

L'impatto della struttura finanziaria su crescita e redditività delle imprese

*Cattedra AIDAF-EY di Strategia delle Aziende Familiari
in memoria di Alberto Falck, Università Bocconi*

Premessa

L'Osservatorio AUB, promosso da AIDAF (Associazione Italiana delle Aziende Familiari), dalla Cattedra AIDAF-EY di Strategia delle Aziende Familiari (Università Bocconi), dal gruppo UniCredit e Cordusio, con il supporto di Borsa Italiana, Fondazione Angelini e Camera di Commercio di Milano, Lodi e MonzaBrianza monitora tutte le aziende italiane che superano la soglia di fatturato dei 20 milioni di euro.¹

Nell'ambito dell'Osservatorio, con il contributo di FSI, è stata promossa la presente ricerca con l'obiettivo di comprendere se la struttura finanziaria abbia un impatto sulle performance di medio-lungo periodo (in termini di crescita e redditività) realizzate dalle imprese italiane.

La domanda di ricerca

La struttura finanziaria delle imprese rappresenta da tempo uno dei temi centrali nel dibattito sul tessuto imprenditoriale del nostro Paese e non solo. Semplificando, le imprese possono finanziare le proprie attività utilizzando capitale di rischio (equity) oppure facendo ricorso a capitale di debito. Quali fattori determinano la scelta delle fonti di finanziamento? E quali sono le conseguenze della struttura finanziaria sulla redditività delle imprese e sulla loro capacità di crescere?

Attorno a queste domande si snoda un ampio filone di ricerca sviluppatosi a partire dal lavoro di Modigliani e Miller (1958). Partendo da una serie di ipotesi (tra cui un mercato dei capitali perfetto, l'assenza di imposizione sugli utili, l'assenza di costi di transazione, di agenzia e di liquidazione in caso di fallimento) gli autori dimostrano che il valore complessivo dell'azienda, così come anche il costo medio del capitale, non dipendono dalla composizione delle fonti di finanziamento. Questo contributo ha gettato le basi per studi successivi che allentano le assunzioni di Modigliani e Miller e ne modificano il framework teorico. La "tradeoff theory" (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

¹ L'Osservatorio utilizza come fonte primaria AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane), procedendo poi ad eliminare duplicazioni nei dati per tenere conto dei gruppi di imprese, eliminando le aziende controllate nel caso di gruppi monobusiness e le società capogruppo (spesso holding finanziarie) nel caso di gruppi multibusiness.

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. La teoria “pecking order” (Myers e Majluf 1984) ha invece messo in luce una sequenzialità nell'utilizzo delle fonti di finanziamento in base alla loro esposizione ai problemi di asimmetria informativa. Tale modello suggerisce che gli investimenti dovrebbero essere finanziati usando prima mezzi propri interni all'azienda, poi debito ed infine nuovo equity. Da ultimo, un importante contributo viene dalla teoria dell'agenzia (Jensen 1986) che suggerisce come il debito possa creare un meccanismo automatico di utilizzo dei flussi di cassa utile per prevenire o risolvere problemi di “empire building” o “overinvestment” attraverso i quali i manager di aziende mature possono estrarre benefici privati (spesso funzione della dimensione dell'azienda) a scapito della creazione di valore per gli azionisti. Una diversa prospettiva teorica sulla relazione tra debito e investimenti è contenuta nella teoria “debt overhang” di Myers (1977). In questo lavoro, l'autore suggerisce che alti livelli di debito possono scoraggiare investimenti futuri. Ciò accade perché in aziende con alti livelli di debito parte dell'aumento di valore creato dai nuovi investimenti andrà principalmente a beneficio dei creditori esistenti anziché dei nuovi azionisti. Pertanto, gli incentivi degli azionisti a perseguire nuovi progetti diminuiranno e l'azienda soffrirà di una scarsa capacità di investimento.

Alla luce delle principali teorie sulla struttura finanziaria citate in letteratura, il presente contributo ha l'obiettivo di verificare se e in quale misura un maggiore utilizzo di capitale di debito al posto di equity possa in qualche misura limitare i progetti di investimento, arrivando a costituire un freno per i progetti di sviluppo delle imprese italiane. A tal fine, è stato svolto un duplice studio, indagando la relazione tra struttura dei finanziamenti e crescita e redditività: 1) su tutte le aziende dell'Osservatorio AUB; 2) sulle aziende che sono state oggetto di investimento da parte di un fondo di private equity.

I risultati della ricerca empirica

L'impatto della struttura finanziaria sulle performance delle aziende AUB

La prima ricerca sulla relazione tra il livello di indebitamento di un'impresa e le performance aziendali ha riguardato l'intera popolazione di aziende italiane con fatturato superiore a €20 milioni, pari a 16.845 unità agli inizi del 2018. Per indagare tale relazione, sono stati adottati due modelli di analisi.

Un primo modello di analisi ha testato la relazione tra il livello di indebitamento aziendale di partenza e le performance – in termini di crescita e redditività – dei cinque anni successivi². Per misurare il livello

² Il modello di regressione adottato è stato un *cross-sectional* con *standard errors* corretti per evitare problemi di *heteroskedasticity*. Il modello ha incluso come variabili di controllo (nell'anno di partenza): i) l'età dell'impresa; ii) la dimensione dell'impresa (in termini di totale attivo); iii) la redditività (ROA); iv) la localizzazione geografica (regione); v) il settore di attività (codice Ateco 2007).

di indebitamento di partenza sono stati utilizzati due indicatori: il rapporto Posizione Finanziaria Netta (PFN)³ / EBITDA⁴ e PFN / EQUITY⁵, entrambi calcolati con riferimento al 2014. L'effetto è stato testato sulla media del quinquennio 2014-2018 dei seguenti indicatori di performance: i) il tasso di crescita dei ricavi delle vendite; ii) il tasso di crescita delle immobilizzazioni totali; iii) il tasso di crescita dell'attivo netto; iv) la redditività operativa (ROI); v) l'EBITDA margin.

I risultati dell'analisi per tutte la popolazione delle imprese italiane mettono in evidenza **una relazione negativa e statisticamente significativa tra il livello di indebitamento di partenza e le performance dei 5 anni successivi misurate attraverso tutti gli indicatori considerati**. Tale risultato è stato ulteriormente validato attraverso due ulteriori analisi:

1. confrontando le aziende con un livello di indebitamento di partenza sopra e sotto la mediana;
2. confrontando le aziende con un livello di indebitamento di partenza alto (valori compresi nel primo quartile) e basso (valori compresi nel quarto quartile).

In entrambi i casi, **le aziende con un livello di indebitamento più elevato** (con valori sopra la mediana e inclusi nel primo quartile degli indicatori PFN/EBITDA e PFN/PN) **sono quelle che mostrano una correlazione negativa più forte con le misure di performance dei 5 anni successivi**.

La scelta dell'anno 2014 per misurare il livello di indebitamento di partenza deriva dalla necessità di individuare un orizzonte temporale non influenzato dalla crisi economico-finanziaria iniziata nel 2009. Alla luce dello scenario macro-economico italiano, è stato considerato il periodo 2014-2018 poiché in tale periodo il tasso di crescita del PIL è sempre stato positivo (fonte: ISTAT). Le stesse analisi sono state replicate utilizzando orizzonti temporali diversi, ovvero: i) il periodo 2010-2018, misurando il livello di indebitamento iniziale nell'anno 2010, e calcolando le medie degli indicatori di performance nel periodo 2010-2018; ii) il periodo 2006-2018, misurando il livello di indebitamento iniziale nell'anno 2006, e calcolando le medie degli indicatori di performance nel periodo 2006-2018. Anche queste ulteriori analisi hanno confermato che **le aziende con un tasso di indebitamento più elevato presentano livelli di performance inferiori negli anni successivi, sia in termini di crescita che di redditività, rispetto ad aziende con un indebitamento meno elevato**.

Un secondo modello di analisi ha testato l'effetto di un maggiore / minore utilizzo della leva finanziaria in aziende con un basso livello di indebitamento di partenza (inferiore alla mediana nel 2014, considerato come anno di partenza) sui medesimi indicatori di crescita e redditività⁶. Considerando il

³ PFN: Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziatori – Disponibilità liquide (Fonte: Aida).

⁴ Sono state considerate soltanto le aziende con EBITDA positivo.

⁵ Sono state considerate soltanto le aziende con Patrimonio Netto positivo.

⁶ In questo caso è stata condotta una analisi di regressione panel con effetti fissi e *standard errors* clusterizzati per impresa, che ha permesso di stimare i cambiamenti intervenuti nel corso del tempo escludendo l'impatto di potenziali fattori esogeni (quali le

periodo 2014-2018, i risultati indicano che **anche per le aziende con un basso livello di indebitamento di partenza un incremento del livello di indebitamento ha un impatto negativo sulle performance aziendali**. I risultati vengono confermati anche estendendo il modello di analisi al periodo 2010-2018 (9 anni) e 2006-2018 (13 anni).

Ulteriori analisi sulle aziende con un livello di indebitamento di partenza più elevato (superiore alla mediana) indicano inoltre che un incremento del debito è associato ad un effetto negativo più accentuato sulle performance. E' possibile pertanto concludere che **un incremento del livello di indebitamento ha un impatto tanto più negativo sugli indicatori di crescita e redditività sopra citati quanto più elevato è il livello di indebitamento di partenza**.

L'impatto della struttura finanziaria sulle performance delle aziende oggetto di investimento da parte di un operatore di private equity

La seconda parte della ricerca condotta ha analizzato il legame tra la struttura finanziaria e le performance delle aziende target selezionate dagli operatori di private equity. La scelta di tale contesto di analisi è appropriata in quanto, in coerenza con la propria mission aziendale, l'obiettivo primario degli operatori di private equity è quello di massimizzare il valore aziendale al momento della cessione, e questo potrebbe avvenire anche tramite operazioni che minimizzino l'apporto di capitale di rischio iniziale. E' pertanto rilevante, in questo contesto più che in altri, identificare l'impatto della struttura finanziaria (e.g. l'uso della leva finanziaria da parte degli operatori di private equity) sulle performance delle aziende target.

A tal fine, sono state selezionate le aziende oggetto di investimento da parte di fondi di private equity nel periodo 2007-2018 con due requisiti pre-deal: il controllo familiare⁷ e un fatturato superiore a 20 milioni di euro. Sono state così individuate 379 operazioni di private equity, che hanno riguardato in totale 328 aziende (inclusendo le operazioni "add-on"), di cui 185 operazioni di maggioranza e 194 di minoranza⁸.

Per ciascun deal sono stati raccolti una serie di indicatori a partire dai 3 anni pre-deal (es: 2004-2005-2006 per i deal avvenuti nel 2007) e per i 3 anni successivi all'uscita del fondo di private equity (es: 2016-2017-2018 nei casi di exit avvenute nel 2015). Per ciascuna azienda oggetto di deal sono stati raccolti i principali elementi di Conto economico, Stato patrimoniale e indici di bilancio⁹.

dinamiche di settore, la localizzazione geografica, ecc). Il modello di regressione ha incluso come variabili di controllo: i) l'età dell'impresa; ii) la dimensione dell'impresa (in termini di totale attivo); iii) la redditività operativa (ROA); iv) trend macro-economici (year dummies).

⁷ Sono state considerate a controllo familiare le aziende in cui uno o due famiglie detengono più del 50% del capitale.

⁸ Fonte: Zephyr e Merger Market per l'estrazione di partenza, report Private Equity Monitor (PEM) e fonti di stampa per controlli e affinamenti.

⁹ Fonte: AIDA

Per misurare il livello di indebitamento dell'azienda target è stato utilizzato il rapporto Posizione Finanziaria Netta (PFN)¹⁰ / EBITDA¹¹. L'effetto è stato testato su una delle principali misure di crescita, ovvero il tasso di crescita delle immobilizzazioni totali nel periodo 2004-2018. Tale indicatore è infatti la proxy che più di altre può rappresentare il tasso di crescita strutturale di un'azienda, e l'avvio di un percorso di crescita è probabilmente il motivo principale che spinge un'azienda all'apertura del capitale ad un operatore specializzato¹².

Per testare l'impatto della struttura finanziaria sul tasso di crescita delle immobilizzazioni dell'impresa, è stata svolta una analisi di moderazione che permette di stimare l'effetto della struttura finanziaria imputabile al cambio di proprietà nell'azienda target sul tasso di crescita delle immobilizzazioni¹³. I risultati che emergono dal modello di analisi mostrano che:

- l'ingresso di un fondo di private equity ha un impatto positivo sul tasso di crescita delle immobilizzazioni;
- all'aumentare del livello di indebitamento dell'azienda target, l'impatto positivo dei fondi di private equity sulla crescita delle immobilizzazioni si riduce.

La lettura combinata di tali risultati permette di affermare che **i fondi di private equity hanno un impatto tanto maggiore sulla crescita delle immobilizzazioni di un'azienda quanto minore è il livello di debito iniziale dell'azienda target.**

Considerazioni finali

I risultati del presente studio indicano come in tutte le imprese Italiane, a prescindere dalla dimensione o dalla tipologia di assetto proprietario, un incremento del livello di indebitamento comporta performance inferiori in termini di:

- crescita dimensionale (ricavi di vendita, attivo netto e immobilizzazioni)
- redditività: ROI ed EBITDA margin

Peraltro, tale effetto è tanto più forte quanto maggiore è il livello di indebitamento di partenza. E' dunque utile interrogarsi sulla coerenza di questi risultati con la letteratura esistente. Uno dei primi

¹⁰ PFN: Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziari – Disponibilità liquide (Fonte: Aida).

¹¹ Sono state considerate soltanto le aziende con EBITDA positivo.

¹² Anche in questo caso è stata svolta una analisi di regressione panel con effetti fissi e standard errors clusterizzati per impresa. Per ridurre i problemi di endogeneity, è stato inserito un lag temporale di 1 anno tra il livello di indebitamento e il tasso di crescita delle immobilizzazioni. Il modello di regressione ha incluso come variabili di controllo: i) l'età dell'impresa; ii) la dimensione dell'impresa (in termini di totale attivo); iii) la redditività operativa (ROA); iv) trend macro-economici (year dummies).

¹³ E' stato seguito l'approccio Difference-in-Difference (DiD), una tecnica di analisi econometrica che calcola l'effetto di un trattamento (cioè, una variabile esplicativa o una variabile indipendente) su un risultato (cioè, una variabile di risposta o una variabile dipendente). Per l'analisi di moderazione è stata costruita una variabile che assume valore "0" negli anni pre-deal, e valore "1" durante gli anni dell'holding period del fondo di private equity.

studi empirici sul tema è il lavoro di Lang et al. (1996), basato su un campione di aziende quotate americane tra il 1970 e il 1989. L'analisi di regressione indica una associazione generalmente negativa tra debito e misure di crescita (catturata da Capex o crescita del numero dei dipendenti). Cai e Zhang (2011) forniscono ulteriori evidenze a supporto dell'associazione negativa tra il livello del debito e gli investimenti futuri, e mettono inoltre in luce come il livello del debito sia negativamente associato con il valore di borsa dell'azienda.

Studi più recenti hanno esaminato nuovamente queste relazioni utilizzando campioni di aziende europee, utilizzando periodi temporali che includono la recente crisi finanziaria. Kalemli-Ozcan et al. (2020), ad esempio, dimostrano la presenza di un forte effetto negativo del debito sugli investimenti subito dopo la crisi, e un effetto lievemente inferiore ma comunque negativo e significativo fino a quattro anni dopo lo shock. Popov et al. (2018) conferma l'esistenza dell'associazione negativa tra debito e investimento – seppur la relazione tende a diminuire per aziende con un alto potenziale di crescita. Infine, Giroud e Mueller (2016) mostrano che alti livelli di debito pre-crisi hanno implicato una minore capacità di crescita (in termini di numero di dipendenti) durante il periodo di crisi dal 2007 al 2009. E' possibile pertanto affermare che i risultati che emergono dal presente studio sono coerenti con altre evidenze empiriche che hanno analizzato l'impatto della struttura finanziaria sulle performance aziendali.

Implicazioni manageriali

I risultati della ricerca suggeriscono importanti riflessioni circa la rilevanza della struttura finanziaria sulle opportunità di crescita delle aziende italiane, e sul contributo che gli operatori di private equity possono apportare allo sviluppo del sistema industriale del nostro Paese.

La prima riflessione emerge leggendo i risultati della ricerca congiuntamente alla sfida della “crescita dimensionale” che molte aziende dovranno affrontare per rimanere competitive a livello internazionale nei prossimi anni, e conferma la necessità di sviluppare una “cultura dell'equity”. Se il ricorso al canale bancario ha tradizionalmente caratterizzato il sistema imprenditoriale italiano per decenni, nei prossimi anni tutte le aziende che si troveranno ad affrontare la sfida della crescita dimensionale dovranno valutare se effettuare investimenti facendo ricorso al capitale di rischio o di debito. Una “cultura dell'equity” è collegata a scelte di apertura del capitale, a scelte di distribuzione di dividendi, a scelte di strutture di governance e di gestione aziendali. I risultati dimostrano che le aziende con una struttura finanziaria più solida sono quelle in grado di conseguire una crescita profittevole più elevata nel medio-lungo periodo.

La seconda riflessione che emerge dalla ricerca riguarda le imprese che hanno probabilmente già “sposato” una cultura dell’equity, aprendo il capitale a terzi. I risultati evidenziano infatti come la spinta alla crescita che un investitore professionale può apportare è amplificata se l’ingresso di un fondo di private equity avviene apportando capitale di rischio e minimizzando l’utilizzo della leva finanziaria. Pertanto, lo studio conferma l’importanza e il ruolo fondamentale che i fondi di private equity hanno nel sostenere il processo di crescita delle aziende italiane, soprattutto se l’investimento nella società target avviene con capitale di rischio. In quest’ottica, e nella particolare congiuntura di incertezza economica che l’intero Paese affronterà nei prossimi anni a causa dello scoppio della pandemia Covid_19, è ragionevole ritenere che gli operatori di private equity potranno avere sempre più un ruolo complementare al tradizionale canale bancario. Ove i fondi faranno scelte di struttura finanziaria delle aziende target più orientate all’utilizzo di capitale di rischio, il loro impatto positivo sulla crescita e la redditività di tali imprese sarà ancora più elevato.

Referenze

- Cai J., Zhang Z. 2011. Leverage change, debt overhang, and stock prices. *Journal of Corporate Finance* 17: 391-402.
- Giroud X., Mueller H. 2017. Firm leverage, consumer demand, and employment losses during the great recession. *Quarterly Journal of Economics* 217: 271-316.
- Jensen M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76: 323-329.
- Kalemli-Ozcan S., Laeven L., Moreno D. 2020. Debt overhang, rollover risk, and corporate investment: Evidence from the European crisis. Working paper.
- Lang L., Ofek E., Stulz R. 1996. Leverage, investment and firm growth. *Journal of Financial Economics* 40: 3-29.
- Myers S. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5: 147-175.
- Myers S. 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39: 575-592.
- Myers S., Majluf N. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.
- Myers S. 2001. Capital structure. *Journal of Economic Perspectives* 15: 81-102.
- Modigliani F., Miller M. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48: 261-297.
- Popov A., Barbiero F., Wolski M. 2018. Debt overhang and investment efficiency. Working paper.