti dell'azienda, sia ai costi di fallimento derivanti dalla crescita del debito stesso. Un debito elevato favorisce la transizione dalla difficoltà economica alla difficoltà finanziaria, con i finanziatori che possono decidere di limitare il finanziamento dell'azienda.

Di conseguenza si ha una riduzione del valore di mercato dell'impresa stessa. Su questa base, le aziende più rischiose utilizzano il capitale di rischio in misura inferiore a quanto suggerito dalle teorie.

I costi del fallimento vengono suddivisi in due differenti tipologie:

- costi diretti, quali le spese legali ed amministrative legate alla procedura concorsuale;
- costi indiretti, originati dai costi causati da problemi organizzativi e gestionali derivanti da comportamenti opportunistici degli stakeholders.

La presenza di costi di fallimento rappresenta uno svantaggio del debito in termini di diminuzione di valore, pari al valore attuale dell'importo del costo del fallimento moltiplicato per la probabilità che un fallimento si verifichi. La probabilità di fallimento varia tra le aziende e l'entità dei costi di fallimento varia a seconda delle caratteristiche specifiche di ciascuna azienda e dell'attività a cui appartiene. Univoca è nella teoria la definizione di costi diretti di fallimento: costi amministrativi e legali della procedura fallimentare. Più incerta e variabile è la definizione di costi indiretti di fallimento, essi nascono dalla percezione negativa che hanno i diversi stakeholder dell'impresa al crescere dell'indebitamento dell'impresa. Questa tipologia di costi può essere così sintetizzata:

- Costi indiretti del dissesto di tipo finanziario: per un'impresa in cui cresce l'indebitamento è sempre più difficile riuscire ad ottenere nuove risorse finanziarie da terzi;
- Costi indiretti del dissesto legati alle risorse umane: un'impresa fortemente indebitata deve pagare dei salari più elevati per convincere il proprio personale a non abbandonarla;
- Costi indiretti del dissesto riguardanti gli approvvigionamenti: i prezzi pattuiti dai fornitori di imprese fortemente indebitate sono più alti perché molti fornitori temono di non essere pagati per le loro forniture;
- Costi indiretti del dissesto commerciali: i clienti preferiscono non acquistare da imprese che potrebbero non essere in grado di garantire la fornitura dei prodotti acquistati.

I costi elencati precedentemente possono avere natura di maggiori oneri o di minori incassi e il valore di un'impresa è ricavabile nel modo seguente:

$$V_l = V_u + V_T - V_F$$

(1. 7)

dove:

V_l = valore complessivo (levered) dell'impresa;

V_u = valore unlevered, ossia quello in assenza di debito;

V_T = valore dei benefici fiscali;

V_F = valore degli effetti negativi dell'indebitamento.

Secondo questa teoria, esiste un rapporto di indebitamento ottimale dovuto alla migliore scelta nel trade-off tra i benefici dovuti alla deducibilità degli oneri finanziari ed i costi relativi al dissesto. Conseguentemente esiste anche una struttura finanziaria ottima per l'impresa. La teoria del trade-off considera i costi di fallimento non limitati alla loro entità in assoluto, ma anche in relazione alla probabilità che essi si verifichino ed ipotizza un legame inverso tra probabilità di fallimento e debito, a partire da un livello di soglia critica dei costi di fallimento. Anche questa teoria è stata oggetto di numerose critiche, ma uno degli aspetti più interessanti rilevati è l'aver riconosciuto che i rapporti di indebitamento ottimi possono variare da impresa a impresa e soprattutto tra i diversi settori, come avremo modo di approfondire successivamente.

1.7 La teoria del Market Timing

Seguendo quanto discusso in Impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise (FAYE Baye Amath e SENE Dieynaba, 2020, di cui si mantiene la notazione) è possibile distinguere, una nuova prospettiva teorica grazie al lavoro di Baker e Wurgler (2002), conosciuta come "Market Timing Of Capital Structure". Il concetto di "Market Timing" si riferisce alla pratica di sfruttare le discrepanze di prezzo delle azioni nei mercati finanziari. Secondo questa teoria, le aziende emettono azioni quando i prezzi sono elevati e le riacquistano quando i prezzi scendono. Questo comportamento finanziario è stato confermato empiricamente (Baker e Wurgler, 2002; Lemmon e Zender, 2003; Korajczyk e Levy, 2003).

Baker e Wurgler (2002) sostengono che la struttura finanziaria attuale di un'azienda non deriva da una scelta consapevole del rapporto target debito/patrimonio netto, ma piuttosto è il risultato dell'accumulo di decisioni prese nel corso del tempo in base al contesto di mercato. In particolare:

- Le aziende emettono azioni quando le valutazioni sono alte e/o quando il mercato azionario è favorevole.
- Emissione di debito e riacquisto di azioni avvengono quando i prezzi sono bassi e/o il mercato è in fase di ribasso.

I due autori hanno inoltre dimostrato che le aziende con basso livello di indebitamento tendevano a effettuare aumenti di capitale quando la loro valutazione relativa (misurata dal rapporto tra valore di mercato e valore contabile del patrimonio netto) era favorevole. Ciò accadeva anche se i manager avevano un rapporto debito/patrimonio netto in mente, il che implicherebbe che un'azienda che aumenta il capitale dovrebbe immediatamente aumentare il debito per riequilibrare la propria struttura finanziaria. Inoltre, è stato dimostrato che il 70% della struttura finanziaria attuale può essere spiegato dalle decisioni prese oltre 10 anni fa, in relazione ai livelli di valutazione di quel periodo.

In questa sezione abbiamo notato che i recenti modelli volti a determinare una struttura finanziaria ottimale hanno seguito due diversi percorsi di ricerca. Il primo mirava a superare la natura limitante dei costi di fallimento facendo riferimento alla teoria dei segnali e alla teoria dell'agenzia. I modelli riguardanti il secondo orientamento quindi il Trade-off Theory e la teoria di Modigliani e Miller utilizzano una modellizzazione più completa delle imposte. Va notato che questi due percorsi di ricerca gettano nuova luce e rappresentano un chiaro progresso rispetto ai design tradizionali. Per comprendere meglio le diverse teorie sviluppate in precedenza, proveremo a spiegare la nozione di struttura finanziaria.

II. La struttura finanziaria dell'impresa

Dopo aver determinato un bisogno di finanziamento, l'azienda deve determinare le quote di capitale proprio e debito. La struttura finanziaria è una delle decisioni finanziarie più importanti per un'azienda, perché l'obiettivo primario di qualsiasi azienda o manager è determinare una

struttura finanziaria ottimale al fine di massimizzarne il valore e minimizzare il costo del capitale.

1. Definizione della struttura finanziaria

Capire la struttura finanziaria significa esaminare le diverse componenti del patrimonio di un'azienda. Quando ci riferiamo alla struttura finanziaria, parliamo di tutte le risorse che permettono all'azienda di finanziare i suoi progetti di investimento e il ciclo operativo, sia attraverso capitale proprio che mediante debito. Il concetto di struttura finanziaria racchiude vari significati. In senso ampio, essa rappresenta l'insieme delle risorse che finanziano l'impresa, includendo capitale proprio, debiti a lungo termine e debiti a breve termine. Studiare la struttura finanziaria di un'azienda consente di comprendere l'equilibrio tra le fonti di finanziamento e i loro impieghi, ovvero l'adeguatezza tra gli investimenti e le risorse utilizzate per finanziarli. Economisti come Barreau e Delahaye (*Gestion financière DECF 4, 2003*) sostengono che analizzare la struttura finanziaria di un'azienda equivale a esprimere un giudizio sugli equilibri finanziari fondamentali. In un senso più ristretto, la struttura finanziaria si riferisce alla proporzione tra debiti bancari e capitale proprio utilizzati per finanziare l'attività aziendale, ossia il rapporto tra debito e capitale proprio. Questa struttura è variabile e dipende dai vincoli finanziari connessi alla natura delle attività sviluppate dall'azienda e dalle decisioni di finanziamento prese dai manager in relazione agli investimenti.

Secondo Elie Cohen (2007), il concetto di "struttura finanziaria" si fonda sull'idea che lo stato patrimoniale di un'azienda non sia una semplice giustapposizione di elementi, ma piuttosto un insieme di relazioni significative e di adeguamenti favorevoli tra le componenti del patrimonio. Analizzare la struttura finanziaria di un'azienda significa identificare quali attività sono finanziate tramite capitale proprio e quali attraverso il debito. Per finanziare il capitale fisso, è necessario ricorrere a finanziamenti a lungo termine, mentre per sostenere il ciclo operativo è più opportuno utilizzare finanziamenti a breve termine. In altre parole, lo stato patrimoniale di un'azienda offre la migliore rappresentazione della sua struttura finanziaria e serve come base per esaminare l'equilibrio tra le risorse e i loro utilizzi.

2. Obiettivo la struttura finanziaria

Lo studio della struttura finanziaria di un'impresa si propone di rispondere a due domande fondamentali:

- Esiste una struttura finanziaria ottimale che massimizzi il valore dell'impresa?
- Come si può determinare il rapporto ideale tra debiti e capitale proprio?

L'analisi della struttura finanziaria permette di valutare la solidità economica dell'azienda, esaminando l'equilibrio tra le diverse fonti di finanziamento. Queste informazioni sono cruciali non solo per gli operatori economici, ma anche per tutti gli stakeholder, sia interni (dirigenti, dipendenti, sindacati) che esterni (clienti, fornitori, azionisti, creditori).

In questo contesto, comprendere la struttura finanziaria è essenziale per:

- **Manager:** aiuta a valutare la salute finanziaria dell'azienda, orientando le decisioni verso un utilizzo più efficiente delle risorse.
- **Finanziatori:** la struttura finanziaria funge da indicatore affidabile per decidere se concedere credito o prestiti.
- **Lo Stato:** offre informazioni sulla capacità contributiva dell'azienda, legata alla sua solidità finanziaria.

Per sostenere le proprie attività, l'impresa ha bisogno di fondi. Una volta identificati i fabbisogni, il direttore finanziario seleziona le fonti di finanziamento più appropriate. Questa scelta dipende da diversi fattori, tra cui la dimensione dell'azienda, il livello di indebitamento, il tasso di crescita e il costo del capitale.

3. I determinanti della struttura finanziaria

Per finanziare le proprie attività, l'azienda necessita di fondi, e una volta identificati i fabbisogni, il direttore finanziario sceglie le fonti di finanziamento più appropriate. La selezione di una specifica fonte di finanziamento dipende da vari fattori, tra cui la dimensione dell'azienda, il livello di indebitamento, il tasso di crescita e il costo del capitale, tra altri parametri.

3.a) Dimensioni ed età delle imprese

Lo studio dell'impatto delle dimensioni aziendali sulla struttura finanziaria non è stato dimostrato nel quadro di un modello teorico molto specifico ma prevalentemente attraverso studi empirici. Seguendo quanto discusso in *Impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise* (FAYE Baye Amath e SENE Dieynaba, 2020, di cui si mantiene la notazione) è possibile distinguere, gli autori Fakhfakh, Ben Jedidia, & Ben Atitallah (2017) affermano che le grandi imprese tendano ad avere un livello di debito più elevato, poiché possono permettersi di assumere un rischio finanziario maggiore e accedere più facilmente ai mercati finanziari. La capacità di diversificare le attività, che riduce la volatilità dei flussi di cassa, è un ulteriore vantaggio per le grandi aziende. Secondo Rajan e Zingales (1995), esiste una correlazione positiva e significativa tra la dimensione dell'azienda e il suo livello di indebitamento, indicando che il debito cresce con l'aumento delle dimensioni aziendali. Al contrario, le imprese più anziane tendono a utilizzare meno debito, avendo presumibilmente accumulato un significativo capitale proprio attraverso l'autofinanziamento nel corso del tempo. Questo principio è stato ripreso da Achy, Lahcen, Rigar, e Sidi (2008) nello studio sul debito a lungo termine delle imprese manifatturiere. Tuttavia, gli autori evidenziano che tali risultati sono meno applicabili in contesti economici instabili, dove i problemi finanziari sono frequenti e l'asimmetria informativa è maggiore. In tali situazioni, l'età dell'azienda diventa un indicatore della sua maturità, sostenibilità e un importante fattore discriminante.

3.b) La redditività

Secondo la teoria della priorità delle fonti di finanziamento, o POT, le imprese più redditizie tendono a preferire l'autofinanziamento rispetto al ricorso a fonti esterne di finanziamento. Questa teoria si basa sull'idea che la redditività economica sia un indicatore chiave della capacità dell'azienda di generare profitti interni. Al contrario, la teoria del compromesso (TOT) propone che le aziende più redditizie dovrebbero aumentare il proprio livello di indebitamento per sfruttare i benefici fiscali associati agli interessi passivi. Anche la teoria dei segnali sostiene che un'impresa redditizia che assume debiti trasmette un segnale positivo al mercato riguardo alla qualità della sua gestione e alla sua solidità finanziaria. La maggior parte degli studi empirici, tuttavia, evidenzia una relazione negativa e significativa tra il livello di indebitamento di un'azienda e la sua redditività, in linea con i risultati di Rajan e Zingales (1995).

3.c) La crescita

Seguendo quanto discusso in Impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise (FAYE Baye Amath e SENE Dieynaba, 2020, di cui si mantiene la notazione) è possibile distinguere due indicatori principali della crescita aziendale, secondo Hovakimian, Opler, & Titman (2001): il rapporto tra valore di mercato e valore contabile del patrimonio netto (Market-To-Book ratio, MTB) e i rendimenti di mercato delle azioni dell'azienda nell'anno precedente e nell'anno in cui è stato raccolto il capitale (Ret). Seguendo i lavori di Myers (1977) e Majluf e Myers (1984), Hovakimian (2001) osserva che le aziende sono composte sia da risorse esistenti che da opportunità di crescita future. Suggerisce quindi che i rapporti di indebitamento target potrebbero essere influenzati dal peso relativo di queste due componenti nel valore dell'impresa. Queste due componenti vengono spesso collegate al finanziamento tramite debito per le attività esistenti e al finanziamento tramite capitale proprio per sostenere la crescita.

Le aziende, quindi, potrebbero preferire raccogliere capitale proprio rispetto al debito quando aumenta il valore percepito delle loro opportunità di crescita. A differenza di studi precedenti che suggerivano una relazione negativa tra crescita e debito, diversi autori hanno trovato una correlazione positiva tra queste due variabili, un'idea supportata anche dalla teoria POT, che prevede una relazione positiva. Le aziende con elevati tassi di crescita tendono infatti a fare affidamento su finanziamenti esterni per sostenere tale crescita, richiedendo così più crediti bancari e mantenendo una quota patrimoniale più bassa.

In altre parole, le risorse interne di un'azienda in crescita potrebbero non essere sufficienti per finanziare tutte le opportunità di investimento con valore attuale netto (VAN) positivo, rendendo necessario il ricorso a finanziamenti esterni. In tali casi, le aziende potrebbero preferire contrarre debiti prima di emettere nuove azioni. Pertanto, le opportunità di crescita dovrebbero essere positivamente correlate alla leva finanziaria. In sintesi, mentre le opinioni sugli effetti della crescita sulla struttura finanziaria possono variare, si concorda generalmente sull'importanza di tali effetti.

3.d) Il rischio

Secondo la teoria TOT, un aumento del rischio, misurato dalla volatilità dei profitti, incrementa la probabilità di difficoltà finanziarie. Questo può portare a una restrizione dell'accesso al credito bancario, poiché le banche, di fronte a rischi maggiori, potrebbero essere meno propense a concedere finanziamenti a causa dei problemi di selezione avversa e azzardo morale. Mazur (2007) osserva che le aziende con alta volatilità dei flussi di cassa e maggior

rischio di fallimento tendono a evitare livelli eccessivi di indebitamento, poiché i manager, avversi al rischio, cercano di minimizzare la possibilità di default.

Dal punto di vista della POT, la volatilità dei risultati potrebbe spingere le imprese a creare riserve di attività facilmente liquidabili per evitare problemi di sottofinanziamento in futuro. In altre parole, le aziende con elevata volatilità degli utili tendono ad accumulare liquidità nei periodi favorevoli per evitare di ridurre gli investimenti in futuro. Pertanto, la volatilità dei risultati dovrebbe essere associata negativamente con il livello di indebitamento.

In sintesi, entrambe le teorie TOT e POT suggeriscono una relazione negativa tra il debito e il rischio. La struttura finanziaria di un'azienda è il risultato dell'interazione di diverse variabili economiche e finanziarie, come le immobilizzazioni, la redditività e il livello di rischio. Studiare la struttura finanziaria significa analizzare lo stato patrimoniale dell'azienda, che rappresenta una fotografia della situazione finanziaria in un determinato momento, evidenziando le risorse attive e passive utilizzate per finanziare le attività, come prestiti e capitale sociale.

4. La valutazione della struttura finanziaria

Ai fini della valutazione della struttura finanziaria, infatti, si fa riferimento esclusivamente al rapporto tra le componenti finanziarie nette dell'impresa ed il capitale proprio, senza considerare le attività e le passività a breve ed a medio-lungo legate alla gestione caratteristica. Le componenti finanziarie sono rappresentate dalla posizione finanziaria netta, appena individuata come somma dei debiti di natura finanziaria al netto delle liquidità immediate. Alla domanda se esista o meno una struttura finanziaria ottimale non è possibile dare una risposta assoluta, fornire cioè le indicazioni generali, valide in ogni situazione, per creare la struttura finanziaria ideale. Si può affermare invece che, in funzione della situazione di un'impresa, del suo ambiente di riferimento e degli obiettivi che l'impresa stessa si pone, esiste una struttura finanziaria che può essere tendenzialmente considerata ottimale, o, comunque, la più adeguata. Per individuarla è necessario considerare tre punti di vista: il rendimento per gli azionisti, la valorizzazione del capitale dell'impresa, la ricerca dell'equilibrio e della flessibilità finanziaria.

5. La leva finanziaria

La struttura finanziaria di ogni impresa è spesso indicata in modo sintetico attraverso il ricorso al grado di leva finanziaria, intendendo con esso il rapporto che intercorre tra il totale dei debiti finanziari (comprendente anche il quasi equity che è uno strumento di investimento il cui rendimento si basa principalmente sui profitti o sulle perdite della società destinataria, che non sono garantiti in caso di cattivo andamento delle imprese) ed il capitale proprio:

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

(1.8)

dove:

D = totale capitale di debito al momento t

E = totale mezzi propri al momento t.

Attraverso la leva, è possibile utilizzare il debito per aumentare il rendimento atteso del capitale proprio. Quindi:

$D / E = 1$ situazione neutra

$D / E > 1$ situazione da monitorare

$D / E < 1$ situazione di potenziale inesperto

La formula che mette in collegamento rendimento per gli azionisti e struttura finanziaria è la seguente:

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (D/E) (\text{ROI} - i)]$$

(1.9)

dove:

ROE = risultato netto / patrimonio netto

ROI = risultato operativo / capitale investito totale

D/E = leva finanziaria

i = costo del debito.

Volendo esprimere formula della leva finanziaria tenendo conto anche dell'aliquota fiscale, abbiamo:

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{D/E}) (\text{ROI} - i)] (1-t)$$

(1.10)

con

t = aliquota fiscale (imposte / reddito ante imposte)

considerando anche la gestione straordinaria abbiamo:

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{D/E}) (\text{ROI} - i)] (1-t) (1-s)$$

(1.11)

con:

s = (risultato gestione straordinaria / risultato anteriore gestione straordinaria)

Per gli azionisti, la struttura finanziaria ideale è quella che massimizza il rendimento. L'indicatore principale per valutare il rendimento degli azionisti è il ROE (Return on Equity), che si calcola come il rapporto tra il risultato netto dell'impresa e i mezzi propri. Le variazioni nella leva finanziaria influenzano il ROE, poiché modificano gli oneri finanziari e i mezzi propri.

Quando il ROI (Return on Investment) è superiore al tasso di interesse (i), è vantaggioso utilizzare la leva finanziaria per accrescere il rendimento per gli azionisti, sfruttando l'“effetto leva”. Questo effetto si manifesta con un aumento proporzionale del ROE con l'aumentare della leva finanziaria. Tuttavia, è essenziale considerare anche il rischio finanziario associato all'indebitamento.

Al contrario, se il ROI è inferiore al tasso di interesse, è consigliabile limitare l'uso dell'indebitamento e preferire l'impiego di capitale proprio per evitare di compromettere il rendimento.

La figura seguente illustra come una diminuzione del ROI influisce sul ROE

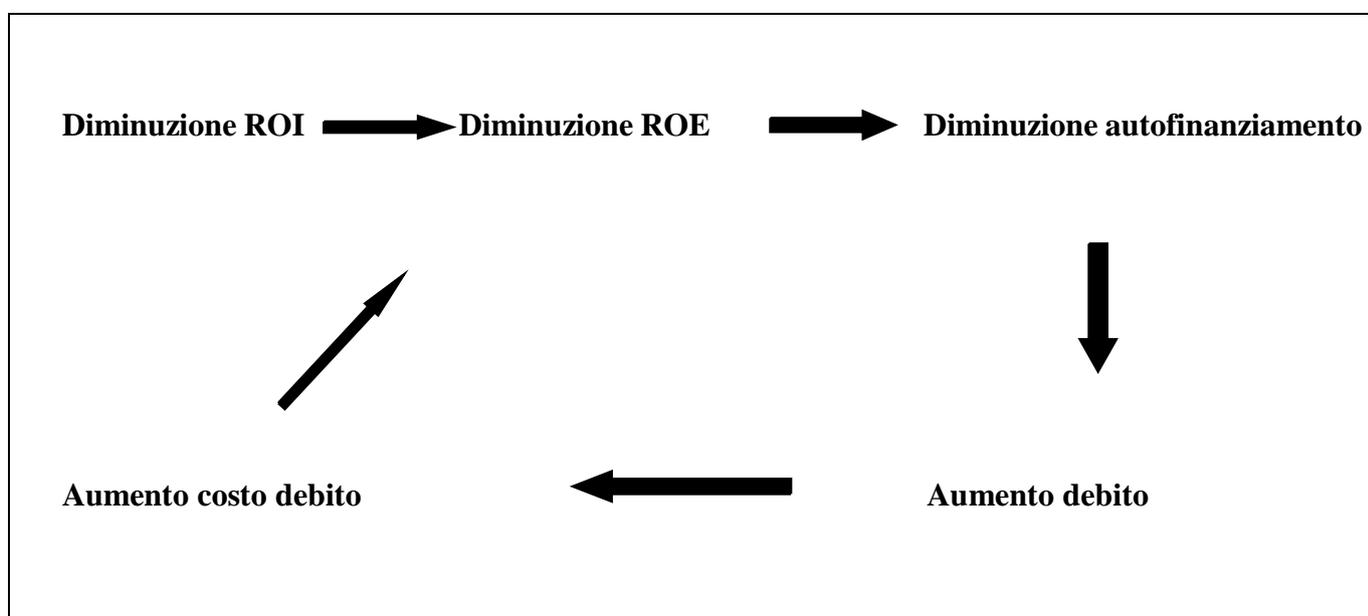


Figura 1: Legame tra il ROI e il ROE, Elaborazione propria su dati (Barreau, J., Delahaye, J., & Delahaye, F., 2005, Gestion Financière)

In questa sezione abbiamo riassunto la struttura finanziaria dell'azienda presentandone la definizione, gli obiettivi, le componenti e mostrando anche che la scelta di una struttura finanziaria dipende da diverse variabili.

In questo primo capitolo, l'analisi sviluppata ha permesso di comprendere che la struttura finanziaria è sempre stata oggetto di ricerca e dibattito in finanza. In effetti, molti autori hanno cercato di spiegare il comportamento delle aziende in termini di politica finanziaria, in particolare relativamente al debito. Secondo Modigliani e Miller (M&M) (1958), il finanziamento non ha alcun impatto sul valore d'impresa e costo medio ponderato del capitale. Non esiste quindi alcuna struttura finanziaria ottimale.

La seconda proposizione di M&M mostra che per le aziende della stessa classe di rischio, il valore dell'impresa è una funzione crescente del debito poiché il trattamento fiscale del debito consente la deducibilità degli interessi passivi mentre i dividendi e le plusvalenze sono soggetti all'imposta sulle società. Questo risultato non regge di più se si tiene conto della tassazione personale per classe di investitori (Miller). Questo modello conclude ancora una volta con l'irrelevanza della scelta della struttura finanziaria. La teoria finanziaria ha individuato diversi obiettivi per l'azienda, vale a dire: la sostenibilità dell'azienda, l'aumento del fatturato o della quota di mercato, la minimizzazione dei costi. Ma più recentemente l'attenzione si è concentrata sull'obiettivo più fondamentale, ovvero la massimizzazione della ricchezza degli azionisti e quindi la creazione di valore. Per raggiungere questo obiettivo, occorre garantire la correttezza delle diverse decisioni prese all'interno dell'azienda relative a investimenti, finanziamenti, scelte di distribuzione.

In questo contesto, l'azienda cerca di trovare meccanismi di incentivazione della performance per i manager in modo che allineino i propri interessi a quelli degli azionisti. Per raggiungere questo obiettivo l'azienda è generalmente tenuta ad utilizzare una combinazione di risorse finanziarie: fondi propri dell'azienda, apporti di capitale e prestiti in caso di copertura insufficiente delle spese di investimento. Si è così portati a determinare la struttura finanziaria ottimale che minimizza il costo del capitale e massimizzi il valore dell'impresa. Nel capitolo che segue ci occuperemo delle modalità di finanziamento e dei loro impatti sul valore dell'azienda.

III. Le fonti di finanziamento dell'impresa

Le imprese possono ottenere finanziamenti attraverso due principali modalità: utilizzando risorse fornite dai propri proprietari oppure ricorrendo a finanziamenti esterni, come prestiti e dilazioni di pagamento.

Per un'efficace operatività, le imprese necessitano di risorse finanziarie che funzionano come il "carburante" per il loro processo produttivo e per la creazione di valore, che si traduce nella produzione di beni o nella fornitura di servizi. Ogni attività aziendale richiede una combinazione di risorse umane, materiali e immateriali per realizzare il proprio business.

La scelta delle fonti di finanziamento è cruciale e può influenzare significativamente la stabilità finanziaria dell'impresa. Un eccessivo ricorso a finanziamenti esterni rispetto ai mezzi propri (patrimonio netto) può portare a uno squilibrio finanziario, mettendo a rischio la continuità dell'azienda nel lungo periodo.

Le principali fonti di finanziamento disponibili per le imprese possono essere suddivise in due categorie:

- Capitale proprio: come gli aumenti di capitale sociale.
- Capitale di terzi: comprendente finanziamenti, prestiti e dilazioni di pagamento fornite dai creditori.

1. Le fonti di finanziamento interne

A) Definizione

I finanziamenti interni provengono direttamente dall'impresa attraverso le sue attività operative. Questi finanziamenti si manifestano sotto forma di utili accumulati dalle operazioni aziendali che non sono stati prelevati dai proprietari o azionisti (Rajan, L., & Zingales, L., 1995).

B) Le diverse fonti di finanziamento interne: L'autofinanziamento e i conferimenti di nuovo capitale

Il capitale sociale di una società rappresenta il valore totale dei conferimenti effettuati dai soci sin dalla sua costituzione. Accanto a questo, esistono le riserve, che possono derivare da ulteriori versamenti dei soci o da utili non distribuiti (autofinanziamento). Insieme, il capitale sociale e le riserve costituiscono il patrimonio netto dell'impresa. Questo patrimonio netto è calcolato come la differenza tra il totale degli attivi aziendali e i debiti verso terzi. Gli aumenti del capitale sociale possono essere realizzati in vari modi:

- Gratuiti (aumento di capitale nominale),
- A pagamento (aumenti di capitale reale)

a. Gli aumenti gratuiti di capitale sociale

Gli aumenti gratuiti di capitale sociale sono regolati dall'articolo 2442 del Codice Civile. Secondo questa norma, l'assemblea dei soci può decidere di incrementare il capitale sociale trasferendo riserve e altri fondi disponibili già registrati in bilancio. In questa operazione non entra nuova liquidità nell'azienda; piuttosto, si effettuano semplicemente modifiche interne nelle voci del patrimonio netto. Pertanto, un aumento gratuito di capitale non rappresenta una reale fonte di finanziamento per l'impresa, ma è piuttosto una forma di finanziamento puramente nominale.

Con questo strumento, l'obiettivo è aumentare il valore delle partecipazioni in possesso dei soci o azionisti, senza influire sul patrimonio sociale totale. Durante l'operazione, le nuove azioni emesse devono:

- Avere le stesse caratteristiche delle azioni esistenti,
- Essere distribuite gratuitamente agli azionisti in proporzione alle azioni già possedute da ciascuno.

b. Gli aumenti di capitale a pagamento

Gli aumenti di capitale a pagamento rappresentano una delle principali fonti di finanziamento interno, sfruttando il mercato finanziario per le società. Questo processo incrementa il patrimonio sociale attraverso i conferimenti dei soci. L'assemblea straordinaria dei soci, alla quale deve partecipare un notaio, è responsabile di approvare l'aumento di capitale sociale. Tuttavia, lo statuto della società può conferire agli amministratori il diritto di aumentare

il capitale fino a un importo specifico e per un periodo massimo di cinque anni dalla registrazione della società nel Registro delle Imprese.

Per quanto riguarda le formalità pubblicitarie, gli amministratori devono presentare un'attestazione dell'avvenuto aumento di capitale al registro delle imprese entro 30 giorni dalla sottoscrizione delle nuove azioni (articolo 2444 c.c.).

Nel caso di un aumento di capitale tramite versamenti in denaro, i sottoscrittori sono tenuti a versare almeno il 25% del valore nominale delle azioni al momento della sottoscrizione. Se le azioni sono emesse a un prezzo superiore al nominale, il sovrapprezzo deve essere completamente versato (articolo 2439 c.c.).

Se l'aumento di capitale avviene tramite conferimenti di beni in natura o crediti, le azioni corrispondenti devono essere completamente liberate al momento della sottoscrizione (articolo 2342 comma 3). Inoltre, chi effettua conferimenti di beni o crediti deve fornire una relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che deve includere:

- Una descrizione dei beni conferiti,
- Una conferma che il valore dei beni è almeno pari a quello attribuito per il capitale sociale.

L'aumento di capitale non può essere completato fino a quando tutte le azioni precedentemente emesse non siano state completamente liberate. In caso di inadempienza, gli amministratori sono solidalmente responsabili per eventuali danni causati ai soci e ai terzi (articolo 2438 c.c.).

2. Le fonti di finanziamento esterne

A) Definizione

Oltre a utilizzare il capitale proprio, un'impresa può ottenere finanziamenti attraverso risorse esterne. In questa modalità, l'azienda cerca di acquisire liquidità rivolgendosi a fonti esterne. Il ricorso a finanziamenti esterni è essenziale per il corretto funzionamento dell'attività, ma è importante bilanciare adeguatamente i mezzi propri con quelli ottenuti da terzi. Tra le principali forme di finanziamento esterno, troviamo i seguenti.

B) Le diverse fonti di finanziamento esterne: Finanziamento a titolo di capitale di terzi

a. Finanziamenti a medio lungo termine erogati da istituti finanziari

Questi finanziamenti, che possono includere mutui garantiti da ipoteche, titoli o garanzie personali, prevedono il rimborso attraverso pagamenti rateali. Ogni rata del prestito comprende:

- Una quota di capitale
- Una quota di interessi, che rappresenta la remunerazione per l'istituto di credito.

Questi prestiti sono particolarmente utili per le imprese che devono affrontare investimenti a medio-lungo termine. Ad esempio, possono essere utilizzati per:

- L'acquisto di macchinari o impianti
- La ristrutturazione di edifici aziendali
- L'acquisto di un nuovo parco mezzi

In generale, è fondamentale che il finanziamento contribuisca a migliorare l'efficienza o la produttività dell'azienda.

b. Il leasing finanziario

Tra le opzioni di finanziamento aziendali figura il leasing finanziario, una soluzione a lungo termine spesso utilizzata dalle imprese come alternativa all'acquisto diretto di beni strumentali per l'attività produttiva. Il leasing consiste in un contratto tramite il quale un'istituzione finanziaria concede all'azienda l'uso di un bene, sia mobile che immobile, in cambio di pagamenti periodici. La proprietà del bene resta dell'istituto finanziatore; di conseguenza, l'impresa non può includere il bene nel proprio bilancio come proprietà, ma deve registrare l'impegno assunto nel conto ordini. Al termine del contratto, l'azienda può decidere di acquisire il bene pagando un prezzo di riscatto.

c. Emissione di prestiti obbligazionari

L'emissione di obbligazioni rappresenta una modalità di finanziamento a lungo termine che può essere adottata dalle società per azioni e dalle società in accomandita per azioni. Questo processo consente alle aziende di ottenere nuovi capitali attraverso l'offerta di titoli di credito al pubblico. La decisione di emettere obbligazioni può essere delegata dall'assemblea

straordinaria all'organo amministrativo della società. In base all'articolo 2412 del codice civile, le società possono emettere obbligazioni, sia al portatore che nominative, fino a una somma non superiore al doppio della somma di:

- Capitale sociale
- Riserva legale
- Riserve disponibili indicate nell'ultimo bilancio approvato

d. Lo smobilizzo di crediti

Altra forma di finanziamento a titolo di capitale di terzi è lo smobilizzo di crediti. Si tratta di uno strumento di finanziamento che comprende solitamente:

- Anticipo su fatture;
- Il portafoglio salvo buon fine;
- Le ricevute Bancarie
- Lo sconto di cambiali
- Il factoring.

- Anticipo Fatture

Con questa modalità, una banca, previa concessione di un fido, fornisce un anticipo sull'importo delle fatture emesse dall'impresa. Questo tipo di finanziamento permette di ottenere immediatamente liquidità a breve termine, anticipando l'importo di fatture che non sono ancora scadute. L'obiettivo principale di tale strumento è quello di garantire una rapida disponibilità di fondi.

- Portafoglio Salvo Buon Fine

Questo è uno degli strumenti di finanziamento più comuni per le imprese. Funziona in modo analogo all'anticipo fatture: si tratta di un'operazione in cui una banca anticipa l'importo delle ricevute bancarie. L'obiettivo è ottenere liquidità a breve termine, proprio come nel caso dell'anticipo fatture.

- Le Ricevute Bancarie

Per effettuare questa operazione, l'impresa deve avere una linea di credito approvata. L'impresa presenta le ricevute bancarie tramite una distinta, dove gli effetti sono ordinati per data di scadenza. La banca accredita l'importo totale della distinta sul conto corrente dell'impresa e addebita le commissioni correlate. Alla scadenza di ogni ricevuta bancaria, se il pagamento viene effettuato correttamente, il debitore (cliente dell'impresa) paga direttamente alla banca. In caso di mancato pagamento, l'importo della ricevuta non saldata, anticipato dalla banca, viene addebitato sul conto corrente dell'impresa.

- **Lo Sconto Di Cambiali**

Lo sconto di cambiali è una procedura attraverso la quale un'impresa presenta una cambiale a una banca per ottenere il pagamento anticipato del credito prima della scadenza. La banca, previa verifica della regolarità della cambiale e dell'esistenza di un fido, decide se approvare lo sconto e calcola l'importo da anticipare. Al giorno d'oggi, questo strumento finanziario è meno comune, poiché l'uso delle cambiali per le transazioni commerciali è in diminuzione.

- **Il Factoring**

Il factoring è una pratica che comporta il trasferimento di un'ampia gamma di crediti da un'impresa a una società di factoring, la quale si occupa della loro riscossione. La cessione dei crediti può essere effettuata in due modalità principali :

- Pro-solvendo, dove l'impresa cede i crediti mantenendo una responsabilità per eventuali insolvenze dei debitori.
- Pro-soluto, dove la società di factoring si assume il rischio di insolvenza dei debitori, liberando così l'impresa da questa responsabilità.

CAPITOLO II: I DIVERSI EQUILIBRI AZIENDALI

L'obiettivo principale di ogni impresa è la massimizzazione del suo profitto. Massimizzare il profitto permette all'impresa di essere competitiva sul mercato. Il presupposto di questa competitività è il raggiungimento ed il mantenimento dei seguenti equilibri:

- **Equilibrio economico**
- **Equilibrio finanziario**
- **Equilibrio patrimoniale**

I. Equilibrio economico: Economicità

Un'impresa raggiunge l'equilibrio economico quando i ricavi sono sufficienti a coprire in modo sostenibile i costi, garantendo una remunerazione adeguata per tutti i fattori produttivi i cui compensi dipendono dai risultati economici ottenuti attraverso l'attività normale dell'azienda. Il conto economico è il documento che consente di confrontare ricavi e costi per determinare se l'impresa ha raggiunto un equilibrio economico.

L'equilibrio economico è quindi dato dalla relazione seguente:

$$\text{Flusso di ricavi} > \text{Flusso di costi}$$

(2.1)

Se tale condizione si verifica, la differenza tra i flussi rappresenta l'utile d'esercizio. Viceversa, se il flusso di costi supera il flusso di ricavi, la differenza è definita perdita d'esercizio.

Esempio di valutazione dell'equilibrio economico

Euro	Note	2021		2020	
			di cui con parti correlate		di cui con parti correlate
Ricavi					
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	4.a	125.426.702	125.382.065	116.175.032	116.162.588
Altri proventi	4.b	1.643.537.558	14.038.934	11.642.191	11.317.703
	[Subtotale]	1.768.964.260		127.817.223	
Costi					
Acquisti di materiali di consumo	5.a	523.948	366.196	672.725	647.536
Servizi e godimento beni di terzi	5.b	196.758.516	129.741.926	171.405.582	108.524.257
Costo del personale	5.c	178.564.663		117.733.791	
Ammortamenti e impairment	5.d	734.099.075		188.690.503	
Altri costi operativi	5.e	136.373.338	680.506	12.595.075	576.583
	[Subtotale]	1.123.583.540		491.097.676	
Risultato operativo		645.380.720		(363.280.453)	
Proventi da partecipazioni	6	4.450.596.876	4.449.822.148	3.148.370.771	3.147.532.252
Proventi finanziari da contratti derivati	7	1.072.689.763	253.243.181	1.143.550.898	557.110.979
Altri proventi finanziari	8	239.976.218	237.221.205	446.954.283	221.164.853
Oneri finanziari da contratti derivati	7	891.233.492	505.710.198	1.472.211.436	336.785.118
Altri oneri finanziari	8	869.140.792	203.472.671	699.775.150	152.072.619
	[Subtotale]	4.002.888.573		2.566.889.366	
Risultato prima delle imposte		4.648.269.293		2.203.608.913	
Imposte	9	(114.212.964)		(122.351.614)	
UTILE DELL'ESERCIZIO		4.762.482.257		2.325.960.527	

Tabella 1: Conto Economico, Federico Lanzalonga, 2023, Introduzione ai principi contabili, p. 30

ANALISI:

Per entrambi gli anni, l'utile dell'esercizio è Positivo ($4.762.482.257 > 0$; $2.325.960.527 > 0$); I ricavi per entrambi gli anni sono superiori ai costi. Quindi l'impresa si trova in una situazione di equilibrio economico

Economicità rappresenta la capacità dell'azienda di remunerare tutti i fattori produttivi (es. lavoro, capitale) impiegati in modo adeguato (a condizioni di mercato).

II. Equilibrio finanziario: Liquidità

Il rendiconto finanziario analizza il rapporto tra le entrate e le uscite di un'impresa, evidenziando la sua capacità di soddisfare gli impegni di pagamento utilizzando le proprie entrate. Questo documento mette a confronto le entrate e le uscite dell'azienda per garantire che

i flussi finanziari siano bilanciati. Mantenere l'equilibrio finanziario implica una gestione costante dei flussi di cassa in entrata e in uscita, assicurando che entrambi siano equilibrati.

L'equilibrio finanziario – Entrate ed uscite monetarie

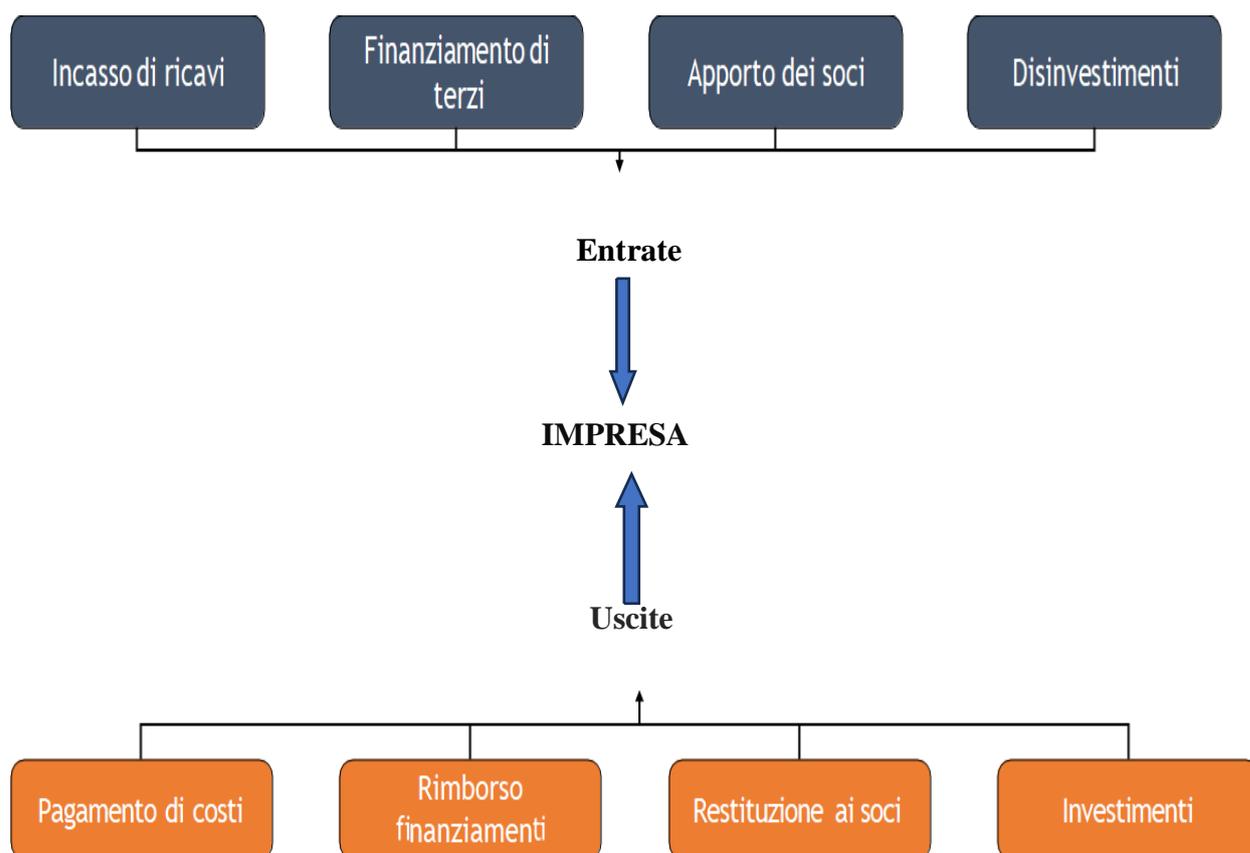


Figura 1: Le diverse entrate ed uscite monetarie, Federico Lanzalunga, 2023, Gli equilibri del Bilancio, p. 15

L'equilibrio finanziario è dato dalla relazione seguente:

Flusso di entrate monetarie > Flusso di uscite monetarie

(2.2)

Le entrate monetarie di un'azienda comprendono sia i ricavi generati dalle vendite sia i finanziamenti ottenuti. D'altro canto, le uscite monetarie sono costituite dai costi operativi, dagli investimenti effettuati e dai rimborsi di finanziamenti.

Quando un'azienda si trova in difficoltà finanziaria e non riesce a mantenere un equilibrio tra entrate e uscite, può incorrere in uno stato di insolvenza, che rappresenta l'incapacità di adempiere agli obblighi finanziari e può portare al default. L'equilibrio finanziario si riferisce anche alla sincronizzazione tra i finanziamenti ricevuti e gli investimenti effettuati. Esso include l'equilibrio monetario, che riguarda la capacità di un'azienda di onorare le sue scadenze finanziarie in modo puntuale. Un'azienda che mantiene questo equilibrio è considerata solvibile.

In dettaglio, l'equilibrio monetario è:

- Una condizione che si riferisce al breve periodo;
- Un requisito sistemico fondamentale.

La liquidità, infine, è definita come la capacità dell'azienda di gestire in modo efficace ed efficiente il flusso delle uscite attraverso il flusso delle entrate.

Esempio di valutazione dell'equilibrio finanziario

Rendiconto finanziario

Euro	Note	2021		2020	
			<i>di cui con parti correlate</i>		<i>di cui con parti correlate</i>
Risultato prima delle imposte		4.648.269.293		2.203.608.913	
Rettifiche per:					
Ammortamenti e impairment	5.d	733.837.566		187.393.237	
Effetti adeguamento cambi attività e passività in valuta		136.964.008		(161.484.379)	
Accantonamenti ai fondi		57.484.302		24.741.690	
Dividendi da società controllate, collegate e altre imprese	6	(4.450.596.876)	(4.449.822.148)	(3.148.370.772)	(3.147.532.252)
(Proventi)/Oneri finanziari netti		307.629.019	218.718.799	738.983.753	(289.418.094)
Cash flow da attività operativa prima delle variazioni del capitale circolante netto		1.433.587.312		(155.127.558)	
Incremento/(Decremento) fondi		(49.585.106)		37.477.938	
(Incremento)/Decremento di crediti commerciali	17	(35.635.336)	(34.399.878)	15.517.789	14.755.171
(Incremento)/Decremento di attività/passività finanziarie e non		1.383.188.146	(77.967.325)	2.678.635.243	(11.892.687)
Incremento/(Decremento) di debiti commerciali	28	75.029.856	66.982.542	(72.990.729)	(41.438.261)
Interessi attivi e altri proventi finanziari incassati		984.985.579	709.947.923	938.590.213	495.343.556
Interessi passivi e altri oneri finanziari pagati		(1.101.636.478)	(351.708.683)	(1.295.589.597)	(345.716.038)
Dividendi incassati da società controllate, collegate, altre imprese	6	4.550.337.971	4.549.614.807	3.139.090.049	3.138.318.088
Imposte pagate		(552.962.935)		(786.689.066)	

Cash flow da attività operativa (a)		6.687.309.009		4.498.914.282
Investimenti in attività materiali e immateriali	10-11	(69.732.442)		(71.186.806)
Investimenti in partecipazioni	13	(10.338.316.034)	(10.338.316.034)	(5.237.814.213)
Disinvestimenti da operazioni straordinarie		668.617.876	668.617.876	1.525.290.346
Cash flow da attività di investimento (b)		(9.739.430.600)		(3.783.710.673)
Nuove emissioni di debiti finanziari a lungo termine	24	9.203.788.683	7.700.000.000	7.001.087.179
Rimborsi di debiti finanziari	24	(846.996.081)	(46.307.451)	(1.345.935.177)
Variazione netta dei debiti/(crediti) finanziari a lungo		183.426.475	886.526.527	(2.534.914.450)
Variazione netta dei debiti/(crediti) finanziari a breve		(5.199.163.804)	(5.453.274.956)	(3.102.612.039)
Dividendi e acconti sui dividendi pagati	23	(3.664.298.335)		(3.334.165.058)
Emissioni/(Rimborsi) di obbligazioni ibride	23	2.213.861.760		588.086.628
Acquisto azioni proprie	23	(12.755.469)		(12.790.869)
Cash flow da attività di finanziamento (c)		1.877.863.229		(2.741.243.786)
Incremento/(Decremento) disponibilità liquide e mezzi equivalenti (a+b+c)		(1.174.258.362)		(2.026.040.177)
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti all'inizio dell'esercizio	21	2.126.512.961		4.152.553.138
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti alla fine dell'esercizio	21	952.254.599		2.126.512.961

Tabella 2: Rendiconto Finanziario, Federico Lanzalonga, 2023, Introduzione ai principi contabili, p. 38

ANALISI:

Per entrambi gli anni, si osserva disponibilità liquide e mezzi equivalenti alla fine dell'esercizio > 0 : per l'anno 2021 (952.254.599) e per l'anno 2020 (2.126.512.961) > 0

Il Flusso delle entrate monetarie del 2021 è $<$ al flusso delle uscite monetarie del 2021. Siccome le disponibilità liquide sono diminuite tra inizio e fine esercizio, vuol dire che le uscite hanno superato le entrate. Il flusso delle entrate monetarie del 2020 è $<$ al flusso delle uscite finanziarie del 2020, in entrambi gli anni osserviamo una riduzione di disponibilità liquide, che quindi stanno costantemente diminuendo. Si tratta di una situazione da tenere monitorata.

III. Equilibrio patrimoniale: La solidità patrimoniale

A. I Componenti dello stato patrimoniale

Lo stato patrimoniale è un documento essenziale per tutte le aziende, da redigere in conformità con i principi contabili nazionali (OIC) o internazionali (IAS/IFRS) applicabili. Esso fornisce una visione dettagliata della situazione finanziaria dell'azienda in un momento specifico, generalmente alla chiusura di un esercizio contabile. Questo documento offre una panoramica della composizione e della struttura del patrimonio aziendale, agendo come una "fotografia" della situazione economica dell'impresa.

Lo stato patrimoniale è cruciale per investitori, creditori e analisti finanziari, poiché consente di valutare la salute finanziaria dell'azienda, la sua capacità di generare utili e flussi di cassa futuri. Inoltre, fornisce indicazioni sulla liquidità dell'azienda e sulla sua capacità di far fronte agli impegni finanziari sia a breve che a lungo termine. Il documento è suddiviso in due principali sezioni: Attività e Passività.

a. L'attivo

L'attivo è il patrimonio impiegato all'interno della tua azienda, un inventario di tutti i beni che l'azienda possiede.

a.1) Attivo fisso

L'attivo immobilizzato comprende tutti gli elementi patrimoniali destinati a rimanere nell'azienda per un periodo superiore a un anno. Questo settore si suddivide in:

- Immobilizzazioni immateriali, che includono spese per ricerca e sviluppo, costi di impianto, brevetti, licenze e simili.
- Immobilizzazioni materiali, che comprendono beni tangibili come terreni, edifici, attrezzature, macchinari, impianti, mobili e arredi.
- Immobilizzazioni finanziarie, che includono investimenti come titoli obbligazionari e partecipazioni in altre aziende.

Le immobilizzazioni devono essere registrate al netto dei fondi di ammortamento, i quali non vengono riportati separatamente nello stato patrimoniale.

a.2) Attivo circolante

L'attivo circolante comprende tutti gli elementi patrimoniali che si prevede di convertire in liquidità entro un anno dalla chiusura dell'esercizio sociale. Tra questi rientrano le disponibilità liquide, i crediti commerciali, le scorte di magazzino e i beni destinati alla vendita. In generale, i crediti e i titoli, insieme ad altri beni che non soddisfano i requisiti di "durevolezza" necessari per essere classificati come immobilizzazioni, vengono inclusi nell'attivo circolante.

b. Il passivo

Nel lato destro dello stato patrimoniale vengono indicate le fonti di finanziamento di un'azienda. Queste risorse sono suddivise per mostrare chiaramente la provenienza dei fondi: da una parte ci sono i mezzi propri, che costituiscono il patrimonio netto, e dall'altra quelli ottenuti da terzi, come il capitale di debito. La struttura finanziaria dell'impresa si compone principalmente di mezzi propri e debito, e ciascuna di queste categorie può essere ulteriormente suddivisa in sottocategorie specifiche.

b.1) Il capitale proprio

I mezzi propri, o capitale proprio, sono costituiti dal denaro investito dai proprietari dell'azienda al momento della sua fondazione e successivamente per finanziare le sue operazioni, dalle riserve accumulate e dagli utili trattenuti invece di essere distribuiti agli azionisti. Questi mezzi vengono considerati al netto delle eventuali perdite registrate dalla società. Si suddividono in:

- **Capitale sociale:** Questo include il capitale inizialmente investito dagli azionisti o soci per avviare l'azienda e per supportarne la crescita.
- **Riserve:** Sono i profitti che l'azienda ha deciso di trattenere piuttosto che distribuire come dividendi agli azionisti.
- **Utile (o perdita) dell'esercizio:** Rappresenta il risultato dell'attività dell'azienda durante l'ultimo esercizio, che può essere positivo (utile) o negativo (perdita).
- **Altri elementi del patrimonio netto:** Possono comprendere voci come azioni proprie, attività destinate a operazioni di copertura, rettifiche di valore e altre componenti non incluse nelle categorie sopra menzionate.

b.2) Il capitale del debito

Per capitale di debito si intendono i debiti finanziari di natura onerosa, non direttamente legati alla gestione operativa quotidiana. Questi debiti possono variare in base alla durata, ai costi e alle garanzie richieste. Tra le principali forme di debito finanziario troviamo il debito bancario, che può essere a breve o a medio-lungo termine, e il debito obbligazionario, che può includere obbligazioni convertibili o non convertibili.

- **Fondi per rischi e oneri:** Si tratta di risorse finanziarie accantonate dall'azienda per coprire potenziali situazioni di incertezza, come contenziosi legali, svalutazioni di investimenti o altre contingenze.
- **Debiti a breve termine:** Comprendono debiti verso fornitori, prestiti bancari a breve scadenza e altri debiti con scadenza entro un esercizio.
- **Debiti a lungo termine:** Rientrano in questa categoria i prestiti bancari e altri debiti con scadenza superiore a un esercizio.
- **Passività correlate alle imposte:** Includono le imposte dovute all'erario.

b.3) Il quasi equity

In questa categoria rientrano alcune forme di finanziamento che, pur essendo formalmente considerate debito, presentano caratteristiche intermedie tra il capitale di debito e il capitale proprio. Tra questi strumenti, si possono citare le obbligazioni convertibili in azioni della società, i prestiti concessi dai soci o da altre società del gruppo a cui l'azienda appartiene, e il debito subordinato. Nell'analisi della struttura finanziaria, ci si concentra esclusivamente sul rapporto tra le componenti finanziarie nette dell'azienda e il capitale proprio, escludendo quindi le passività a breve e medio termine direttamente collegate all'attività principale dell'azienda. Le componenti finanziarie sono rappresentate dalla posizione finanziaria netta.

B. L'equilibrio Patrimoniale

Un'impresa si trova in equilibrio patrimoniale quando le sue risorse finanziarie proprie sono almeno pari alle risorse ottenute tramite debito. In altre parole, il capitale proprio deve essere uguale o superiore al capitale fornito da terzi. Il bilancio patrimoniale è lo strumento che consente di confrontare il valore del patrimonio aziendale con quello del debito, monitorando il rapporto tra questi due elementi per evitare che l'indebitamento raggiunga livelli tali da

compromettere la stabilità economica dell'azienda.

L'equilibrio patrimoniale si esprime attraverso la seguente relazione:

Fonti di finanziamento proprie \geq Fonti di finanziamento a titolo di debito

(2.3)

Se questa condizione è soddisfatta, l'impresa è considerata capitalizzata. Al contrario, se l'azienda dipende maggiormente dal capitale di debito, si parla di sottocapitalizzazione.

Esempio di valutazione dell'equilibrio patrimoniale

Euro	Note				
PATRIMONIO NETTO E PASSIVITÀ		al 31.12.2021		al 31.12.2020	
		<i>di cui con parti correlate</i>		<i>di cui con parti correlate</i>	
Patrimonio netto					
Capitale sociale		10.166.679.946		10.166.679.946	
Riserva azioni proprie		(36.046.337)		(3.269.152)	
Strumenti di capitale - obbligazioni ibride perpetue		5.567.477.464		2.385.529.628	
Altre riserve		11.510.379.340		11.300.253.202	
Utili/(Perdite) accumulati		4.928.260.660		6.346.833.602	
Utile dell'esercizio ^{II}		2.830.813.067		546.791.537	
TOTALE PATRIMONIO NETTO	23	34.967.564.140		30.742.818.763	
Passività non correnti					
Finanziamenti a lungo termine	24	25.572.039.327	18.738.942.712	17.296.666.278	11.156.597.285
Benefici ai dipendenti	25	171.939.929		200.000.795	
Fondi rischi e oneri quota non corrente	26	49.212.156		14.665.522	
Passività per imposte differite	12	149.317.756		149.176.256	
Derivati finanziari passivi non correnti	14	1.300.244.640	25.575.645	1.762.837.887	4.390.181
Altre passività non correnti	27	29.470.863	8.473.280	19.218.194	8.453.536
		<i>[Subtotale]</i>		19.442.564.932	
Passività correnti					
Finanziamenti a breve termine	24	6.563.294.343	5.624.719.235	5.303.284.362	5.057.198.692
Quote correnti dei finanziamenti a lungo termine	24	215.621.277	117.654.573	820.437.782	46.307.451
Fondo rischi e oneri quota corrente	26	12.122.617		10.709.189	
Debiti commerciali	28	167.020.616	116.525.041	91.990.760	49.542.499
Derivati finanziari passivi correnti	14	130.821.277	36.532.890	257.732.025	10.848.849
Altre passività finanziarie correnti	29	226.570.923	70.929.839	228.295.701	52.919.651
Altre passività correnti	31	2.785.022.712	220.242.068	2.152.217.064	1.576.041.024
TOTALE PASSIVITÀ		37.372.698.437		28.308.231.815	
TOTALE PATRIMONIO NETTO E PASSIVITÀ		72.340.262.577		59.051.050.578	

Tabella 3: Stato Patrimoniale, Federico Lanzalunga, 2023, Introduzione ai principi contabili, p. 22

Per l'anno 2021 si osserva che il patrimonio netto (34.967.564.140) < totale passività (37.372.698.437): azienda sottocapitalizzata.

Invece per l'anno 2020, si osserva che patrimonio netto (30.742.818.760) > totale passività (28.308.231.815): solidità aziendale.

Il mantenimento nel tempo degli equilibri consente all'impresa il raggiungimento di importanti obiettivi di gestione:

- Economicità: capacità di remunerare tutti i fattori produttivi;
- Liquidità: capacità di far fronte agli impegni finanziari rapidamente ed economicamente;
- Solidità patrimoniale: capitale proprio > capitale di credito.

Le interrelazioni tra gli equilibri:

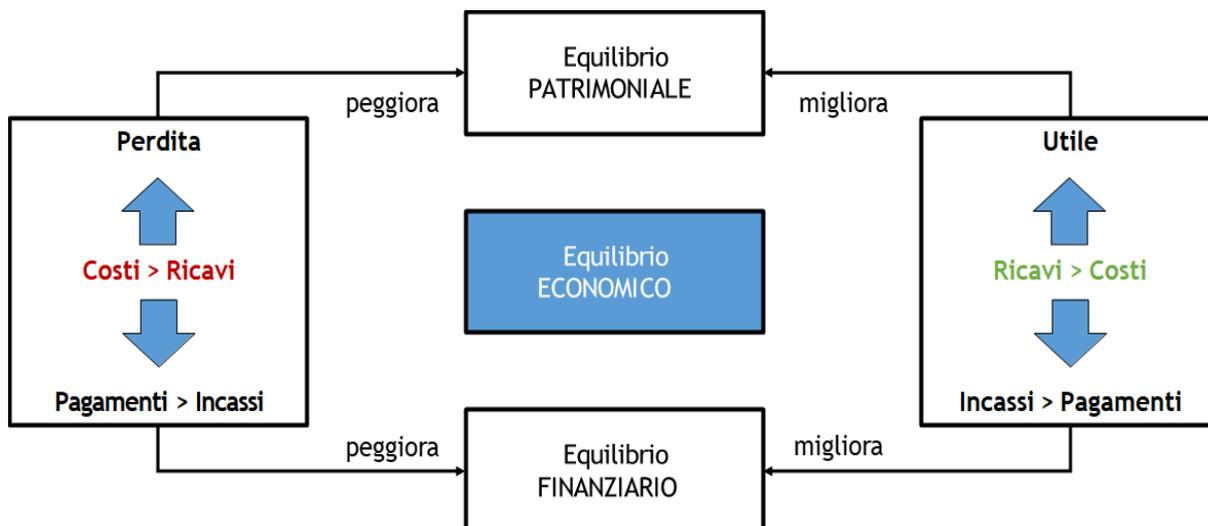


Figura 2: Interrelazioni tra gli equilibri, Federico Lanzalunga, 2023, Gli equilibri del bilancio, p. 29

CAPITOLO III: RUOLO DELLA STRUTTURA FINANZIARIA DELL'IMPRESA SULLA SUA REDDITIVITA': Analisi degli indici di redditività

I. Definizione e caratteristiche dell'impresa redditizia

1. Definizione

La redditività può essere definita come un indicatore finanziario che misura la capacità di un'azienda di generare profitti rispetto ai costi sostenuti per produrre beni o servizi. Di conseguenza un'azienda è redditizia quando genera ricchezza in un determinato periodo temporale grazie alla sua gestione. In altre parole, un'impresa redditizia è in grado di generare il reddito necessario per coprire i costi sostenuti e produrre profitti.

2. Caratteristiche dell'azienda redditizia

Di seguito sono riportate le caratteristiche che generalmente contraddistinguono un'azienda redditizia, indipendentemente dal settore in cui opera:

- **Efficienza operativa:** Le aziende redditizie gestiscono le loro risorse in modo ottimale, minimizzando gli sprechi e massimizzando l'utilizzo delle risorse disponibili.
- **Diversificazione:** Queste aziende non si affidano a un singolo prodotto o servizio. Offrire una gamma diversificata di prodotti o servizi aiuta a ridurre il rischio e ad attrarre una clientela più ampia.
- **Orientamento al cliente:** Capiscono e soddisfano le esigenze dei loro clienti, offrendo un servizio di alta qualità e adattandosi rapidamente alle richieste del mercato.
- **Gestione finanziaria solida:** Monitorano attentamente i flussi di cassa, gestiscono i debiti con attenzione e fanno investimenti oculati.
- **Innovazione:** Le aziende redditizie sono aperte a nuove idee e tecnologie, sperimentano nuove strategie per mantenersi competitive.
- **Adattabilità:** Si adattano ai cambiamenti del mercato, seguendo le tendenze emergenti e affrontando le nuove sfide.
- **Visione a lungo termine:** Pianificano il futuro, investendo nella formazione del personale e sviluppando strategie sostenibili a lungo termine.
- **Qualità del prodotto/servizio:** Offrono prodotti o servizi di alta qualità, assicurando la soddisfazione del cliente per garantire il successo continuativo.

- Efficace strategia di marketing: Sanno come promuovere i propri prodotti o servizi in modo da attrarre e fidelizzare i clienti.
- Team competente: Infine, dispongono di un team di lavoro altamente qualificato e motivato, fondamentale per il successo complessivo dell'azienda.

Per raggiungere e mantenere la redditività, un'azienda deve considerare vari aspetti:

- Rendimento commisurato al rischio: Il profitto ottenuto deve essere in linea con il livello di rischio assunto. All'aumentare del rischio, dovrebbe aumentare anche la ricompensa.
- Gestione dell'indebitamento: Se l'azienda utilizza capitale preso in prestito, deve essere in grado di restituire questo capitale prima di remunerare i propri azionisti.
- Capitale investito: Il reddito deve essere sufficiente a compensare gli investimenti fatti. Un rendimento significativo su un grande investimento è essenziale per la redditività.
- Influenza della congiuntura economica: L'andamento economico generale può influenzare la redditività, specialmente nel medio e lungo termine. Ad esempio, le crisi economiche possono avere un impatto significativo sulle performance aziendali.

Questi aspetti combinati permettono a un'azienda di misurare e migliorare la sua capacità di generare profitti, mantenendola competitiva e sostenibile nel tempo.

II. Calcolo ed analisi degli indici di redditività dell'impresa

In questa parte, presenteremo e interpreteremo alcuni indici di redditività.

1. Il Return on Equity (ROE)

Il ROE, acronimo di Return on Equity, è un indicatore che misura la redditività del capitale proprio di un'azienda. Rappresenta uno degli indici più sintetici per valutare i risultati economici di un'impresa. Il ROE è un indicatore percentuale che mette in rapporto il reddito netto (RN) generato in un anno con i mezzi propri (MP) dell'azienda. Questo indice serve a valutare l'efficacia con cui il management utilizza il patrimonio netto per generare profitti, offrendo un'indicazione chiara sulla capacità dell'azienda di sfruttare al meglio i capitali a disposizione per aumentare gli utili. Il confronto tra utile e patrimonio netto permette di

determinare se l'investimento è stato redditizio o meno. Il valore del ROE può indicare diverse situazioni:

- ROE=0, L'azienda non genera né distrugge ricchezza;
- ROE<0, L'impresa è in perdita, e il suo patrimonio è stato parzialmente eroso;
- ROE>0, L'investimento ha avuto un esito positivo, e l'azienda sta creando valore.

La formula per calcolare il ROE è:

$$\text{ROE} = (\text{UTILE NETTO} / \text{PATRIMONIO NETTO}) * 100$$

(3.1)

2. Il Return on Investment (ROI)

L'acronimo ROI sta per Return On Investment, ovvero il ritorno sull'investimento. Si tratta di un indicatore percentuale utilizzato per valutare la redditività di un investimento, appartenente alla categoria degli indici di bilancio.

La formula del ROI è stata ideata nel 1914 da F. Donaldson Brown, un ingegnere elettrico, ed è la seguente:

$$\text{ROI} = (\text{RISULTATO OPERATIVO} / \text{CAPITALE INVESTITO}) * 100$$

(3.2)

Il risultato operativo comprende il risultato derivante dall'attività principale dell'azienda, oltre agli utili generati da investimenti accessori, escludendo però gli oneri finanziari, i proventi e le imposte sul reddito. Questo valore è reperibile all'interno del Conto Economico in forma scalare. Il capitale investito, invece, è composto sia dal capitale proprio che da quello fornito da terzi, e si trova alla fine dello Stato Patrimoniale Riclassificato.

Il ROI, dunque, misura il rendimento economico complessivo di tutto il capitale impiegato. Per valutare se un ROI è soddisfacente, è fondamentale considerare vari fattori, come il ROI medio del settore in cui l'azienda opera, per poter effettuare un confronto. In generale, un indice più elevato indica che l'azienda sta ottimizzando i propri investimenti, ma non esistono valori

di riferimento assoluti, poiché tutto dipende dal contesto specifico.

3. Il Return on Sales (ROS)

Il ROS, acronimo di Return on Sales, è un indicatore finanziario percentuale utilizzato principalmente per valutare l'efficienza operativa delle aziende, in particolare quelle industriali e commerciali. Questo indicatore misura la capacità di un'azienda di convertire le vendite in profitti, offrendo un'idea di quanto guadagno viene generato per ogni euro derivato dalle vendite.

Investitori, creditori e obbligazionisti spesso fanno riferimento al ROS per comprendere la percentuale di liquidità operativa che un'azienda ricava dalle sue entrate. Inoltre, il ROS fornisce indicazioni utili sulla capacità dell'azienda di distribuire dividendi, effettuare reinvestimenti e rimborsare i debiti. Tuttavia, come tutti gli indicatori di redditività, il ROS è particolarmente utile se confrontato tra aziende dello stesso settore e di dimensioni simili.

Il calcolo del ROS avviene dividendo l'utile operativo per le vendite nette, moltiplicando poi il risultato per 100:

$$\text{ROS} = (\text{UTILE OPERATIVO (EBIT)}/\text{VALORE DEI RICAVI DI VENDITA}) * 100$$

(3.3)

Un ROS elevato suggerisce un'azienda in buona salute finanziaria, mentre un ROS basso può indicare difficoltà operative.

Nel dettaglio:

- ROS positivo: L'azienda riesce non solo a coprire i costi operativi, ma anche a sostenere altri oneri e potenzialmente a remunerare gli azionisti;
- ROS pari a zero: L'azienda riesce a coprire esclusivamente i costi operativi, senza generare utili aggiuntivi;
- ROS negativo: L'azienda è in difficoltà operativa, poiché i ricavi generati dall'attività principale non sono sufficienti a coprire i costi associati.

4. Il Return on Debt (ROD)

Il Return on Debt (ROD) è un indice di bilancio che misura la redditività del capitale preso in prestito, espresso in percentuale. Questo indicatore riflette quanto l'azienda remunera il capitale ottenuto da finanziatori esterni, come istituti di credito o investitori. Un ROD elevato potrebbe segnalare che l'impresa sta assumendo un livello di debito sostenibile o che sta pagando interessi relativamente alti in proporzione al capitale preso in prestito. Al contrario, un ROD basso suggerisce che l'azienda sta utilizzando efficacemente il capitale di terzi.

È cruciale che il ROD rimanga inferiore al ROI (Return on Investment) per assicurare un'adeguata redditività. Se il ROD supera il ROI, significa che l'azienda sta pagando più in interessi di quanto non guadagni dai suoi investimenti, rendendo necessario un riesame della strategia finanziaria.

- ROI > ROD:

Quando il ROI è superiore al ROD, l'azienda si trova in una situazione favorevole, poiché il rendimento degli investimenti supera il costo del debito.

- ROI < ROD:

In questo scenario, la redditività diminuisce e il Return on Equity (ROE) si riduce, specialmente se i progetti finanziati generano rendimenti inferiori al costo del debito. Questo effetto è amplificato in presenza di un elevato livello di indebitamento.

In tali circostanze, l'azienda dovrebbe considerare l'uso del capitale proprio come principale fonte di finanziamento, poiché l'indebitamento elevato aumenta il costo del credito e il rischio finanziario.

Il ROD si calcola dividendo gli Oneri Finanziari per il Capitale di Terzi e moltiplicando il risultato per 100:

$$\text{ROD} = (\text{OF} / \text{CT}) * 100$$

5. Il Leverage

La leva finanziaria, o leverage, rappresenta la capacità di un'azienda di utilizzare il debito per aumentare i profitti. Si tratta di un indicatore che misura il livello di indebitamento dell'impresa, evidenziando quanto un imprenditore possa ricorrere a finanziamenti esterni senza compromettere la stabilità aziendale. La sua formula è:

$$\text{LEVERAGE} = \text{CAPITALE INVESTITO} / \text{CAPITALE PROPRIO}$$

(3.5)

- Risultato uguale a 1: l'azienda opera interamente con capitale proprio.
- Risultato superiore a 1: l'impresa utilizza anche capitale di terzi per finanziare le sue attività;
- Risultato non superiore a 2: indica un equilibrio soddisfacente tra capitale proprio e debiti;
- Risultato maggiore a 2: segnala un alto livello di indebitamento, indicando che l'azienda potrebbe essere sottocapitalizzata, con un eccessivo ricorso al debito.

CAPITOLO IV: ESG, RELAZIONE TRA INVESTIMENTI ESG E STRUTTURA FINANZIARIA

I. Presentazione della tematica ESG

1. Definizione

ESG sta per Environmental, Social, and Governance, che in italiano corrisponde ad Ambientale, Sociale e Governo societario. È un termine utilizzato per descrivere un approccio di valutazione delle performance aziendali che tiene conto di fattori ambientali, sociali, e di governance. L'approccio ESG è diventato sempre più importante per gli investitori che desiderano valutare il modo in cui le aziende gestiscono i rischi e le opportunità legati questi fattori. Le aziende che dimostrano una buona performance in termini di ESG sono spesso considerate più sostenibili e responsabili.

2. Criteri ESG

I criteri di determinazione ESG variano a seconda degli investitori e delle agenzie di rating. Tuttavia, ci sono alcuni fattori comuni che vengono considerati:

- **Ambiente:** Questo criterio valuta le pratiche aziendali legate alla sostenibilità ambientale, come l'efficienza energetica, la riduzione delle emissioni di gas serra, la gestione dei rifiuti, la conservazione delle risorse naturali e l'impatto ambientale complessivo dell'azienda.

- **Sociale:** Questo criterio si concentra sulle relazioni dell'azienda con i suoi dipendenti, i fornitori, i clienti e le comunità in cui opera. Vengono considerati fattori come la responsabilità sociale, la diversità e l'inclusione, la sicurezza sul lavoro, i diritti umani e il coinvolgimento delle parti interessate.

- **Governance:** Questo criterio riguarda la struttura di governo e la gestione aziendale. Vengono considerati fattori come la trasparenza, l'etica aziendale, la gestione dei rischi, la remunerazione dei dirigenti, l'indipendenza del consiglio di amministrazione e la qualità delle politiche di governance aziendale.

3. Importanza dell'approccio ESG e benefici per le aziende

Alcuni articoli esplorano l'importanza dell'approccio ESG sulle performance finanziarie

delle aziende. Questo approccio è estremamente importante per le aziende perché consente loro di creare valore a lungo termine, mitigare i rischi e migliorare la reputazione. Integrare fattori ambientali, sociali e di governance nelle decisioni aziendali può portare a una maggiore sostenibilità, innovazione e resilienza. Inoltre, sempre più investitori considerano i criteri ESG come parte integrante delle loro strategie di investimento. Le aziende che dimostrano un impegno forte rispetto ai criteri ESG possono attrarre più investimenti e ottenere un vantaggio competitivo.

Questo approccio offre diversi benefici alle aziende. Innanzitutto, può aiutare a migliorare la reputazione e l'immagine aziendale, poiché dimostra un impegno per la sostenibilità sociale. Ciò può attrarre clienti, investitori e talenti motivati da valori simili. Inoltre, l'adozione di pratiche ESG può ridurre il rischio di alcuni eventi indesiderati legati all'attività operativa, come le multe ambientali o le controversie legate alla responsabilità sociale. Infine, le aziende che integrano i principi ESG nelle loro strategie possono ottenere un vantaggio competitivo, poiché sempre più investitori preferiscono allocare i loro capitali in aziende sostenibili (Crifo, P., & Forget, V., 2015).

II. Relazione tra investimenti ESG e struttura finanziaria

Negli ultimi anni, diverse linee di ricerca hanno approfondito il tema della gestione sostenibile delle imprese. Seguendo quanto discusso in *ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays* (Cantino Valter, Devalle Alain, Fiandrino Simona, 2017, di cui si mantiene la notazione), è possibile individuare numerosi studi su questo argomento. Alcuni di questi lavori sostengono che le strategie sociali aziendali sviluppano azioni responsabili volte a migliorare le prestazioni aziendali e a creare valore per tutti gli stakeholder (Harrison e Wicks, 2013; Freeman, Harrison, Wicks, Parmar, & de Colle, 2010).

La finanza sociale promuove nuovi approcci per la concessione di sovvenzioni, gli investimenti socialmente responsabili (Duuren, Plantinga e Scholtens, 2016), il credito basato su punteggi di sostenibilità (Attig, El e Omrane, 2013; Zeidan, Boechat e Fleury, 2015) e i rating sociali (Cellier e Chollet, 2016; Birindelli et al., 2015), per valutare l'impatto delle pratiche sostenibili sugli investimenti. Anche il reporting di sostenibilità legato ai fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) ha visto un miglioramento significativo nell'ultimo decennio. In questo contesto, le linee guida della Global Reporting Initiative

(GRI) promuovono la divulgazione delle informazioni ESG e il reporting sulle performance ESG (Michelon & Parbonetti, 2012; Boyko & Derun, 2016; Maniora, 2017).

Di conseguenza, gli obiettivi ESG sono diventati cruciali per le aziende che si trovano ad affrontare la necessità di perseguire simultaneamente performance sociali, ambientali e finanziarie, al fine di migliorare la sostenibilità complessiva dell'impresa (Ng & Rezaee, 2015; Kiron, Kruschwitz, Haanaes, Reeves e Goh, 2013). Una delle domande di ricerca più rilevanti emerse nell'ultimo decennio riguarda il ritorno economico degli investimenti aziendali in iniziative sociali. In altre parole, molti studi hanno cercato di chiarire se l'adozione di pratiche sostenibili ESG si traduca in una migliore performance finanziaria (Revelli e Viviani, 2015; Friede, Busch e Bassen, 2015).

In questa sezione, verrà esplorata la relazione tra gli investimenti ESG e la struttura finanziaria, suddividendo l'analisi in due parti. La prima si concentrerà sulla connessione tra gli investimenti ESG e il costo del capitale proprio, mentre la seconda esaminerà il legame tra gli investimenti ESG e il costo del debito (Ng & Rezaee, 2015).

1. Investimenti ESG e costo del capitale proprio

Seguendo quanto discusso in *ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays* (Cantino Valter, Devalle Alain, Fiandrino Simona, 2017, di cui si mantiene la notazione), è possibile distinguere numerose ricerche che sono concentrate sulla relazione tra le misure di performance di sostenibilità aziendale e il costo del capitale proprio. Negli ultimi dieci anni, sono stati fatti significativi progressi in questo ambito (Ng & Rezaee, 2015). La letteratura concorda sul fatto che i fattori ESG (Environmental, Social, and Governance) esercitano un'influenza positiva nella riduzione del costo del capitale proprio. I principali motivi di questa riduzione sono attribuibili alla diminuzione dell'asimmetria informativa (Ferris, Javakhadze, & Rajkovic, 2017; Ng & Rezaee, 2015; Matthiesen, M-L & Salzmann, 2015). Questa teoria si basa su diverse considerazioni. Ad esempio, un sondaggio tra direttori finanziari (Armitage & Marston, 2007) ha rivelato che una maggiore trasparenza riduce la percezione del rischio e, di conseguenza, abbassa il costo del capitale.

Sul piano accademico, uno dei primi studi significativi che ha utilizzato variabili finanziarie è stato condotto da Sharfman & Fernando (2008). Essi hanno analizzato se una gestione più efficiente del rischio ambientale potesse essere premiata dai mercati finanziari con una riduzione del costo del capitale, studiando un campione di 267 aziende statunitensi. Questi risultati sono stati successivamente confermati da altri studi (Borghesi, Houston e Naranjo,

2014; Crifo & Forget, 2015; Dhaliwal, Li, Tsang e Yang, 2011; Reverte, 2012; El Ghouli, Guedhami, Kwok, & Mishra, 2011), che hanno riscontrato un'associazione negativa tra pratiche aziendali sostenibili e il costo del capitale proprio, indicando che un aumento delle iniziative socialmente responsabili comporta una riduzione del costo del capitale proprio.

Ng e Rezaee (2015) hanno ulteriormente arricchito la letteratura indagando l'impatto di diversi approcci di sostenibilità sul costo del capitale proprio, inclusi sia aspetti finanziari sia non finanziari (ESG). Anche se hanno confermato i risultati precedenti, hanno rilevato che la sostenibilità sociale non ha un impatto sufficientemente significativo per determinare un'influenza sistematica sul costo del capitale proprio. Studi più recenti hanno esplorato ulteriormente l'impegno delle aziende verso la responsabilità sociale d'impresa (Ferris et al., 2017; Korajczyk & Levy, 2003).

Korajczyk e Levy (2003) hanno affrontato questa tematica durante la crisi finanziaria, evidenziando che il capitale sociale, indicatore dell'intensità della responsabilità sociale d'impresa, è associato a un valore d'impresa più elevato, maggiore redditività, crescita delle vendite e un rendimento azionario superiore di quattro punti percentuali. D'altro canto, Ferris et al. (2017) hanno analizzato gli effetti dell'uso del capitale sociale manageriale negli investimenti sostenibili, come mezzo per facilitare la condivisione delle informazioni tra le parti interessate, sul costo del finanziamento azionario di un'azienda. Questa condivisione, migliorando la trasparenza e l'affidabilità dell'azienda, aumenta la fiducia e l'interesse degli investitori, contribuendo a una riduzione monotona del costo del finanziamento azionario con l'aumento del valore del capitale sociale.

In effetti, gli investimenti ESG consentono alle aziende di:

- Ridurre del rischio

Migliore gestione del rischio: Le aziende con solide pratiche ESG tendono a gestire meglio i rischi legati a fattori ambientali, sociali e di governance. Una gestione efficace del rischio può portare a una minore volatilità dei flussi di cassa e a una stabilità finanziaria più forte, riducendo il rischio percepito dagli investitori.

- Migliorare la percezione da parte degli investitori
 - Attrattiva per gli investitori responsabili: Gli investitori, soprattutto quelli istituzionali, sono sempre più attenti alle pratiche ESG. Le aziende che si dimostrano leader in queste aree possono attrarre investitori interessati a strategie di investimento sostenibili,

umentando la domanda di azioni.

- Premio per la sostenibilità: Gli investitori potrebbero essere disposti a pagare un premio per le aziende con solidi profili ESG, poiché considerano tali aziende come investimenti a lungo termine più sicuri e allineati ai loro valori etici.

- Impattare sui costi di finanziamento

- Accesso migliorato al capitale: Le aziende con buone credenziali ESG spesso trovano più facile accedere al mercato dei capitali, potendo attrarre un più ampio pool di investitori, tra cui fondi specializzati in investimenti sostenibili.

- Riduzione del costo del capitale proprio: Quando gli investitori percepiscono un'azienda come meno rischiosa grazie a pratiche ESG efficaci, sono disposti ad accettare un rendimento atteso inferiore, il che si traduce in un costo del capitale proprio più basso.

- Aumentare la valutazione azionaria

Le pratiche ESG possono influenzare positivamente la valutazione di mercato delle azioni di un'azienda, poiché gli investitori valutano il potenziale di crescita sostenibile e la gestione efficace dei rischi.

2. Investimenti ESG e costo del debito

Seguendo quanto discusso in *ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays* (Cantino Valter, Devalle Alain, Fiandrino Simona, 2017, di cui si mantiene la notazione), è possibile distinguere due principali filoni di ricerca: Il primo si concentra sui costi delle obbligazioni societarie e delle emissioni di obbligazioni (Ge & Lui, 2015; Chen, Kacperczyk, & Ortiz-Molina, 2012; Menz, 2010), mentre il secondo esplora il debito privato e i prestiti concessi principalmente dalle banche (Anis & Utama, 2016; Goss & Roberts, 2011; Hoepner et al., 2016; Cooper & Uzur, 2015). I risultati delle ricerche sono variegati e non portano ancora a conclusioni definitive.

Uno dei primi studi rilevanti è quello di Sharfman & Fernando (2008), che mostra come i mercati del debito rispondano in modo diverso rispetto ai mercati azionari: il costo del debito aumenta con l'incremento delle azioni di gestione del rischio ambientale. Allineandosi a questa prospettiva, Chen et al. (2012) analizzano l'effetto delle tematiche sociali sui prezzi del debito societario negli Stati Uniti, evidenziando una riduzione dei rendimenti grazie a politiche di

investimento meno rischiose. Ge & Lui (2015) confermano che un punteggio elevato di CSR (Corporate Social Responsibility) è associato a spread di rendimento più bassi nelle nuove emissioni di obbligazioni e a migliori rating di credito, sottolineando l'apprezzamento da parte degli obbligazionisti delle attività di CSR adottate dalle aziende.

Al contrario, Menz (2010) rileva che in Europa esiste un premio di rischio più elevato per le aziende con maggiori impegni in CSR, suggerendo una relazione opposta rispetto agli Stati Uniti.

Gli investimenti ESG (Environmental, Social, and Governance) possono influenzare anche la gestione del debito da parte delle aziende. Le imprese che integrano criteri ESG nelle loro strategie di investimento possono essere percepite come meno rischiose dai creditori, ottenendo condizioni di prestito più favorevoli e migliorando la loro reputazione e fiducia presso gli investitori, facilitando così l'accesso al capitale e riducendo i costi del debito.

Goss & Roberts (2011) osservano che il mercato delle obbligazioni societarie è meno efficiente di quello dei prestiti bancari, in parte a causa delle informazioni private raccolte dalle banche durante il processo di concessione e monitoraggio dei prestiti. Questa inefficienza potrebbe spiegare perché gli studi successivi si sono concentrati sulla relazione tra il costo dei prestiti bancari e le attività ESG. Goss & Roberts (2011) rilevano inoltre che le banche tendono a non considerare le iniziative CSR come un fattore significativo nel determinare lo spread, con aziende socialmente responsabili che pagano tra 7 e 18 punti base in più rispetto a quelle meno impegnate.

Al contrario, Hoepner et al. (2016) e Cooper & Uzur (2015) trovano una correlazione negativa tra CSR e costo del debito sui prestiti bancari, suggerendo che l'impegno in CSR può ridurre i costi di finanziamento. In particolare, Cooper & Uzur (2015) sostengono che le pratiche di CSR sono fondamentali per ridurre il costo del debito e migliorare la gestione strategica. Anis e Utama (2016) concordano, evidenziando i vantaggi per entrambe le parti, finanziatori e mutuatari, derivanti da una maggiore trasparenza CSR e ESG.

Uno studio di Nandy e Lodh (2012) su 3.000 transazioni di prestito negli Stati Uniti conferma che le aziende che adottano parametri ESG possono negoziare condizioni di prestito più favorevoli. Inoltre, Engelberg, Gao, e Parsons (2012) suggeriscono che i costi di

finanziamento possono essere inferiori quando le relazioni sociali tra banche e mutuatari sono più forti.

Lo studio di Hoepner et al. (2016) è particolarmente significativo perché collega il costo dei prestiti non solo alla performance CSR a livello aziendale, ma estende l'analisi a un livello nazionale, considerando le dimensioni ambientali, sociali e di governance, arricchendo così la letteratura. Gli autori mostrano che le attività sociali e ambientali hanno un impatto significativo sui costi di finanziamento dei prestiti, con le attività ambientali che tendono a ridurre maggiormente i costi rispetto a quelle sociali. Inoltre, si sta sviluppando una letteratura emergente sul credit scoring di sostenibilità, che classifica le aziende in base al loro impegno verso la sostenibilità e consente alle banche di formulare strategie di prestito più mirate (Zeidan et al., 2015).

Gli investimenti ESG consentono alle aziende di:

- Ridurre il rischio creditizio
 - Migliore valutazione del rischio: Le aziende che integrano i criteri ESG tendono a gestire meglio i rischi operativi, ambientali e sociali. Questo può portare a una riduzione del rischio percepito da parte dei creditori, poiché le aziende sono considerate più stabili e affidabili.
 - Minore probabilità di default: Pratiche ESG solide possono ridurre la probabilità di default dell'azienda, poiché essa è meglio preparata per affrontare i rischi normativi e reputazionali, aumentando la fiducia dei creditori nella sua capacità di rimborsare il debito.
- Influenzare sui rating di credito
 - Miglioramento dei rating di credito: Le agenzie di rating stanno sempre più incorporando i fattori ESG nelle loro valutazioni. Un buon profilo ESG può migliorare il rating di credito di un'azienda, riducendo così il costo del debito, poiché le aziende con rating più elevati pagano tassi di interesse più bassi sui prestiti e sulle obbligazioni.
 - Riduzione del rischio normativo: Le aziende conformi alle normative ambientali e sociali tendono ad avere meno sanzioni e contenziosi, migliorando la loro posizione finanziaria e la valutazione del credito.
- Accedere a strumenti di debito sostenibili

- **Green Bonds e Sustainable Loans:** Le aziende che perseguono strategie ESG possono accedere a strumenti di debito come i green bonds o i sustainable loans, che sono spesso emessi a tassi di interesse inferiori rispetto al debito tradizionale. Questi strumenti sono destinati a finanziare progetti specifici legati alla sostenibilità ambientale e sociale.

- **Maggiore domanda da parte degli investitori:** Gli investitori sono sempre più interessati a strumenti di debito sostenibili. Una forte domanda di obbligazioni green può portare a una compressione degli spread di credito, riducendo il costo del debito per le aziende emittenti.

- **Sfruttare dei vantaggi reputazionali**

- **Miglioramento dell'immagine aziendale:** Un forte impegno verso gli investimenti ESG può migliorare la reputazione aziendale, influenzando positivamente la percezione dei creditori e degli investitori. Questo può tradursi in condizioni di credito più favorevoli e in un accesso più agevole ai mercati dei capitali.

- **Trasparenza e reporting:** Le aziende che forniscono un reporting ESG trasparente e dettagliato dimostrano una maggiore responsabilità e fiducia nei confronti dei creditori, facilitando negoziazioni più vantaggiose sulle condizioni del debito.

Gli investimenti ESG possono influenzare la struttura finanziaria dell'impresa in diversi modi. Integrare criteri ESG nelle decisioni di investimento può portare a una maggiore trasparenza e gestione dei rischi, riducendo potenzialmente i costi legati a eventi negativi non considerati. Inoltre, le aziende che adottano pratiche sostenibili potrebbero attrarre investitori orientati alla sostenibilità, migliorando l'accesso ai finanziamenti e potenzialmente riducendo i costi del capitale. Tuttavia, l'implementazione di strategie ESG potrebbe richiedere investimenti che influenzano la struttura a breve termine. In definitiva, l'adozione di investimenti ESG può contribuire a una migliore gestione dei rischi e alla creazione di valore a lungo termine per l'impresa.

CAPITOLO V: INTERVISTE A ESPERTI DEL SETTORE

Il nostro lavoro si concentra su un'analisi qualitativa basata sulle interviste perché ci offre prospettive dettagliate e approfondite sui pensieri, sulle opinioni, sulle competenze e sulle esperienze dei partecipanti. Questo approccio prezioso ci consente di capire i motivi dietro certi comportamenti, e opinioni.

I. Partecipanti

Per garantire la ricchezza delle informazioni raccolte, i partecipanti sono dei professionisti e rappresentanti di imprese, attivi in ambito economico-finanziario e degli investimenti che sono stati selezionati in base alla loro esperienza, al loro coinvolgimento nel tema della nostra ricerca e alla capacità di fornire prospettive significative.

La tabella seguente rappresenta l'elenco dei partecipanti in base all'età, al sesso, alla posizione in azienda, all'anzianità nel ruolo ricoperto. Si noti che i partecipanti hanno deciso di partecipare in forma anonima, scegliendo anche di non rivelare il nome dell'azienda di riferimento. I nomi dei partecipanti non appariranno quindi, ed ogni nome sarà sostituito da un numero assegnato al partecipante.

Partecipanti	Età	Sesso	Posizione in azienda	Anzianità
1 Partecipante	47 anni	Maschio	Analista Finanziario	10 anni
2 Partecipante	29 anni	Maschio	Economista	7 anni
3 Partecipante	50 anni	Maschio	Bancario	15 anni
4 Partecipante	33 anni	Maschio	Manager in fondi di investimento	8 anni
5 Partecipante	28 anni	Femmina	ESG Manager	6 anni

Tabella 4: Dati dei soggetti intervistati

L'età media dei nostri partecipanti è di 37,4 anni con un'anzianità media nella professione di 9,2 anni.

I nostri partecipanti sono stati 5 e hanno costituito il panel ideale per il nostro studio perché possiedono esperienze, competenze e conoscenze specifiche che sono cruciali per esplorare i temi del nostro lavoro in modo dettagliato. La loro partecipazione ha garantito una prospettiva ricca e diversificata sulle questioni trattate nel nostro studio, contribuendo a una comprensione approfondita e significativa dei temi in esame.

II. Raccolta dei dati

Per raccogliere i nostri dati, abbiamo scelto un approccio orientato alle interviste semi-strutturate (che forniscono un quadro flessibile che combina domande predeterminate con la libertà di esplorare argomenti emergenti e approfondire) i pensieri e le esperienze dei partecipanti). Abbiamo affrontato 2 temi principali, il primo tema ha riguardato l'impatto della struttura finanziaria e degli investimenti ESG sulla redditività aziendale e il secondo il rapporto tra investimenti ESG e struttura finanziaria. Per realizzare il nostro studio, a ciascuno dei nostri partecipanti sono state poste da 6 a 8 domande.

La tabella seguente raggruppa ciascun partecipante in base alla data, alla modalità e alla durata dell'intervista.

Partecipanti	Data dell'intervista	Modalità	Durata dell'intervista
1	10/07/2024	Di persona	14 min
2	10/07/2024	Meet online	30 min
3	11/07/2024	Meet online	18 min
4	13/07/2024	Meet online	16 min
5	05/08/2024	Meet online	25 min

Tabella 5: Modalità di svolgimento delle interviste

La trascrizione dei dati è stata effettuata direttamente dopo ogni intervista. I partecipanti sono stati molto disponibili, sereni, motivati, tranquilli e molto attenti a tutte le domande.

III. Sintesi dei dati

In questa parte, riassumeremo i dati raccolti durante le nostre interviste, le domande variano a seconda del professionista intervistato, e del settore di attività di quest'ultimo o dell'azienda che rappresenta.

A. Partecipante 1: Analista finanziario

1. Come si possono definire la struttura finanziaria di un'azienda, gli investimenti ESG e la redditività aziendale?

La struttura finanziaria della società si riferisce principalmente alle fonti di finanziamento del capitale proprio e del debito. La dimensione e l'età dell'impresa influenzano le sue fonti di finanziamento. Le piccole e medie imprese, le nuove imprese non avranno le stesse fonti di finanziamento delle grandi imprese e delle vecchie imprese. Gli investimenti ESG, che riguardano criteri ambientali, sociali e di governance, sono quegli investimenti che considerano l'impatto sostenibile e responsabile sulla società. La redditività aziendale indica la capacità di generare profitti e rendimenti per gli investitori.

2. Quali sono i principali fattori che influenzano la scelta tra debito e capitale proprio nella struttura finanziaria?

I principali fattori che influenzano la scelta tra debito e capitale proprio nella struttura finanziaria comprendono il costo del debito, la flessibilità finanziaria (capacità dell'impresa di indirizzare gli impieghi delle risorse finanziarie in modo coerente agli obiettivi aziendali), il rischio finanziario (dipende dal settore di investimento), la tassazione del paese di investimento, la situazione politica, le crisi economiche (subprimes 2008, ecc...), le pandemie (COVID 19, ecc...).

3. In che modo la struttura finanziaria dell'azienda influisce sulla sua capacità di generare profitti?

La struttura finanziaria della società può influenzare la sua capacità di generare profitti

poiché determina il mix ottimale di debito e capitale proprio che massimizza il valore per gli azionisti. Strategie come la gestione del flusso di cassa, la riduzione del debito e l'ottimizzazione del capitale possono essere adottate per massimizzare la redditività.

4. Come vengono gestiti i rischi finanziari?

Il rischio finanziario si riferisce alla possibilità che le decisioni finanziarie di un'azienda possano portare a perdite invece che a guadagni. Questo tipo di rischio può derivare da varie fonti come fluttuazioni di mercato, mancato pagamento di debiti, difficoltà di liquidità o problemi operativi. La gestione del rischio finanziario è essenziale per garantire la stabilità e la sostenibilità finanziaria di un'azienda.

Le imprese affrontano diversi rischi finanziari come rischio di mercato (o rischio sistematico che indica la probabilità di perdita finanziaria a cui essa può andare incontro nel corso della propria attività), rischio di credito (possibilità che un cliente non paghi per beni o servizi forniti a credito), rischio di liquidità (capacità dell'impresa a soddisfare le proprie esigenze di liquidità a breve termine senza subire perdite sostanziali) e rischio operativo (rischio derivante dalla inadeguatezza o disfunzione delle procedure, risorse umane sistemi interni). Per gestire questi rischi, le aziende adottano strategie come la diversificazione del portafoglio e l'uso di strumenti derivati (azioni, obbligazioni, ecc...). Queste strategie aiutano a proteggere l'azienda da potenziali perdite finanziarie.

5. Come gli investimenti ESG possono influenzare la redditività?

Gli investimenti ESG possono influenzare positivamente la redditività aziendale attraverso una maggiore attrattiva per gli investitori responsabili, la riduzione dei rischi legati a questioni ambientali e sociali e l'innovazione sostenibile. Integrare gli investimenti ESG nella propria strategia finanziaria può migliorare le prestazioni aziendali, generando valore a lungo termine per l'azienda e i suoi stakeholder.

6. Quale strategia viene adottata per ottimizzare la struttura finanziaria al fine di massimizzare la redditività?

Dobbiamo cercare di bilanciare il capitale proprio e il capitale di terzi al fine di aumentare la performance nel lungo termine.

B. Partecipante 2 : Economista

1. Qual è il ruolo principale di un economista, come si possono definire la struttura finanziaria di un'azienda, gli investimenti ESG e la redditività aziendale?

Il ruolo principale di un economista in un'impresa è quello di fornire analisi e consulenza basate su principi economici per supportare la decisione strategica e migliorare la performance aziendale. Gli economisti aiutano le imprese a comprendere e navigare nel contesto economico, a gestire i rischi e a ottimizzare le risorse per raggiungere gli obiettivi strategici. La struttura finanziaria di un'azienda si riferisce al modo in cui l'azienda finanzia le sue attività attraverso il mix di debito e capitale proprio. ESG sta per Environmental, Social and Governance e indica un vero e proprio rating, spesso conosciuto come rating di sostenibilità che esprime l'impatto ambientale, sociale e di governance di una impresa o di una organizzazione che opera sul mercato. La redditività aziendale è la capacità di un'azienda di generare profitti in relazione ai suoi investimenti e alle risorse impiegate.

2. Quali sono i principali fattori che influenzano la scelta tra debito e capitale proprio nella struttura finanziaria e come impattano sulla redditività?

I principali fattori :

- Costo del capitale
 - Costo del debito: Il debito tende ad avere un costo più basso rispetto al capitale proprio a causa degli interessi deducibili fiscalmente. Tuttavia, tassi di interesse elevati possono rendere il debito più costoso.
 - Costo del capitale proprio: È generalmente più elevato poiché gli azionisti si aspettano rendimenti più alti per il rischio assunto. Inoltre, l'emissione di nuove azioni può diluire il controllo degli attuali azionisti.

- Rischio finanziario

- Rischio di insolvenza: Un'eccessiva dipendenza dal debito può aumentare il rischio di insolvenza, specialmente se l'azienda non riesce a generare flussi di cassa sufficienti per coprire gli interessi e il capitale.

- Volatilità del reddito: Le aziende con redditi stabili e prevedibili possono permettersi una maggiore leva finanziaria rispetto a quelle con redditi volatili.

- Considerazioni fiscali

- Vantaggi fiscali: Gli interessi sul debito sono deducibili fiscalmente, riducendo il costo effettivo del debito e aumentando l'attrattiva della leva finanziaria.

- Regime fiscale: Le imprese situate in giurisdizioni con regimi fiscali favorevoli per il debito potrebbero preferire il debito rispetto al capitale proprio.

Impatto sulla redditività di un'impresa:

- Effetto della leva finanziaria

- Amplificazione dei rendimenti: Un uso moderato del debito può amplificare i rendimenti degli azionisti grazie all'effetto leva, purché il rendimento degli investimenti superi il costo del debito.

- Rischio di rendimento negativo: In caso di performance inferiore alle aspettative, l'eccesso di debito può amplificare le perdite e compromettere la redditività.

- Ottimizzazione del costo del capitale

- Struttura ottimale del capitale: Una combinazione equilibrata di debito e capitale proprio può minimizzare il costo complessivo del capitale (WACC) e massimizzare il valore aziendale.

- Influenza sulla capacità di investimento

- Fondi disponibili per l'investimento: La scelta tra debito e capitale proprio influenza la quantità di risorse disponibili per investimenti strategici, espansione e innovazione.

- Impatto sulle opportunità di crescita: Un accesso limitato al debito potrebbe restringere le opportunità di crescita se l'azienda non riesce a finanziare progetti ad alto rendimento.

3. *Qual è la fonte a cui ricorrete per prima (Autofinanziamento, debiti, nuova equity)?*

La fonte di finanziamento dipende dalle esigenze e dalla situazione finanziaria dell'azienda. L'autofinanziamento è spesso la prima scelta poiché non comporta costi finanziari aggiuntivi. I debiti possono essere preferiti per sfruttare l'effetto leva, mentre la nuova equity può essere considerata per rafforzare la struttura patrimoniale. La scelta dovrebbe essere motivata dalle condizioni finanziarie e dal rischio.

Le aziende come la nostra preferiscono l'autofinanziamento come fonte di finanziamento. L'autofinanziamento come fonte di finanziamento è spesso privilegiato per diversi motivi. Utilizzare i profitti interni per finanziare le attività dell'azienda può ridurre la dipendenza da fonti esterne di finanziamento come prestiti bancari o emissione di azioni, che potrebbero comportare interessi o diluizione della proprietà. Inoltre, l'autofinanziamento può essere più flessibile e meno rischioso in periodi di instabilità economica, poiché non comporta obblighi di rimborso o interessi. Questo approccio può contribuire a mantenere un maggiore controllo sull'azienda e a preservare la sua stabilità finanziaria nel lungo periodo.

4. *In che modo la struttura finanziaria dell'azienda incide sulla sua capacità di generare profitti?*

- Effetto leva finanziaria

- Leva positiva: L'uso del debito può amplificare i rendimenti degli azionisti se l'azienda è in grado di generare un ritorno sugli investimenti superiore al costo del debito. Questo accade perché l'interesse sul debito è fisso e deducibile fiscalmente, il che può migliorare la redditività netta.

- Leva negativa: Se il ritorno sugli investimenti è inferiore al costo del debito, l'effetto leva può ridurre i profitti netti e aumentare il rischio di insolvenza. Pertanto, un'eccessiva leva finanziaria può esporre l'azienda a rischi finanziari significativi, specialmente in periodi di volatilità economica.

- Costo del capitale

- **Minimizzazione del WACC:** Una struttura finanziaria ottimizzata riduce il Weighted Average Cost of Capital (WACC), migliorando il valore aziendale e la redditività. Un WACC più basso significa che l'azienda può accettare più progetti d'investimento con ritorni attesi superiori al costo del capitale.

- **Confronto tra debito e capitale proprio:** Il debito è generalmente più economico rispetto al capitale proprio a causa degli interessi deducibili fiscalmente. Tuttavia, un uso eccessivo del debito può portare a costi aggiuntivi sotto forma di premi per il rischio di default.

5. *Quali strategie vengono adottate per ottimizzare la struttura finanziaria?*

- **Bilanciamento tra debito e capitale proprio**

- **Valutazione del leverage:** Determinare il livello ottimale di leverage (rapporto tra debito e capitale proprio) che massimizza i ritorni agli azionisti senza esporre l'azienda a rischi finanziari eccessivi.

- **Uso strategico del debito:** Utilizzare il debito per finanziare progetti a lungo termine che generano ritorni superiori al costo del debito, sfruttando i benefici fiscali derivanti dagli interessi deducibili.

- **Strategie di capital allocation**

- **Valutazione degli investimenti:** Adottare rigorosi criteri di valutazione per assicurare che gli investimenti effettuati offrano ritorni superiori al costo del capitale.

- **Prioritizzazione dei progetti:** Focalizzarsi su progetti che supportano la strategia di crescita a lungo termine e che contribuiscono al miglioramento della redditività.

- **Governance finanziaria**

- **Comitato finanziario:** Stabilire un comitato finanziario che sovrintenda la gestione della struttura finanziaria, assicurando che le decisioni siano allineate con gli obiettivi strategici aziendali.

- **Politiche e controlli finanziari:** Implementare politiche finanziarie rigorose e controlli interni per garantire la trasparenza e la responsabilità nella gestione del capitale.

6. Qual è la relazione tra investimenti ESG e struttura finanziaria?

Questa relazione può essere spiegata attraverso :

- Costo del capitale
 - Riduzione del costo del debito: Le aziende con forti credenziali ESG spesso godono di un minor costo del debito, grazie alla percezione di un minor rischio associato alle loro operazioni. Le pratiche ESG possono migliorare i rating di credito, riducendo i tassi di interesse sui prestiti.
 - Attrazione di investitori: Gli investitori istituzionali e individuali stanno sempre più cercando di investire in aziende con solidi profili ESG, il che può aumentare la domanda di azioni di tali aziende e ridurre il costo del capitale proprio.
- Accesso al capitale
 - Accesso facilitato ai mercati di capitale: Le aziende ESG possono avere un accesso più facile ai mercati di capitale poiché i fondi di investimento e gli investitori socialmente responsabili tendono a privilegiare aziende con buoni profili ESG.
 - Opportunità di finanziamento specializzato: Le aziende con forti pratiche ESG possono accedere a fonti di finanziamento specializzate, come i green bond, che sono progettati per finanziare progetti sostenibili e ambientalmente responsabili.
- Gestione del rischio
 - Mitigazione dei rischi operativi e reputazionali: Le pratiche ESG aiutano a identificare e mitigare rischi ambientali, sociali e di governance, riducendo l'esposizione a scandali, multe e sanzioni, e potenziali perdite di reputazione.
 - Resilienza Economica: Le aziende con pratiche ESG solide tendono ad essere più resilienti alle crisi economiche, poiché sono meglio preparate ad affrontare cambiamenti normativi, pressioni sociali, e fluttuazioni di mercato.
- Reputazione e valore del marchio

- **Aumento del Valore del Marchio:** Le aziende che integrano con successo le pratiche ESG nella loro operatività possono migliorare la loro reputazione e il valore del marchio, attirando clienti fedeli e dipendenti di talento.
- **Vantaggio competitivo:** Le pratiche ESG possono fornire un vantaggio competitivo, differenziando l'azienda dai concorrenti e rendendola più attrattiva sul mercato.

7. *Come gestite i rischi finanziari in azienda?*

- **Strategie di mitigazione:**
 - **Diversificazione:** Diversificare le fonti di reddito e gli investimenti per ridurre l'esposizione a un singolo rischio o settore.
 - **Assicurazioni:** Utilizzare polizze assicurative per trasferire parte del rischio a terzi, coprendo rischi specifici come quelli legati a eventi catastrofici o interruzioni operative.
 - **Copertura (Hedging):** Implementare strumenti finanziari derivati come futures, opzioni e swap per coprire il rischio di tassi di interesse, valute e materie prime.
- **Gestione del rischio di liquidità:**
 - **Riserva di liquidità:** Mantenere una riserva di liquidità adeguata per coprire spese impreviste e sostenere operazioni quotidiane.
 - **Accesso al credito:** Stabilire linee di credito con istituzioni finanziarie per avere accesso rapido a fondi in caso di necessità.

C. Partecipante 3 : Il bancario

1. *Come possiamo definire la banca, quali sono le fonti principali di finanziamento che utilizzate e come vengono bilanciate tra debito e capitale proprio?*

Una banca è un'istituzione finanziaria che fornisce una varietà di servizi finanziari ai suoi clienti, tra cui la raccolta di depositi, l'erogazione di prestiti, la gestione di conti correnti e di risparmio, la fornitura di servizi di pagamento, e la consulenza finanziaria. Le banche svolgono un ruolo cruciale nell'economia fungendo da intermediari tra coloro che dispongono di capitali

(depositanti) e coloro che ne necessitano (mutuatari). Distinguiamo le banche di investimento, banche commerciali, banche centrali, banche cooperative e banche di credito, banche di risparmio e di mutuo soccorso.

Una banca utilizza principalmente come fonti di finanziamento, i depositi dei clienti (conti correnti e di risparmio, certificati di deposito), il debito (obbligazioni bancarie, prestiti interbancari), il capitale proprio (azioni ordinarie e privilegiate, utili non distribuiti), altre fonti (finanziamenti da banche centrali in situazione di stress finanziario).

Il bilanciamento è influenzato da diversi fattori, tra cui la regolamentazione (gli accordi di Basilea secondo i quali le banche devono rispettare i requisiti di capitale minimi stabiliti dagli accordi, che includono il mantenimento di un certo rapporto tra capitale proprio e attività ponderate per il rischio. Questo assicura che le banche abbiano un buffer adeguato per assorbire le perdite; I termini Tier 1 e Tier 2 capital indicano che il capitale è classificato in Tier 1 (core capital) e Tier 2 (supplementary capital). Il Tier 1 è costituito principalmente da capitale azionario e utili non distribuiti, mentre il Tier 2 include strumenti di debito subordinato e altre riserve.

3. Come la banca gestisce i rischi finanziari?

La gestione dei rischi finanziari è una funzione essenziale per le banche, poiché permette di garantire la stabilità finanziaria, proteggere il capitale e mantenere la fiducia degli investitori e dei clienti. Le banche si trovano a fronteggiare diversi tipi di rischi finanziari, tra cui il rischio di credito (rischio che un mutuatario non adempia ai suoi obblighi finanziari, causando perdite alla banca), il rischio di mercato (il rischio di mercato deriva dalle fluttuazioni nei prezzi di mercato, inclusi i tassi di interesse, i tassi di cambio e i prezzi delle azioni), il rischio di liquidità (rischio che una banca non sia in grado di adempiere ai suoi obblighi finanziari a breve termine) e il rischio operativo (include i rischi di perdite derivanti da processi interni inadeguati, errori umani, sistemi informatici difettosi, o eventi esterni imprevedibili).

I rischi sono gestiti diversamente :

- Il rischio di credito

- Valutazione del credito: le banche utilizzano sistemi avanzati di scoring del credito per valutare la solvibilità dei clienti prima di concedere prestiti;

- Diversificazione del portafoglio: le banche diversificano il portafoglio di prestiti per ridurre la concentrazione del rischio su specifici settori o gruppi di mutuatari.

- Il rischio del mercato

- Copertura dei rischi: le banche utilizzano strumenti derivati come futures, opzioni e swap per coprire l'esposizione ai movimenti sfavorevoli dei prezzi di mercato;

- Stress testing: le banche eseguono test di stress per valutare la resilienza dei loro portafogli a condizioni di mercato estreme e inattese.

- Il rischio di liquidità

- Gestione delle scadenze si riferisce alla possibilità che l'istituto finanziario non riesca a gestire efficacemente le scadenze dei suoi impegni finanziari, come prestiti, obbligazioni, depositi, o altre passività, in modo da mantenere una liquidità adeguata e rispettare gli obblighi contrattuali;

- Monitoring si riferisce al processo di osservazione, controllo e valutazione costante delle attività, delle performance o dei processi per garantire che si stiano svolgendo come previsto e per identificare eventuali deviazioni dai piani o dagli standard stabiliti;

- Reporting si riferisce alla raccolta, analisi e presentazione delle informazioni derivanti dal processo di monitoring. Il reporting consiste nel comunicare i risultati delle attività di monitoraggio ai vari stakeholder, che possono essere interni come la direzione aziendale o esterni come gli investitori, le autorità di regolamentazione o i clienti.

- Il rischio operativo

- Controlli interni e audit si riferiscono alla possibilità che i sistemi, le procedure e i processi utilizzati per monitorare e gestire le operazioni, le finanze e la conformità non siano sufficientemente efficaci, esponendo così la banca;

- Formazione del personale si riferisce alla possibilità che i programmi di formazione all'interno della banca non siano adeguati o efficaci nel preparare i dipendenti a svolgere le loro mansioni in modo ottimale;

- Automazione e sicurezza IT si riferiscono ai potenziali pericoli e vulnerabilità associati all'uso di tecnologie automatizzate e sistemi informatici per gestire le operazioni bancarie. Questo rischio comprende sia le minacce alla sicurezza delle informazioni e dei dati (cybersecurity) sia i rischi operativi legati all'adozione e gestione di processi automatizzati.

4. *Qual è il ruolo degli investimenti ESG nell'allocazione dei capitali e come influiscono sulla redditività complessiva della banca?*

Nell'allocazione dei capitali, gli investimenti ESG servono a :

- Valutare il rischio
 - Mitigazione del rischio: gli investimenti ESG aiutano a identificare e mitigare rischi non finanziari che potrebbero influenzare le performance aziendali, come i rischi legati al cambiamento climatico, le problematiche sociali, o le pratiche di governance inadeguate;
 - Analisi integrata: la considerazione dei fattori ESG è integrata nelle analisi di rischio delle banche, migliorando la comprensione dei rischi complessivi di un'azienda o di un progetto.
- Selezionare gli investimenti
 - Screening positivo: le banche adottano strategie di screening positivo, selezionando aziende che dimostrano buone pratiche ESG per l'inclusione nei portafogli di investimento;
 - Esclusione di settori controversi: le banche evitano investimenti in settori considerati ad alto rischio ESG, come quelli legati a combustibili fossili, armi, o pratiche di lavoro scorrette.
- Integrazione nella strategia di investimento:
 - Integrazione ESG nei processi di due diligence: le valutazioni ESG vengono integrate nei processi di due diligence per l'approvazione dei prestiti e degli investimenti;
 - Portafogli Tematici ESG: creano prodotti e portafogli di investimento tematici basati su criteri ESG, come fondi di energia rinnovabile o socialmente responsabili.

5. *Quali metriche o indicatori vengono utilizzati per valutare l'impatto degli investimenti ESG sulla struttura finanziaria e sulla performance della banca?*

Valutare l'impatto degli investimenti ESG sulla struttura finanziaria e sulla performance di una banca richiede l'uso di diverse metriche o indicatori che aiutano a monitorare e analizzare gli effetti dei criteri ESG.

- Performance finanziaria
 - Rendimento del capitale investito (ROIC) che misura il ritorno sugli investimenti effettuati in progetti o aziende con criteri ESG, confrontando il profitto netto con il capitale investito.
 - Rendimento degli attivi (ROA) che valuta quanto efficacemente la banca utilizza i suoi attivi per generare profitto, inclusi gli investimenti ESG.
 - Rendimento del capitale proprio (ROE) che analizza il ritorno sugli investimenti effettuati dagli azionisti, inclusi gli investimenti in iniziative ESG.
- Governance e compliance
 - Punteggi di governance: Monitorano i punteggi di governance delle aziende in cui la banca investe, inclusi la trasparenza, la qualità del consiglio di amministrazione e le pratiche di gestione.
 - Compliance normativa: Valuta il rispetto delle normative ESG e delle linee guida internazionali, come le direttive dell'Unione Europea o le normative locali.
- Reputazione e feedback degli stakeholder
 - Indici di reputazione: Misurano l'impatto degli investimenti ESG sulla reputazione della banca, attraverso sondaggi ai clienti e feedback degli stakeholder.
 - Rating di sostenibilità: Rileva i rating e le classificazioni di sostenibilità assegnati alla banca da agenzie di rating ESG, che riflettono la qualità e l'impatto degli investimenti ESG.

6. *In che modo la banca comunica con gli investitori e le parti interessate riguardo agli investimenti ESG e alla loro integrazione nella strategia finanziaria complessiva dell'impresa?*

La comunicazione con gli investitori e le parti interessate si effettua attraverso pubblicazioni, rapporti finanziari e discorsi ufficiali per illustrare come gli investimenti ESG siano integrati nella strategia finanziaria dell'istituzione e come contribuiscano agli obiettivi di stabilità finanziaria e sostenibilità a lungo termine.

7. Qual'è l'obiettivo principale della sua banca e in che modo gli investimenti ESG contribuiscono a raggiungerli?

L'obiettivo principale di una banca può variare a seconda della sua missione e visione specifiche, ma generalmente include elementi come:

- Sostenere la crescita economica: Contribuire allo sviluppo economico sostenibile attraverso prestiti e investimenti.
- Promuovere la responsabilità sociale e ambientale: Operare in modo etico e responsabile, contribuendo positivamente alla società e all'ambiente.
- Garantire la stabilità finanziaria: Mantenere una solida posizione patrimoniale e una gestione prudente del rischio.

8. Come vengono valutati e monitorati gli investimenti ESG in termini di rendimento finanziario, di impatto ambientale e sociale?

Le banche promuovono finanziamenti sostenibili, come prestiti a basso impatto ambientale e socialmente responsabili. Le banche sono trasparenti riguardo alle proprie pratiche ESG e forniscono report regolari sull'impatto ambientale e sociale delle proprie attività. Coinvolgono attivamente i dipendenti, i clienti e altre parti interessate nel processo decisionale. Forniscono il personale sulle tematiche relative alla sostenibilità e sensibilizzano i clienti sull'importanza di scelte finanziarie responsabili.

9. Quali sono le sfide che incontra la banca nell'integrare gli investimenti ESG nella sua struttura finanziaria e come vengono affrontate?

Integrare gli investimenti ESG (Environmental, Social, and Governance) nella struttura finanziaria di una banca presenta sia sfide che opportunità. La banca deve affrontare diverse complessità mentre cerca di allineare le sue operazioni e strategie con i principi ESG, ma queste sfide possono anche trasformarsi in opportunità per migliorare la performance e la reputazione della banca. La seguente panoramica presenta le principali sfide e strategie adottate per affrontarle:

- Definizione e misurazione degli standard ESG

- Sfida: La mancanza di standardizzazione e la varietà di criteri ESG possono rendere difficile la definizione e la misurazione uniforme degli investimenti ESG.

- Strategie per affrontare la sfida: La banca può adottare standard e framework riconosciuti a livello globale, come i Principi per l'Investimento Responsabile (PRI) o il Global Reporting Initiative (GRI), per guidare la valutazione e la misurazione degli investimenti ESG. Inoltre, collaborare con agenzie di rating ESG e consulenti esperti può aiutare a standardizzare le pratiche.

- Rischio di Greenwashing

- Sfida: Il rischio di greenwashing, ovvero l'accusa di promuovere pratiche ESG senza implementare cambiamenti sostanziali, può minare la credibilità della banca.

- Strategie per affrontare la sfida: La banca deve garantire trasparenza e autenticità nei suoi impegni ESG, comunicando chiaramente le iniziative e i risultati attraverso rapporti dettagliati e verificabili. L'audit esterno e la certificazione possono contribuire a garantire l'integrità delle pratiche ESG.

- Adattamento Normativo e Compliance

- Sfida: Le normative e le linee guida ESG sono in continua evoluzione e possono variare tra i diversi mercati.

- Strategie per affrontare la sfida: La banca deve rimanere aggiornata sulle normative ESG e adattare le sue politiche e procedure di conseguenza. Collaborare con esperti legali e partecipare a iniziative di settore può aiutare a garantire la conformità e prepararsi a eventuali cambiamenti normativi.

D. Partecipante 4 : Manager in fondi di investimento

1. Cosa si intende per fondo di investimento, quali sono le fonti principali di finanziamento utilizzate dal vostro fondo e come vengono bilanciate tra debito e capitale proprio?

Un fondo di investimento è un veicolo finanziario che raccoglie capitali da più investitori per acquistare un portafoglio diversificato di titoli come azioni, obbligazioni, o altri strumenti finanziari. I fondi di investimento sono gestiti da professionisti che prendono decisioni di investimento per conto degli investitori, con l'obiettivo di generare rendimenti in linea con gli obiettivi del fondo stesso.

Le fonti principali di finanziamento che utilizzano i fondi di investimento includono:

- Il capitale proprio (Equity): Questo include i contributi di capitale da parte degli investitori che acquistano quote del fondo.
- Debito: Questo può includere prestiti bancari, emissione di obbligazioni o altre forme di finanziamento a debito. Il debito deve essere rimborsato con gli interessi, ma può offrire vantaggi fiscali poiché gli interessi sul debito sono spesso deducibili dalle tasse.

Bilanciamento tra debito e capitale proprio:

Il bilanciamento tra debito e capitale proprio, noto anche come la struttura del capitale, è fondamentale per la gestione del rischio e l'ottimizzazione dei rendimenti.

- Valutazione del rischio: Un maggiore utilizzo del debito può aumentare il rischio finanziario a causa dell'obbligo di rimborsare i prestiti indipendentemente dalla performance del fondo. Tuttavia, può anche aumentare il potenziale di rendimento per gli azionisti se il fondo ottiene rendimenti superiori al costo del debito. Il fondo deve valutare il livello di rischio che è disposto a sopportare.
- Costo del Capitale: Il costo del capitale proprio è solitamente più alto rispetto al costo del debito a causa del rischio maggiore per gli investitori di capitale proprio. Tuttavia, un'eccessiva dipendenza dal debito può portare a costi di servizio del debito elevati e potenziali difficoltà finanziarie. La struttura del capitale ottimale minimizza il costo complessivo del capitale.

2. Come gestite i rischi finanziari nel vostro fondo di investimento?

- **Diversificazione:** Una delle strategie fondamentali per ridurre il rischio è diversificare gli investimenti in diverse classi di asset, settori, aree geografiche e strumenti finanziari. La diversificazione aiuta a mitigare il rischio specifico legato a un singolo investimento o settore.
- **Strumenti derivati:** Utilizzo di derivati come opzioni, futures e swap per coprire i rischi associati a movimenti avversi dei prezzi degli asset, dei tassi di interesse e dei cambi valutari.
- **Assicurazione del rischio:** In alcuni casi, il fondo potrebbe utilizzare prodotti assicurativi per proteggersi da specifici rischi, come i rischi di credito o i rischi operativi.
- **Riserve di liquidità:** Mantenimento di una riserva di liquidità adeguata per far fronte a richieste di rimborso improvvise da parte degli investitori e per sfruttare opportunità di investimento non previste.
- **Gestione del flusso di cassa:** Pianificazione attenta dei flussi di cassa per garantire che il fondo possa soddisfare i suoi obblighi finanziari senza dover vendere asset a prezzi sfavorevoli.

3. Qual è il l'impatto degli investimenti ESG nell'allocazione dei capitali del vostro fondo di investimento?

- **Fiducia degli investitori:** Gli investimenti ESG attraggono un crescente numero di investitori istituzionali e individuali che sono sensibili ai temi della sostenibilità. Questo può aumentare l'afflusso di capitali verso il fondo, migliorando la sua liquidità e capacità di investimento.
- **Sviluppo di prodotti innovativi:** I fondi ESG possono sviluppare nuovi prodotti finanziari che rispondono alle esigenze di sostenibilità, aprendo nuovi mercati e flussi di entrate.
- **Vantaggio reputazionale:** L'adozione di criteri ESG può migliorare la reputazione del fondo, aumentando la fiducia e la fedeltà degli investitori e degli altri stakeholder. Una buona reputazione può attrarre nuovi investitori e partner commerciali.

- Espansione in settori emergenti: Gli investimenti ESG permettono di espandere il portafoglio in settori emergenti, come le energie pulite e le tecnologie innovative, che offrono opportunità di crescita a lungo termine.

- Riduzione del rischio: Gli investimenti ESG tendono a essere associati a un rischio minore.

4. Quali metriche o indicatori vengono utilizzati per valutare l'impatto degli investimenti ESG sulla struttura finanziaria e sulla performance del fondo?

- Miglioramento del punteggio ESG complessivo assegnato da agenzie come MSCI, Sustainalytics.

- Aumento della trasparenza e frequenza dei report.

- Impronta di carbonio: Misura le emissioni di CO2 associate agli investimenti del fondo. Una ridotta impronta di carbonio è indicativa di un impegno verso la sostenibilità ambientale.

- Tracking error : Valuta la deviazione della performance del fondo rispetto al suo benchmark. Un fondo ESG può mostrare un tracking error diverso rispetto ai fondi tradizionali.

5. In che modo il fondo comunica con gli investitori e le parti interessate riguardo agli investimenti ESG?

Per comunicare con gli investitori e le parti interessate riguardo agli investimenti ESG, pubblichiamo report di sostenibilità, partecipiamo a conferenze ESG e coinvolgiamo attivamente gli investitori nelle decisioni di investimento sostenibile. Comuniciamo in modo trasparente sull'integrazione degli investimenti ESG nella strategia finanziaria complessiva che aiuta a costruire fiducia e a dimostrare impegno verso la sostenibilità.

6. Qual è l'obiettivo principale del fondo e in che modo gli investimenti ESG contribuiscono a raggiungerli?

L'obiettivo principale di un fondo di investimento è di generare rendimenti positivi per gli investitori, compatibilmente con il livello di rischio accettato e la strategia di investimento dichiarata del fondo.

- Allineamento con obiettivi di lungo termine:
 - Sostenibilità a lungo termine: Gli investimenti ESG incoraggiano pratiche aziendali che sostengono la crescita a lungo termine, allineandosi con gli obiettivi del fondo di creare valore duraturo.
 - Innovazione: Le aziende che abbracciano i principi ESG sono spesso leader nell'innovazione, creando nuove opportunità di crescita.
- Attrazione di investitori:
 - Crescente interesse degli investitori: Gli investimenti ESG attraggono investitori che sono sempre più interessati a strategie di investimento responsabili e sostenibili.
 - Fidelizzazione degli investitori: Un focus ESG può aumentare la fiducia e la lealtà degli investitori, contribuendo a un flusso di capitale stabile.
- Impatto positivo e responsabilità sociale
 - Contributo alla società: Gli investimenti ESG consentono ai fondi di contribuire positivamente alla società e all'ambiente, il che può essere un valore aggiunto per gli investitori interessati all'impatto sociale delle loro scelte finanziarie.

7. Quali sono le sfide che il fondo di investimento ha riscontrato nell'integrare gli investimenti ESG e come vengono affrontate?

- Valutazione e Misurazione ESG

Sfida:

La mancanza di standardizzazione nelle metriche ESG rende difficile valutare e confrontare le performance ESG tra diverse aziende. Gli indici e le metriche ESG non sono uniformi, e i dati forniti dalle aziende possono essere incompleti o non verificabili.

Soluzioni:

- Sviluppo di Framework Interni: Creare linee guida e framework interni per valutare le metriche ESG in modo coerente. Questo include l'adozione di metodologie proprie per analizzare i dati ESG.
 - Collaborazione con Agenzie di Rating: Lavorare con agenzie di rating ESG per ottenere dati e analisi più affidabili. Utilizzare diverse fonti di dati per migliorare la valutazione complessiva.
 - Formazione del Personale: Investire nella formazione del team per migliorare le competenze nella valutazione degli aspetti ESG e nell'uso di strumenti di analisi avanzati.
- Costi di Implementazione

Sfida:

Integrare strategie ESG può comportare costi iniziali elevati, come la necessità di acquistare dati ESG, formare il personale, e implementare nuove tecnologie o processi di reporting.

Soluzioni:

- Ottimizzazione delle Risorse: Identificare le aree chiave dove l'adozione di pratiche ESG avrà il massimo impatto e concentrare gli investimenti su queste.
 - Collaborazioni e Partnership: Collaborare con altre organizzazioni e fondi per condividere risorse e conoscenze, riducendo i costi individuali.
- Resistenza al Cambiamento

Sfida:

Gli stakeholder interni ed esterni potrebbero essere resistenti ai cambiamenti nelle strategie di investimento tradizionali. Questo problema può riguardare il management, gli investitori, o anche le aziende target.

Soluzioni:

- Coinvolgimento degli stakeholder: Coinvolgere gli stakeholder chiave fin dall'inizio del processo di integrazione ESG, attraverso comunicazioni trasparenti e workshop.

- **Dimostrazione del Valore:** Fornire esempi concreti e dati di performance che dimostrano i benefici degli investimenti ESG, sia in termini di riduzione del rischio che di potenziali rendimenti,

In sintesi, l'integrazione degli investimenti ESG di un fondo comporta diverse sfide, ma attraverso una combinazione di strategie innovative, coinvolgimento degli stakeholder, è possibile superare queste difficoltà e trarre vantaggio dai benefici a lungo termine offerti dagli investimenti sostenibili.

E. Partecipante 5: ESG Manager

1- Come possiamo definire un Manager ESG e quali sono le sue principali funzioni?

Un ESG Manager è un professionista responsabile della gestione e dell'implementazione delle strategie legate ai criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) all'interno di un'organizzazione.

Principali funzioni del Manager ESG:

- Sviluppo di strategie ESG
 - **Analisi dei rischi e delle opportunità:** Identificare i rischi e le opportunità ESG rilevanti per l'azienda e sviluppare strategie per gestirli.
 - **Definizione degli obiettivi:** Stabilire obiettivi e target ESG a breve e lungo termine in linea con la missione e i valori dell'azienda.
 - **Integrazione con la strategia aziendale:** Assicurarsi che le strategie ESG siano integrate nella strategia aziendale complessiva e nei processi decisionali.
- Implementazione delle politiche ESG
 - **Sviluppo di politiche:** Creare politiche ESG interne per guidare le pratiche aziendali in settori come la sostenibilità ambientale, la responsabilità sociale e la governance etica.
 - **Formazione e Sensibilizzazione:** Educare i dipendenti e gli stakeholder sull'importanza delle pratiche ESG e su come possono contribuire agli obiettivi aziendali.

- Monitoraggio e Reporting

- Raccolta e analisi dei dati: Monitorare le performance ESG attraverso la raccolta di dati e la valutazione degli indicatori chiave di performance (KPI).
- Reporting ESG: Preparare rapporti dettagliati sulle performance ESG per gli stakeholder interni ed esterni, spesso utilizzando standard di reporting come GRI (Global Reporting Initiative) o SASB (Sustainability Accounting Standards Board).

2- *Come gestisce i rischi finanziari essendo Manager ESG?*

- Identificazione dei rischi ESG

- Analisi dei rischi ambientali: Valutare i rischi legati al cambiamento climatico, come l'aumento dei costi energetici, l'impatto ambientale delle operazioni e le nuove normative ambientali. Esempi di rischi ambientali includono disastri naturali, scarsità di risorse e inquinamento.
- Valutazione dei rischi sociali: Analizzare i rischi associati ai diritti dei lavoratori, alle condizioni di lavoro, alla diversità e inclusione, e al rispetto dei diritti umani nella catena di fornitura.
- Esame dei rischi di governance: Valutare i rischi legati alla trasparenza, all'etica aziendale, alla conformità normativa e alla struttura di governance interna.

- Valutazione dell'impatto finanziario

- Sviluppo di Strategie di Mitigazione

- Politiche di sostenibilità: Implementare politiche e pratiche sostenibili per ridurre l'impatto ambientale e migliorare le performance sociali e di governance.
- Investimenti in tecnologia verde: Investire in tecnologie e processi efficienti dal punto di vista energetico per ridurre i rischi associati ai cambiamenti climatici e alle regolamentazioni ambientali.
- Engagement degli stakeholder: Collaborare con gli stakeholder per sviluppare iniziative che affrontino i rischi sociali e promuovano la responsabilità sociale d'impresa.

3- *Come vengono valutati e misurati i ritorni sull'investimento per le iniziative ESG ?*

- Indicatori Chiave di Performance (KPI) Finanziari

- **Riduzione dei costi operativi:** Misurare i risparmi sui costi derivanti dall'efficienza energetica, dalla riduzione dei rifiuti e da processi produttivi più sostenibili. Questi risparmi possono tradursi in un miglioramento diretto del margine di profitto.

- **Incremento delle entrate:** Analizzare l'incremento delle vendite di prodotti e servizi sostenibili, e l'accesso a nuovi mercati grazie alle iniziative ESG.

- **Valutazione degli investimenti:** Monitorare il rendimento degli investimenti in tecnologie verdi e infrastrutture sostenibili, valutando il tempo di recupero e i ritorni a lungo termine.

- KPI Non Finanziari

- **Reputazione e Brand Value:** Misurare l'impatto delle iniziative ESG sulla reputazione aziendale attraverso sondaggi sulla percezione del brand, analisi dei media e valutazioni di terze parti.

- **Fidelizzazione e Soddisfazione dei Clienti:** Valutare i miglioramenti nella fidelizzazione dei clienti e nella loro soddisfazione, che possono essere influenzati positivamente dalle pratiche sostenibili.

- **Coinvolgimento e retention dei dipendenti:** Monitorare il tasso di turnover dei dipendenti, l'engagement e la soddisfazione lavorativa, poiché una forte performance ESG può attrarre e trattenere talenti.

- **Contributo alla comunità e all'ambiente:** Valutare l'impatto delle iniziative sociali e ambientali, come i progetti di responsabilità sociale d'impresa, attraverso metriche di impatto sociale e ambientale.

- Analisi Comparativa e Benchmarking

- **Benchmark del settore:** Confrontare le performance ESG dell'azienda con quelle dei concorrenti e con gli standard del settore per identificare aree di miglioramento e vantaggi competitivi.

- **Valutazioni ESG:** Utilizzare rating e valutazioni ESG fornite da agenzie di rating esterne per posizionare l'azienda rispetto ai concorrenti e misurare il progresso nel tempo.

4- *Quali sono le impatti finanziari diretti e indiretti degli investimenti ESG sull'azienda ?*

Impatti finanziari diretti:

- Riduzione dei costi operativi
- Aumento delle entrate
- Riduzione del costo del capitale

Impatti finanziari indiretti:

- Sviluppo di nuovi prodotti
- Vantaggio competitivo
- Miglioramento delle relazioni con gli investitori
- Engagement della comunità: Una forte performance ESG può migliorare le relazioni con le comunità locali e gli stakeholder, riducendo i conflitti e migliorando l'accettazione sociale.

5- *Qual è l'effetto degli investimenti ESG sul costo del capitale e sull'attrattiva per gli investitori?*

- Riduzione del rischio e costo del debito
- Rating di credito migliorato: Le aziende con buone pratiche ESG spesso godono di una migliore reputazione creditizia.
- Minor rischio di compliance e normativo: Le aziende che adottano pratiche ESG solide sono meno esposte a rischi legati a sanzioni normative e contenziosi
- Impatto sul costo del capitale proprio
- Volatilità ridotta: Gli investimenti ESG possono ridurre la volatilità dei flussi di cassa e del prezzo delle azioni.
- Premio ESG: In alcuni casi, gli investitori sono disposti a pagare un premio per le

aziende con solide credenziali ESG, considerando che tali aziende sono meglio preparate per affrontare i rischi a lungo termine e quindi rappresentano investimenti più sicuri.

6- Come vengono integrati i criteri ESG nella valutazione delle performance finanziarie dell'azienda?

- Integrazione nei processi di pianificazione e budgeting
 - Allocazione delle risorse: Le aziende integrano gli obiettivi ESG nei loro processi di pianificazione strategica e budgeting, destinando risorse a progetti e iniziative che promuovono la sostenibilità e l'innovazione responsabile.
 - Obiettivi e KPI ESG: Definizione di obiettivi specifici e KPI (Indicatori Chiave di Performance) relativi agli aspetti ESG da monitorare e riportare insieme ai KPI finanziari tradizionali.
- Valutazione degli investimenti e dei progetti
 - Due diligence ESG: Valutazione di nuovi investimenti e progetti attraverso una lente ESG, considerando impatti ambientali, sociali e di governance nelle decisioni di investimento.
 - Analisi del ciclo di vita: Considerazione degli impatti ESG durante l'intero ciclo di vita dei prodotti, dalla progettazione e produzione allo smaltimento, per determinare la sostenibilità complessiva.

IV. Elementi principali emersi dalle interviste

L'integrazione dei criteri ESG nella valutazione delle performance finanziarie dell'azienda richiede un approccio olistico che consideri i rischi e le opportunità legate alla sostenibilità. Le aziende che adottano questa integrazione possono beneficiare di una maggiore resilienza, attrattiva per gli investitori, e capacità di generare valore a lungo termine. Queste pratiche non solo migliorano la sostenibilità aziendale, ma promuovono anche una cultura aziendale orientata alla responsabilità sociale e ambientale.

Questo capitolo ci ha consentito di confermare grazie al contributo dei professionisti, gli argomenti che abbiamo affermato nei capitoli precedenti secondo cui le aziende con pratiche

ESG tendono a ridurre il costo del capitale, sono attrattive per gli investitori, hanno una reputazione eccellente che consente loro di accedere più facilmente al finanziamento.

In fine, notiamo anche che il modo di finanziare le proprie attività, di gestire i diversi rischi finanziari, di integrare e valutare il contributo degli investimenti ESG varia a seconda del settore di attività; per esempio, una banca può finanziare le sue attività con i depositi dei clienti mentre un'azienda potrebbe preferire l'autofinanziamento; Mentre la banca valuterà la solvibilità dei clienti prima di concedere prestiti, l'azienda diversificherà le sue fonti di finanziamento e i suoi investimenti per ridurre i rischi finanziari.

Molti menzionano la necessità di bilanciare il debito e il capitale proprio per minimizzare il costo medio ponderato del capitale (WACC) e massimizzare il valore dell'impresa, sembra coerente con la teoria dei tradizionalisti (Graham, Dodd e Gutmann, 1934) secondo cui un valore soglia può essere identificato dal rapporto tra debito e capitale proprio che massimizza il valore dell'impresa e minimizza il costo medio ponderato del capitale. L'analista finanziario sostiene che l'età e la dimensione dell'impresa influenzano le sue scelte di finanziamento, sembra coerente con lo studio di Rajan e Zingales del 1995 secondo cui esiste una relazione positiva e significativa tra la dimensione dell'azienda e il livello del debito e questo significa che il livello del debito aumenta con l'aumentare della dimensione dell'azienda. In termini di età, le aziende più anziane utilizzano meno il debito poiché si suppone che abbiano accumulato una quantità significativa di capitale proprio attraverso l'autofinanziamento durante la loro esistenza. L'impresa intervistata dichiara di preferire l'autofinanziamento, sembra coerente con la teoria del pecking order.

Molti sostengono che utilizzare debito rispetto ad equity migliora la redditività netta e quindi aumenta il valore complessivo dell'impresa grazie al vantaggio fiscale di cui l'impresa può godere poiché che il debito tende ad avere un costo più basso rispetto al capitale proprio a causa della deducibilità degli oneri fiscali, il che aumenterebbe quindi il valore dell'impresa. Tuttavia un uso eccessivo del debito aumenterebbe il rischio di default dell'impresa, sembra coerente con la teoria di Modigliani e Miller in presenza di imposte e la teoria del Trade-off Theory. Alcuni sottolineano l'argomento fondamentale secondo cui il ritorno su investimento deve essere superiore al costo del capitale di terzi ($ROI > ROD$) per garantire il profitto agli azionisti e una redditività adeguata dell'azienda.

L'economista afferma che le aziende con redditi stabili e prevedibili possono permettersi una maggiore leva finanziaria rispetto a quelle con redditi volatili, sembra coerente con

l'argomento di Mazur (2007) secondo cui il potenziale rischio di default legato all'elevata volatilità dei redditi spinge i manager ad evitare livelli di debito eccessivi. Inoltre, il manager in fondi di investimento afferma che per fronteggiare questo rischio di default legato alla volatilità dei redditi, occorre mantenere una riserva di liquidità adeguata per sfruttare opportunità di investimento non previste e per far fronte a richieste di rimborso improvvise da parte degli investitori, sembra coerente con l'argomento secondo cui, le aziende con un'elevata volatilità degli utili cercano di accumulare liquidità durante gli anni giusti per evitare di sottoinvestire in seguito..

Molti menzionano l'effetto positivo dell'adozione dei criteri ESG sul costo del capitale, sembra in linea con i lavori da una parte di Crifo & Forget (2015); Dhaliwal, Borghesi, Houston e Naranjo (2014); Dhaliwal, Li, Tsang e Yang (2011); Reverte (2012); El Ghouli, Guedhami, Kwok, & Mishra (2011) che dimostravano che un aumento delle azioni socialmente responsabili implica una diminuzione del costo del capitale proprio, d'altra parte Cooper & Uzur (2015) dimostravano che il miglioramento delle attività di CSR è vantaggioso per l'impresa, poiché riduce il costo del debito.

Molti evidenziano l'opportunità di classificare le aziende in base al loro grado di impegno per lo sviluppo sostenibile. Questi ranking permettono di identificare le imprese più affidabili, attraenti per gli investitori, che saranno quindi in grado di contrarre più facilmente debiti con le banche che potranno valutare più facilmente la loro solvibilità. tale affermazione è coerente con il lavoro di Zeidan et al. (2015).

Conclusioni

In questa tesi, ci siamo proposti di analizzare la struttura finanziaria, la redditività dell'impresa e il contributo degli investimenti ESG. A tale fine è stato analizzato ed interpretato il risultato del calcolo degli indici di redditività attraverso l'utilizzo dello stato patrimoniale e del conto economico di un'azienda anonima di cui abbiamo anche verificato i diversi equilibri (economico, finanziario e patrimoniale). Dal punto di vista della ricerca sul campo, è stata effettuata un'analisi qualitativa basata sulle interviste semi-strutturate con professionisti esperti in ambito finanziario e degli investimenti, per verificare se le teorie che abbiamo analizzato nell'ambito dello studio della letteratura si applicano sul campo.

Alla luce dei risultati ottenuti, possiamo affermare che un'azienda che si finanzia attraverso le fonti interne ed esterne, bilanciando nel migliore modo possibile capitale proprio e capitale di terzi, integrando gli investimenti ESG nelle sue attività, aumenterà considerevolmente la sua redditività e raggiungerà quindi più velocemente e facilmente il suo obiettivo di creazione di valore. Questo risultato è coerente con l'aspettativa inizialmente espressa nell'elaborato, secondo la quale utilizzare i debiti rispetto ad equity migliora la redditività netta, e quindi aumenta il valore complessivo dell'impresa, ma un debito elevato aumenta il rischio di default dell'azienda che condurrebbe ad uno squilibrio patrimoniale e quindi ad un'azienda non redditizia. Tale rischio risulta però mitigato (e l'azienda viene quindi percepita come meno rischiosa dai finanziatori) quando si adottino criteri ESG.

Il presente studio integra la letteratura già esistente riguardante la struttura finanziaria, la redditività dell'azienda e la relazione tra investimenti ESG e struttura finanziaria.

Sulla base di questo studio, si può capire di meglio il ruolo giocato dalla struttura finanziaria sulla sua redditività, poi attraverso gli indici di redditività il modo migliore per valutare la salute economica e finanziaria dell'azienda e infine la relazione tra investimenti ESG e struttura finanziaria fornendo indicazioni utili ai dirigenti per agire in modo efficace ed efficiente permettendo all'azienda di generare il profitto e di crescere.

Il contributo degli esperti intervistati permette così di confermare che, per massimizzare il suo valore, l'impresa deve trovare un equilibrio tra costo del capitale proprio e costo del debito che consentirà essa di minimizzare il costo medio ponderato del capitale.

Per finanziare le sue attività, l'azienda potrebbe privilegiare l'autofinanziamento, che garantirebbe essa una migliore flessibilità evitandole di pagare costi aggiuntivi, le consentirebbe di superare eventuali crisi e rischi e di essere stabile nel lungo termine; inoltre, l'azienda potrebbe utilizzare il debito per finanziare i progetti a lungo termine che generano ritorni su investimenti superiori al costo del debito sfruttando così dell'effetto leva e della deducibilità fiscale degli oneri finanziari; o infine privilegiare la nuova equity per rafforzare la struttura patrimoniale. Pertanto molti fattori, come la dimensione dell'azienda, la situazione politica e fiscale del paese, le crisi economiche, le pandemie, il costo del capitale e i rischi finanziari possono influenzare la scelta del finanziamento dell'azienda.

Per far fronte a tali rischi le imprese e istituzioni utilizzano diversi metodi a seconda della tipologia di rischio, ad esempio la diversificazione degli investimenti per il rischio di credito, l'utilizzo di strumenti derivati per il rischio di mercato, la costituzione di linee di credito con istituti finanziari per il rischio di liquidità, la formazione del personale per il rischio operativo.

Inoltre, le aziende e le istituzioni finanziarie nella ricerca del profitto dovrebbero limitare gli effetti nefasti delle loro attività ed avere un impatto positivo sulla società e sull'ambiente. Per fare ciò, possono integrare investimenti coerenti con i criteri ESG nei loro asset che consentono loro di trasmettere un segnale di stabilità, migliorare la propria reputazione, accedere più facilmente ai mercati dei capitali, attirando così numerosi investitori e riducendo il costo del capitale, massimizzando al tempo stesso il proprio valore. Infine questi investimenti permettono loro di ridurre considerevolmente la volatilità dei flussi di cassa e del prezzo delle azioni riducendo così il loro rischio di default.

Tuttavia, è importante tenere presente che questo lavoro si è concentrato esclusivamente sulla struttura finanziaria, la redditività dell'azienda e il contributo degli investimenti nell'allocazione delle risorse e la generazione del profitto. Una volta messi a fuoco anche altri fattori quali le strategie di prezzo, il posizionamento sul mercato, l'innovazione, la ricerca e lo sviluppo, che possono influenzare la redditività dell'azienda il quadro risulterebbe certamente più completo.

Una raccomandazione per ulteriori ricerche future potrebbe essere quella di realizzare uno studio simile per integrare nella valutazione anche l'eventuale impatto di quei fattori sulla redditività e la creazione di valore di un'azienda.

Bibliografia

Achy, Lahcen, Rigar, & Sidi, M. (2008). Déterminants de la structure financière des entreprises manufacturières au Maroc.

Anis, & Utama. (2016). The effect of conditional conservatism on cost of debt and mediation role of CSR disclosure: Empirical evidences from IDX 1. *International Journal of Sustainable Development*, p. 19–34.

Armitage, S., & Marston, C. (2007). *Corporate Disclosure and the Cost of Capital : the views of Finance Directors*. London: the views of Finance Directors.

Attig, N., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2013). Corporate Social Responsibility and Credit Ratings. *Journal of Business Ethics*, 679–694.

Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timinig and Capital Structure. *Journal of finance*, 1-32.

Barreau, J., & Delahaye, J. (2003). *Gestion financière DECF 4*. Manuel et Applications.

Barreau, J., Delahaye, J., & Delahaye, F. (2005). *Gestion Financière*. DUNOD.

Birindelli, G., Ferretti, P., Intonti, M., & Iannuzzi, A. (2015). On the drivers of corporate social responsibility in banks : evidence from an ethical rating model. *Journal of Management and Governance*, 19, 303–340.

Borghesi, R., Houston, J. F., & Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*, 26, 164–181.

Botosan, C. (2006). Disclosure and the cost of capital : what do we know ? . *Accounting and Business Research*, 36, 31–40.

Boyko, K., & Derun, I. (2016). Disclosure of non-financial information in corporate social reporting as a strategy for improving management effectiveness. *Journal of International Studies*, 9(3), 159–177.

Cellier, A., & Chollet, P. (2016). The effects of social ratings on firm value. *Research in International Business and Finance*, 36, 656–683.

Chen, H., Kacperczyk, M., & Ortiz-Molina, H. (2012). Chen, H. J., Kacperczyk, M., & Ortiz-Molina, H. (2012). Do nonfinancial stakeholders affect the pricing of risky debt? Evidence from unionized workers. *Review of Finance* 16(2),, 347–383.

Cohen, L., Holder-Webb, L. Nath , & D. Wood. (2012). Corporate reporting of nonfinancial leading indicators of economic performance and sustainability. *Accounting Horizons*, 26(1), 65–90.

Cooper, E., & Uzun, H. (2015). Cooper, E. W., & Uzur, H. (2015). Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt. *Journal of Accounting and Finance*, 15(8), 11–30.

Crifo, P., & Forget, V. (2015). The Economics of Corporate Social Responsibility: a firm-level perspective survey. *Journal of Economic Surveys*, 29, 112–130.

Di Gaetano, E. (2020). *The Issue of capital structure : A cpmparison between research and practice*. Ancona.

Dhaliwal, Li, O., Tsang, A., & Yang, Y. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100.

El Ghouli, S., Guedhami, O., Mishra, D., & Kwok, C. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406.

Fakhfakh, H., Ben Jedidia, L., & Ben Atitallah, R. (2017). La structure de gouvernance et les politiques de financement : le cas des pays émergents. *Revue Gouvernance / Governance Review* .

Faye , B. A., & Sene, D. (2020). *Impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise:Le cas SAiDAL*.

Ferris, S., Javakhadze, D., & Rajkovic, T. (2017). The international effect of managerial social capital on the cost of equity R. *Journal of Banking and Finance*, 74, 69–84.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010.

Fiandrino, S., Cantino, V., & Devalle, A. (2017). ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays. *International Journal of Business and Social Science*, 126.

Freeman, R., S. Harrison, J., Wicks, A., Parmar, B., & Colle, S. (2010). Stakeholder Theory. *The state of the art*.

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance : aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.

Ge, W., & Lui, M. (2015). Corporate Social Responsibility and the Cost of Corporate Bonds Corporate Social Responsibility and the Cost of Corporate Bonds. *Journal of Accounting and Public Policy*, 597–624.

Ginlinger. (s.d.). *Gestion financière de l'entreprise*. France: DALLOZ.

Goss, A., & Roberts, G. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1794–1810.

Harrison, J., & Wicks, A. (2013). Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97–124.

Hoepner, A., Oikonomou, I., Scholtens, L., & Schröder, M. (2016). The Effects of Corporate and Country Sustainability Characteristics on The Cost of Debt : An International Investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1–2), 158–190.

Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001/3). Le choix dette-fonds propres. *Journal d'analyse financière et quantitative*, 1-24.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3.

Joseph Engelberg, Gao, P., & Parsons, C. (2012). Friends with money. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 169–188

Kiron, D., Kruschwitz, N., Haanaes, K., Reeves, M., & Goh, E. (2013). The Innovation Bottom Line.

Korajczyk, R., & Levy, A. (2003). Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 75.

Lanzalonga, F. (2023). *Introduzione ai principi contabili*. Alessandria.

Leland, H., & Pyle, D. (1977). Informational asymmetric financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance*, n. 2,.

Lemmon, M., & Zender, J. (2003). Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1161-1187.

Maniora, J. (2017). Is Integrated Reporting Really the Superior Mechanism for the Integration of Ethics into the Core Business Model? *An Empirical Analysis*, 755–786.

Matthiesen, M.-L., & Salzmann, A. (2015). Corporate Social Responsibility and Firms' Cost of Capital: Does Culture Matter?

Mazur, K. (2007). Les déterminants du choix de la structure du capital : données des entreprises polonaises. *International Advances in Economic Research*, 495-514.

Menz, K.-M. (2010). Corporate social responsibility: Is it rewarded by the corporate bond market? A critical note. *Journal of Business Ethics*, 96(1), 117–134.

Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management and Governance*, 16(3), 477–509.

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, vol. 48, 261-297.

Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53.

Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investments Decisions When Firms Have Informations Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13.

Nandy, M., & Lodh, S. (2012). Do banks value the eco-friendliness of firms in their corporate lending decision? Some empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 83–93.

Ng, A., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128–149.

PriceWaterhouseCooper. (2014). *Sustainability goes mainstream - Insights into investor views*. Retrieved from http://www.pwc.com/en_US/us/pwc-investor-resource-institute/publications/assets/pwc-sustainability-goesmainstream-investor-views.pdf

Rajan, L., & Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, n. 50, 1421-1460,.

Revelli, C., & Viviani, J.-L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis. <https://doi.org/10.1111/beer.12076>. *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158–185.

Reverte, C. (2012). The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital. <https://doi.org/10.1002/csr.273>. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 272(19), 253–272.

Ross, S. (1977). The determination of Financial structure. The incentive signalling approach. *Bell Journal of Economics*, n. 1.

Sharfama, M., & Fernando, C. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 51(2), 315–334.

Warner, J. (1977). Bankruptcy costs: some evidence, in *Journal of Finance*. *Journal of Finance*.

Zeidan, R., Boechat, C., & Fleury, A. (2015). Developing a Sustainability Credit Score System. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 283–296.