

**FINANZA**

**AZIENDALE**

**a.a. 19/20**



**ANDREA**

**DEL GROSSO**

## Capitolo 1 "La corporation"

La prima corporations statunitense nacque in aula di tribunale a Washington dc il 2 Febbraio 1819. Prima di allora le aziende evitavano di procedere alla costituzione di una corporation, in quanto vi era il rischio che lo stato rilevasse l'attività. Così fu infatti nel 1816 con il Dartmouth College, università privata, la quale dopo la statalizzazione, fece ricorso alla Corte Suprema, e quest'ultima con la sentenza del 1819 definì che una Corporation gode della protezione della proprietà privata, e della protezione dalla confisca, entrambi garantiti dalla costituzione.

I principali tipi di impresa sono:

### 1- **Sole proprietorship** (impresa individuale)

Posseduta e gestita da un'unica persona si tratta di entità generalmente piccole, con pochi addirittura nessun dipendente. Il loro principale limite è che non esiste alcuna separazione tra l'impresa e il proprietario, se vi sono altri investitori questi non possono detenere alcuna partecipazione, il proprietario ha la responsabilità personale illimitata per qualsiasi debito dell'impresa, e quindi se non è in grado di rimborsare il prestito è tenuto a dichiarare fallimento. La vita dell'impresa è limitata a quella del suo proprietario, inoltre trasferire la proprietà di un'impresa individuale è complesso. Sebbene nell'insieme non realizzano un fatturato rilevante, rispetto all'economia complessiva, le imprese individuali sono il tipo di impresa più comune al mondo. Il loro principale vantaggio è nella loro semplicità nella costituzione.

### 2- **Partnership** (società di persone)

Questa tipologia di società è divisa in due macrocategorie, **General partnership** (società in nome collettivo), società di persone in cui vi è un'unica tipologia dei proprietari, i General partners (soci accomandatari), i quali sono personalmente responsabili per i debiti dell'impresa, ciò significa che un creditore può chiedere rimborso dei debiti insoluti a qualsiasi socio. La partnership termina alla morte o al recesso di un socio, almeno che non vi sia il rilevamento della quota del socio defunto o receduto. Le **Limited Partnership** (società in accomandita semplice), sono società di persone in cui vi sono due tipi di proprietari i General partners e i Limited partners (soci accomandanti), questi ultimi hanno una responsabilità limitata al capitale che hanno conferito, inoltre la morte o recesso di un socio accomandante non causa lo scioglimento della società e la sua quota è trasferibile, inoltre non ha alcun potere di gestione non può legalmente essere coinvolto nelle decisioni aziendali. I fondi di private equity e quelli di venture capital sono due esempi di settori in cui dominano le partnership.

### 3- **Limited liability company** (società a responsabilità limitata SRL)

La responsabilità dei proprietari è limitata al loro investimento ciò significa che essi non sono personalmente responsabili per i debiti della società, tuttavia a differenza dei limited partners delle società in accomandita semplice i proprietari di una società a responsabilità limitata possono anche partecipare alla gestione delle attività.

### 4- **Corporation** (società per azioni)

La caratteristica distintiva di una Corporation è che si tratta di una persona giuridica distinta dai proprietari, in quanto tale dispone pertanto di molti dei poteri legali che spettano alle persone fisiche: può stipulare contratti, acquisire beni, assumere obbligazioni. Gode inoltre della protezione contro la confisca della proprietà. Poiché una Corporation è una persona giuridica separata e distinta dai rispettivi proprietari, è esclusivamente responsabile delle proprie obbligazioni. Le Corporation devono essere costituite legalmente, vale a dire che lo stato prescelto deve fornire il proprio consenso formale alla loro costituzione, pertanto la costituzione di una Corporation è molto più costosa di quella di un'impresa individuale. Non vi è alcun limite al numero di proprietari, l'intero capitale sociale di una Corporation è suddiviso in quote rappresentate da azioni, l'insieme di tutte le **azioni** in circolazione costituisce il **capitale azionario**. Il proprietario di una quota di azioni della società è noto come **azionista** (share holder, stockholder, equity holder) e ha diritto al pagamento di **dividendi**. Gli azionisti ricevono generalmente una quota di dividendo proporzionale al numero di azioni possedute. Una peculiarità della Corporation è che non esiste alcuna limitazione relativa a chi può possedere le azioni, ovvero il proprietario di una Corporation non è tenuto ad avere particolari esperienze qualifiche. Questa caratteristica consente il libero scambio di azioni della società e rappresenta uno dei principali vantaggi che si ottengono organizzando un'impresa in forma di Corporation. Le Corporation sono in grado di raccogliere quantità considerevoli di capitale, in quanto possono vendere le quote di proprietà a investitori esterni anonimi.

## Fiscalità di una corporation:

Poiché una Corporation è una persona giuridica distinta, i profitti di una società di questo tipo sono soggetti a tassazione separata rispetto ai proprietari. In effetti gli azionisti pagano le imposte due volte, prima la Corporation paga le imposte sul proprio reddito, poi, quando gli utili netti vengono distribuiti agli azionisti, rientrando nei loro redditi personali, quest'ultimi pagano le imposte personali. Per questo si parla talvolta di **sistema a doppia tassazione** o **sistema classico**, in molti paesi esistono dei rimedi alla doppia tassazione per gli azionisti delle Corporation, il trattamento fiscale e il recupero della doppia tassazione varia anche in relazione alla natura giuridica del percettore dei redditi da dividendi (approfondimento pag.9). Negli Stati Uniti la normativa fiscale accorda un'esenzione dalla doppia tassazione alle S Corporation, le società che scelgono il trattamento fiscale del sotto capitolo S del codice, con questa normativa gli utili delle Corporation non sono soggetti all'imposta societaria, ma vengono attribuiti direttamente agli azionisti in base alle loro quote di partecipazioni azionarie. Gli azionisti devono includere questi utili come reddito nelle proprie dichiarazioni dei redditi a fini fiscali anche se non hanno ricevuto alcuna somma di denaro. Dato che vi sono delle rigide limitazioni alla possibilità di accedere al trattamento fiscale del sotto capitolo S, le Corporation per lo più sono sottoposte al regime fiscale standard cioè sono C Corporation.

## Il management della corporation:

In una Corporation quindi, il controllo diretto e la proprietà sono spesso separati. Invece che i proprietari il controllo diretto della Corporation spetta al consiglio di amministrazione (**board of directors**) e all'amministratore delegato (**chief executive officer CEO**). Gli azionisti della Corporation esercitano il controllo eleggendo un consiglio di amministrazione, un gruppo di persone, che detiene l'autorità decisionale. Nella maggior parte dei casi, ciascuna quota azionaria offre all'azionista un voto nelle elezioni del consiglio di amministrazione. Se uno o due azionisti possiedono gran parte delle azioni in circolazione potrebbero far parte essi stessi del consiglio di amministrazione o avere il diritto di designare un certo numero di amministratori. Il consiglio di amministrazione regola la modalità con cui la società deve essere gestita, imposta la politica aziendale e controlla la performance, la maggior parte delle decisioni sulla gestione quotidiana della società sono delegate dal consiglio al management. L'amministratore delegato gestisce la società istituendo le regole, le politiche fissate dal consiglio di amministrazione, di cui in alcuni casi ne è anche presidente. Il manager finanziario di livello più alto è il (**chief financial officer CFO**), o direttore finanziario che spesso risponde direttamente al CEO. In una Corporation i Financial manager hanno tre compiti principali:

- 1-Il compito più importante del Financial manager consiste nel prendere le **decisioni di investimento** dell'impresa, il Financial manager deve analizzare costi benefici di tutti gli investimenti e i progetti, e decidere quali di essi rappresentano un buon impiego del denaro investito dagli azionisti nell'impresa.
- 2-Deve inoltre prendere **decisioni di finanziamento** in quanto una volta che il Financial manager ha deciso quali investimenti effettuare, deve decidere anche come finanziarli.
- 3- Si occupa anche della **gestione della cassa**, deve garantire che l'impresa abbia cassa sufficiente per soddisfare le obbligazioni nella gestione giornaliera. Questo compito è comunemente noto come gestione del capitale circolante.

Gli obiettivi di un'impresa dovrebbero essere definiti dai suoi proprietari, molte Corporation hanno migliaia di proprietari azionisti, ciascuno dei quali può avere diversi interessi e priorità. Gli interessi degli azionisti risultano allineati per molte delle decisioni importanti, questo perché tutti concorderanno su decisioni che aumentano il valore delle loro azioni. Bisogna comunque chiedersi se le decisioni che fanno aumentare il valore del capitale proprio dell'impresa siano vantaggiose per la società nel suo insieme, in quanto ci sono casi in cui l'aumento del capitale proprio si verifica a spese di altri, caso in cui una corporation con la sua attività provoca l'inquinamento dell'ambiente e non ripaga i costi per porvi rimedio. In questo caso quando le azioni di una corporation danneggiano l'economia e la società, è necessario introdurre politiche appropriate per assicurarsi che gli interessi dell'impresa rimangano allineati a quelli della società generale.

Una corporation è gestita da un team di manager che è distinto dai proprietari, e questo può generare dei conflitti di interesse. In che modo i proprietari possono assicurarsi che il management realizzerà i loro obiettivi?

Gli economisti parlano di **problema di agenzia** quando i manager, nonostante siano assunti quali agenti degli azionisti, fanno prevalere i propri interessi su quelli degli azionisti. Questo problema viene affrontato riducendo al minimo il numero delle decisioni in cui i manager si trovano di fronte a un conflitto di interessi, come ad esempio la decisione sulla loro retribuzione, in questo caso infatti gli azionisti spesso legano la retribuzione dei manager agli utili della società o al prezzo dell'azione. Un altro caso in cui possono nascere conflitti di interesse è quello in cui una decisione porta vantaggi ad alcuni stakeholder (azionisti, manager, dipendenti, società esterna) della Corporation e svantaggi ad altri. Un altro modo con cui gli azionisti incentivano i manager ad agire nel loro interesse e quello di punirli nel caso non lo facciano. Se gli azionisti non sono soddisfatti dell'operato del CEO possono esercitare pressione sul consiglio di amministrazione per rimuoverlo dall'incarico. Tuttavia raramente i top manager vengono

sostituiti a causa del malcontento degli azionisti, al contrario sono spesso gli investitori insoddisfatti che scelgono di vendere le proprie azioni, se il numero di azionisti insoddisfatti è elevato ciò comporta che l'unico modo per convincere gli investitori ad acquistare le azioni è quello di offrirle ad un prezzo più basso, e perciò il prezzo delle azioni è un indicatore per coloro che guidano la società, poiché fornisce costantemente informazioni sull'opinione che gli azionisti hanno in merito al loro operato. Un basso prezzo delle azioni crea inoltre opportunità di profitto, in un'acquisizione ostile (**hostile takeover**), un individuo o una società, corporate raider, può acquistare una quota rilevante di azioni, favorito dall'abbassamento del prezzo, ottenendo in questo modo voti sufficienti per sostituire il consiglio di amministrazione e il CEO. Spesso quindi la minaccia di essere sostituiti a seguito di una acquisizione ostile è spesso sufficiente a disciplinare i manager. Esiste un **problema di agenzia di 2° tipo**, in caso di **azionariato concentrato**, ovvero situazione in cui la divisione tra manager e proprietari non esiste, in quanto le imprese hanno un socio principale, di maggioranza, ed esso deciderà perciò gli amministratori, i quali saranno espressione della volontà dell'azionista di maggioranza. In questo caso quindi il conflitto di interesse si crea tra azionisti di maggioranza e di minoranza, in quanto l'azionista di maggioranza può cercare di finalizzare i propri interessi e non quelli dell'azionariato, questo conflitto è più rischioso di quelli espressi precedentemente, in quanto non tutti i metodi risolutivi di questo conflitto risulteranno efficienti.

### Fallimento delle società:

I creditori di norma non esercitano il controllo sull'impresa, ma se questa non riesce a ripagare i debiti i creditori hanno il diritto di sequestro sui beni della società a titolo di compenso del mancato pagamento. Per impedirlo l'impresa può tentare di rinegoziare il debito con i creditori o presentare istanza di fallimento presso un tribunale, qualora questi tentativi non avessero successo il risultato finale sarebbe quello di un cambio della proprietà con il controllo dell'impresa che passerebbe ai creditori. Il fallimento non deve necessariamente causare la **liquidazione** dell'impresa, che implica la chiusura dell'attività e la vendita dei beni, in quanto è nell'interesse dei creditori gestirla nel modo più redditizio possibile il che spesso significa mantenerla in attività.

### Il mercato azionario

Le **private company** hanno un insieme limitato di azionisti, le loro azioni non sono scambiate regolarmente e quindi il loro valore è di difficile determinazione. Molte corporation però sono **public company**, cioè società quotate su mercati organizzati detti **mercati azionari** (borse valori o stock exchange). Questi mercati forniscono **liquidità** e determinano un prezzo di mercato per le azioni dell'impresa. Un investimento è detto liquido se può essere facilmente e rapidamente venduto a un prezzo molto vicino a quello a cui lo si può acquistare. Quando una Corporation emette nuove azioni e le vende agli investitori lo fa sul mercato primario, dopo questa transazione iniziale tra la società e gli investitori le azioni continuano ad essere scambiate in un mercato secondario direttamente tra gli investitori, senza il coinvolgimento della società.

Negli Stati Uniti i due mercati azionari più importanti sono il NYSE (New York Stock Exchange) e il NASDAQ (National Association of Security Dealers Automated Quotation). Prima del 2005 quasi tutti gli scambi del NYSE avvenivano nella sede fisica, mentre per il Nasdaq non è mai stato un luogo fisico per gli scambi, i quali sono sempre stati effettuati per via telefono o computer. I **market maker** gestivano incontro tra acquirenti e venditori. Per ogni titolo trattato, i market maker pubblicavano due prezzi: quella a cui erano disponibili ad acquistare il titolo (**prezzo denaro** o **prezzo bid**), e quello a cui erano disponibili a venderlo (**prezzo lettera** o **prezzo ask**), per un numero di azioni limitato. In questo modo, essi fornivano liquidità garantendo che i partecipanti al mercato avessero sempre qualcuno con cui effettuare scambi. I market maker traggono profitto dal fatto che i prezzi ask sono più elevati dei prezzi bid; la differenza si chiama **spread** (differenziale denaro-lettera o bid-ask spread). Lo spread è un costo di transazione che gli investitori devono pagare per portare a termine lo scambio, si tratta del compenso che i market maker richiedevano per fornire un mercato liquido, essendo sempre pronti a rispettare i prezzi quotati. Il ruolo del market maker ufficiale è andato praticamente scomparendo, poiché tutte le transazioni oggi sono effettuate elettronicamente, attraverso computer che fanno incontrare ordini di acquisto e vendita. Chiunque può fare mercato per un titolo pubblicando un ordine con limite di prezzo, cioè un ordine di acquistare e vendere una determinata quantità di azioni a un prezzo fissato. Il differenziale denaro lettera di un titolo è determinato dagli ordini con limite di prezzo in circolazione, l'ordine di vendita con limite di prezzo più basso determina il prezzo lettera (ask), mentre l'ordine di acquisto con limite di prezzo maggiore determina il prezzo denaro (bid), nel loro insieme vanno a costituire il **book degli ordini con limite di prezzo**, le borse e rendono pubblici tali book in modo che gli investitori possano vedere i migliori prezzi denaro e lettera al momento. I trader che immettono ordini con limite di prezzo forniscono liquidità al mercato, mentre quelli che immettono **ordini al meglio**, cioè ordini che vengono eseguiti al miglior prezzo disponibile al momento, sono considerati prenditori di liquidità. Coloro che forniscono

liquidità traggono profitto dallo spread ma corrono il rischio che i loro ordini diventino obsoleti, esistono infatti gli **high frequency trader (HFT)**, sono trader che, con l'aiuto dei computer, sono in grado di inserire, aggiornare, cancellare, eseguire ordini più volte al secondo. Esistono però sistemi di trading alternativi chiamati **dark pool** in cui i book degli ordini non sono visibili, nei dark pool gli investitori hanno la possibilità di effettuare scambi a un prezzo migliore, (per esempio alla media tra denaro e lettera, risparmiando così lo spread), ma in cambio devono accettare la possibilità che un ordine possa non essere eseguito nel caso in cui vi sia un eccesso di ordini di acquisto o di vendita. Il dark pool è interessante per i trader che non vogliono rivelare le loro offerte.

In Italia i mercati azionari sono gestiti da Borsa Italiana, che nel giugno 2007 si è fusa con il London Stock Exchange, andando a creare il London Stock Exchange Group, leader in Europa per gli scambi azionari. i principali mercati gestiti sono tre:

**MTA** (mercato telematico azionario); si rivolge alle imprese di medie a grande capitalizzazione, l'ammissione è dovuta a requisiti tra cui capitalizzazione minima di 40 milioni € e un flottante di almeno il 25%. (segmenti pag.23).

**AIM Italia** (Alternative Investment Market); mercato disegnato per le società di piccole e medie dimensioni, ad alto potenziale di crescita.

**MIV** (Mercato Telematico degli Investment Vehicles), dedicato ai veicoli di investimento, quali Fondi Chiusi, le Investment Companies, le Real Estate Investment Companies.