

**Struttura finanziaria:
principi fondamentali**

Capitolo 14



Indice degli argomenti

- 1. Politiche finanziarie aziendali: una definizione**
- 2. Benefici del ricorso al debito**
- 3. Costi del ricorso al debito**
- 4. Il ricorso al debito può creare valore?**
 - **Teorema di Modigliani e Miller**
 - **Modello del trade-off statico**
- 5. Ciclo di vita aziendale e dinamiche settoriali**
- 6. Conclusioni**

Politiche finanziarie aziendali: una definizione

- ❑ La nozione di politica finanziaria suona talvolta quasi sconosciuta al management aziendale. Infatti i responsabili finanziari non di rado intendono il proprio approccio alla finanza come ispirato a logiche esclusivamente **tattiche**, focalizzate sull'obiettivo di ottenere le migliori condizioni economiche nella provvista di mezzi finanziari
- ❑ Un'interpretazione alternativa, anch'essa diffusa tra i direttori finanziari, vuole le politiche finanziarie **subordinate** alla strategia operativa aziendale. La finanza, in questo caso, è chiamata a intervenire soltanto *dopo* che gli investimenti e le decisioni operative sono state adottate.
- ❑ Alcuni manager finanziari sostengono infine un **approccio imitativo**, fondato sull'adeguamento del proprio comportamento a quello dei principali **concorrenti** e prevalente nel settore.

Politiche finanziarie aziendali: una definizione

- ❑ La nostra concezione di politica finanziaria aziendale è un'insieme di **principi**, linee-guida e stili di gestione finanziaria adottabili nella **raccolta del capitale** e nella **distribuzione del valore** tra le varie classi di finanziatori.

- ❑ Le politiche:
 - sono ispirate da linee-guida, non da precetti, e pertanto sono per loro natura imprecise;
 - sono un prodotto della scelta manageriale più che il risultato dell'applicazione rigorosa di un modello economico;
 - cambiano nel corso del tempo.



Indice degli argomenti

1. Politiche finanziarie aziendali: una definizione
2. Benefici del ricorso al debito
3. Costi del ricorso al debito
4. Il ricorso al debito può creare valore?
 - Teorema di Modigliani e Miller
 - Modello del trade-off statico
5. Ciclo di vita aziendale e dinamiche settoriali
6. Conclusioni

Benefici del ricorso al debito

- Il ricorso al debito consente tre importanti vantaggi:
 - 1) sfruttare il **beneficio fiscale** legato alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari;
 - 2) **disciplinare** il comportamento del **management** nella politica di investimento aziendale;
 - 3) minimizzare i costi associati alle **asimmetrie informative**.

Benefici del ricorso al debito – *Scudo fiscale*

- ❑ La legislazione fiscale di molti Paesi prevede – pur con sfumature diverse – che le aziende possano **dedurre** dal reddito di periodo gli **oneri finanziari** corrisposti ai propri creditori, ottenendo in tal modo un vantaggio fiscale legato all'impiego di capitale di debito.
- ❑ Il vantaggio offerto dallo **scudo fiscale del debito** può essere determinato in due modi:
 - 1) calcolando il **valore attuale dei risparmi d'imposta** che ci si attende di ottenere nel futuro e aggiungendo tale valore a quello dell'impresa come se fosse priva di debito (*unlevered firm*);
 - 2) considerando il **costo del capitale** di debito al netto delle imposte nella determinazione del WACC.

Scudo fiscale: Calcolo del valore attuale del risparmio d'imposta

- Il **risparmio d'imposta annuale** che l'azienda consegue grazie alla deducibilità degli oneri finanziari è dato da:

$$I_C \times k_D \times D$$

- Per attribuire un valore *complessivo* al risparmio d'imposta annuale introduciamo tre ulteriori ipotesi:

- 1) il debito finanziario è irredimibile
- 2) il tasso di sconto appropriato per attualizzare i risparmi d'imposta annuali futuri è pari a k_D
- 3) l'azienda ha un reddito operativo sufficiente a garantire l'effettiva deducibilità degli oneri finanziari.

- Il valore attuale totale del risparmio fiscale (che definiremo **G**) è ottenibile come segue:

$$\text{Valore attuale dello scudo fiscale} = G = \frac{I_C \times k_D \times D}{k_D} = I_C \times D$$

Valore dell'impresa in presenza di benefici fiscali legati al debito

- L'analisi degli effetti positivi prodotti sul valore aziendale (V_L) è effettuata aggiungendo il valore attuale dello **scudo fiscale del debito** al valore dell'impresa per ipotesi priva di indebitamento (V_U):

$$\text{Valore dell'impresa indebitata} = V_L = V_U + I_C \times D = V_U + G$$

- Il **limite** principale è la mancata considerazione dei costi associati al ricorso al debito e che potrebbero contribuire a diminuire V_L .
- L'ipotesi del debito irredimibile – pur semplicistica – non perde eccessivo realismo se l'orizzonte di stima del vantaggio fiscale del debito è comunque di lungo periodo (intorno ai 10 anni).

Lo scudo fiscale con imposte societarie e personali

- Dato il livello del rendimento netto atteso dai creditori finanziari, l'introduzione delle imposte personali sui proventi finanziari aumenta l'ammontare complessivo di risorse necessarie per soddisfare i creditori, riducendo le risorse distribuibili agli azionisti.

$$G = \left[1 - \frac{(1 - T_C) \times (1 - T_E)}{(1 - T_D)} \right] \times D$$

- dove:
 - T_D = aliquota d'imposta personale sui proventi finanziari;
 - T_E = aliquota d'imposta personale sul reddito da capitale azionario.
- Ne consegue che:
 - se $T_E = T_D$ il vantaggio fiscale del debito si riduce al caso già esaminato di assenza di imposte personali
 - Se $T_E < T_D$ lo scudo fiscale si riduce sensibilmente rispetto al caso con sole imposte societarie.
 - Se $T_E > T_D$ lo scudo fiscale è più elevato rispetto al caso con sole imposte personali.

Scudo fiscale: Calcolo del costo del debito al netto delle imposte

- Una metodologia alternativa per la valorizzazione dei benefici fiscali del debito è esprimerne il **costo già al netto delle imposte** nella formula per la determinazione del costo medio ponderato del capitale (WACC):

$$k_D \times (1 - T_C)$$

- Il vantaggio consiste nel fatto che, tanto maggiore è l'aliquota d'imposta, tanto minore è il costo effettivo del debito per la società.
- **Conseguenze** sui comportamenti aziendali:
 - Le aziende con un'aliquota marginale maggiore dovrebbero indebitarsi di più rispetto a quelle con aliquote più basse
 - Le aziende con elevati scudi fiscali *alternativi* saranno meno incentivate a utilizzare anche il debito per risparmiare imposte
 - Le aziende varieranno il proprio rapporto di indebitamento in accordo con eventuali modifiche delle aliquote marginali che si dovessero verificare nel corso del tempo.

Disciplina del management

- ❑ Il ricorso al debito può aiutare a **disciplinare** il comportamento del management riducendo la propensione a utilizzare **impropriamente** i *free cash flows*, vale a dire i flussi di cassa destinati alla remunerazione dei finanziatori.
- ❑ La disponibilità di abbondanti *free cash flows* può infatti dar luogo a due conseguenze importanti:
 - il management tende a **sovrainvestire** in iniziative a valore attuale netto negativo;
 - induce a una maggiore «**tolleranza**» verso gli errori dai quali il management si sente protetto, grazie alla disponibilità di risorse cui poter attingere per rimediare agli errori commessi.
- ❑ Il vantaggio legato all'uso del debito incontra però alcune **limitazioni**. Un ricorso elevato al debito potrebbe condurre alla rinuncia di progetti a VAN > 0 a causa della maggiore probabilità di insolvenza che si crea iniettando dosi massicce di debito nella struttura finanziaria e dell'eccessiva avversione al rischio che può caratterizzare il management di aziende altamente indebitate.

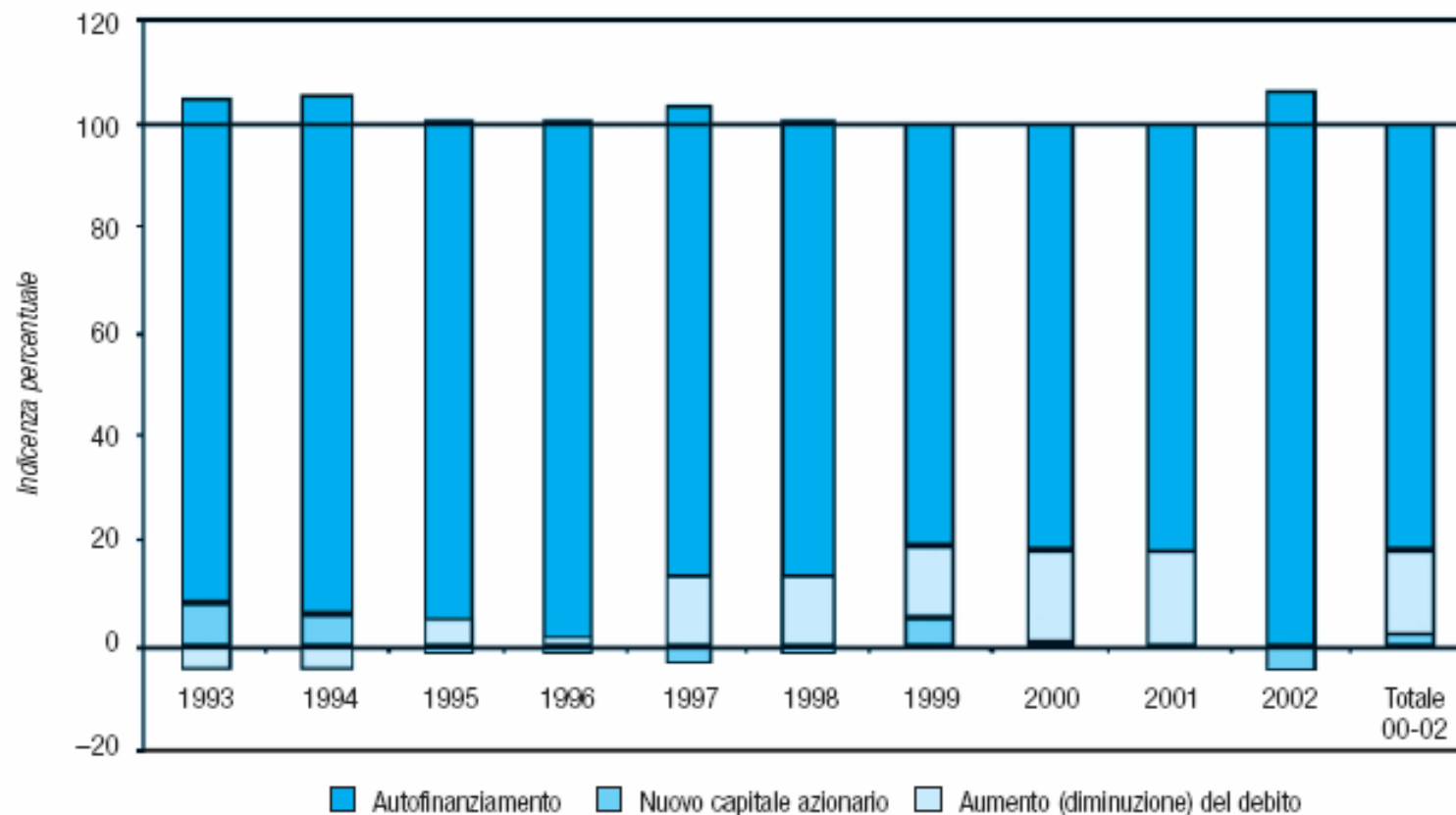
Asimmetrie informative

- ❑ I soggetti che operano all'interno dell'azienda (gli *insiders*) dispongono di maggiori informazioni rispetto a tutti gli altri soggetti che interloquiscono con l'azienda stessa (*outsiders*).
- ❑ Queste **asimmetrie informative** tra *stakeholders* determinano una tendenziale penalizzazione nel ricorso all'esterno dell'azienda per il finanziamento della propria attività poiché i finanziatori esterni dispongono di un set informativo più limitato e non credono che gli *insiders* abbiano convenienza a rendere pubblica tutta l'informazione a loro disposizione.
- ❑ La **penalizzazione** che l'azienda incontra può assumere due forme:
 - 1) un **costo del capitale** più elevato;
 - 2) una quantità di capitale raccolto più limitata (fenomeno noto come «**razionamento del capitale**»)
- ❑ Benché la penalizzazione arrecata dalle asimmetrie informative caratterizzi entrambe le tipologie di finanziamento esterno – capitale di credito e nuovo capitale proprio – essa tende a essere più lieve nel caso del debito che nel caso del capitale azionario.
 - Le aziende tendono a favorire il canale esterno sotto forma di debito bancario quando i fondi interni sono limitati.

Gerarchia delle scelte di finanziamento aziendali

- ❑ Il problema delle asimmetrie informative dischiude la possibilità che esista una gerarchia (***pecking order***) delle scelte di finanziamento aziendali articolata come segue:
 - ❑ 1) **autofinanziamento**;
 - ❑ 2) **debito bancario**;
 - ❑ 3) **debito in forma *public***;
 - ❑ 4) **capitale azionario**.
 - Empiricamente (periodo 93 - 2002) si verifica che l'autofinanziamento ha rappresentato (di gran lunga) la principale fonte di finanziamento aziendale.
 - L'autofinanziamento non è riuscito (quasi mai) a coprire integralmente il finanziamento degli investimenti. Si è così generato un *financial gap* in ciascun periodo colmato facendo ricorso al capitale esterno.
 - Il divario è stato in media pari al 20 per cento del fabbisogno complessivo ed è stato coperto utilizzando in via principale il debito e, solo secondariamente, il capitale azionario.

Fonti di finanziamento di 274 gruppi multinazionali



Fonte: R&S

Gerarchia delle scelte di finanziamento aziendali

- ❑ L'esame della figura confermano la presenza di un **ordine gerarchico di scelta dovuto alla presenza di asimmetrie informative** e la conseguente necessità delle aziende di non utilizzare la capacità di indebitamento residua.
- ❑ La predilezione per il capitale interno non deve portare però a trascurare che anche il capitale interno ha un costo, determinabile con gli stessi modelli presentati nel capitolo dedicato alla stima del costo del capitale azionario.
- ❑ La valutazione economico-finanziaria di un investimento deve essere fatta ponendo come soglia il costo-opportunità del capitale anche quando questo è rappresentato da capitale interno.
- ❑ **Attenzione dunque a non cadere nell'illusione di considerare il capitale interno come un capitale a costo zero o a costo discrezionale.**

Grado di sostenibilità interna degli investimenti

- La modalità più semplice per determinare tale grado è calcolare il **tasso di crescita autofinanziata** dell'attivo, pari in prima approssimazione a:

$$\text{Tasso di crescita auto finanziata dell'attivo} = \text{ROE} \times (1 - \text{PR})$$

- dove *PR* indica il tasso di distribuzione degli utili (*payout ratio*).
- L'analisi della sostenibilità finanziaria di un piano di investimenti aziendali può essere effettuata confrontando il tasso di crescita dell'attivo previsto nei piani aziendali con quello derivante dal calcolo del tasso di crescita autofinanziata.
- Qualora quest'ultimo risulti **inferiore** al tasso di crescita auspicato dall'azienda, il management ha a sua disposizione sostanzialmente due alternative:
 - 1) rinunciare a parte dello sviluppo aziendale, se l'avversione al capitale esterno è molto elevata;
 - 2) individuare le modalità di copertura più opportune, se invece non intende rinunciare all'attuazione integrale del piano strategico.

Una tecnica alternativa per determinare il tasso di sviluppo autofinanziato

- ❑ Una tecnica alternativa a quella appena descritta è stata proposta da Mottura (1987).
- ❑ L'autofinanziamento è in grado di coprire *per intero* lo sviluppo aziendale se:

$$\frac{CIN}{V} \times TSV \leq TAV$$

- dove:
 - CIN = capitale investito netto
 - V = fatturato
 - TSV = tasso di sviluppo delle vendite
 - TAV = tasso di autofinanziamento su fatturato
- ❑ In caso di **uguaglianza** fra i due membri, l'azienda si trova nel punto di equilibrio finanziario
 - ❑ Il rapporto tra il capitale investito e le vendite – spesso definito come **intensità di capitale** – rappresenta un moltiplicatore del fabbisogno finanziario generato dal tasso di crescita del fatturato ed è funzione dell'efficienza globale dei processi.



Indice degli argomenti

1. Politiche finanziarie aziendali: una definizione
2. Benefici del ricorso al debito
3. Costi del ricorso al debito
4. Il ricorso al debito può creare valore?
 - Teorema di Modigliani e Miller
 - Modello del trade-off statico
5. Ciclo di vita aziendale e dinamiche settoriali
6. Conclusioni

Costi del ricorso al debito

- ❑ I costi del ricorso al debito sono raggruppabili in tre classi:

- ❑ 1) **costi del dissesto finanziario;**
 - Diretti
 - Indiretti

- ❑ 2) **costi di agenzia;**

- ❑ 3) **costi legati alla perdita di flessibilità aziendale.**

Costi del dissesto finanziario

- ❑ Il ricorso al capitale di debito incrementa i **costi attesi del dissesto finanziario**, dati dal prodotto tra la probabilità di fallimento e i costi del dissesto finanziario.
- ❑ I costi del dissesto finanziario :
 - **costi diretti**: la società incorre in una procedura concorsuale o in una ristrutturazione stragiudiziale e deve affrontare i costi *legali* e *amministrativi* delle procedure legali.
 - **costi indiretti**: sorgono *prima* che l'azienda affronti le procedure concorsuali o la ristrutturazione stragiudiziale.
 - Il volume dei ricavi diminuisce
 - Il canale di finanziamento commerciale (fornitori) e finanziario tende a prosciugarsi, penalizzando il capitale azionario per le seguenti ragioni:
 - Possibile rinuncia a investimenti in grado di creare valore
 - Scarsa sostituibilità tra i fornitori
 - Ricorso a capitale azionario con reazioni negative da parte del mercato
 - Il management e i lavoratori con maggiori competenze tendono ad allontanarsi dalla società appena possibile.

Evidenze empiriche sui costi di fallimento

□ Evidenze empiriche sui costi diretti di fallimento in Italia

	Costi diretti	Composizione del campione	Periodo
Barontini (1997)	4,0	22 aziende in amministrazione controllata (<i>temporary receivership</i>) e 55 aziende in concordato preventivo (<i>composition with creditors</i>)	1988-95
Belcredi (1997)	1,5	18 aziende che hanno intrapreso una strategia di <i>workout</i>	1992-96
Floreani (1997)	4,2	60 aziende in amministrazione straordinaria (<i>extraordinary administration</i>)	1979-96

□ Evidenze empiriche sui costi di fallimento negli Stati Uniti

	Costi diretti	Costi indiretti	Composizione del campione	Periodo
Altman (1984)	4,3	8,7	18 grandi aziende fallite	1970-78
Ang, Chua & McConnell (1982)	7,5	ND	55 grandi aziende fallite	1963-78
Betker (1995)	3,9	ND	75 grandi aziende fallite	1986-93
Cutler & Summers (1988)	3,0	9,0	<i>Case Study</i>	
Warner (1977b)*	5,3	ND	11 aziende ferroviarie	1933-55
Weiss (1990)**	3,1	ND	37 aziende con titoli quotati che hanno richiesto il Chapter 11	1980-86
White (1983)	6,0	ND	96 grandi aziende fallite	1978-79
Andrade e Kaplan (1998)				

Probabilità di fallimento

- ❑ I costi attesi di fallimento sono il risultato del seguente prodotto:

$$\pi \times CFD$$

dove:

- CFD = costi del *financial distress*
 - π = probabilità di dissesto finanziario
-
- ❑ La probabilità di fallimento è funzione:
 - del rapporto tra il **volume** dei flussi di cassa operativi e i flussi di cassa necessari per il servizio del debito (interessi e quota capitale)
 - della **volatilità** dei flussi di cassa operativi.

Probabilità di fallimento - Tassi di default cumulati (USA)

	1 anno	5 anni	10 anni
AAA	0,00%	0,04%	0,04%
AA	0,00%	0,56%	0,62%
A	0,00%	0,15%	0,45%
BBB	0,07%	1,43%	2,45%
BB	0,71%	7,69%	14,25%
B	1,58%	19,17%	27,15%
CCC	1,63%	36,07%	48,38%

Fonte: Altman (2000)

Costi di agenzia

- ❑ I conflitti d'interesse che di norma caratterizzano la simultanea presenza di azionisti e creditori tra i finanziatori aziendali raggiungono il loro apice quando l'azienda versa in una situazione di *financial distress*.

- ❑ 1) **Incentivo a intraprendere progetti a elevato rischio (*risk shifting*)**
- ❑ 2) **Incentivo a sotto-investire (*underinvestment*)**
- ❑ 3) **Incentivo a prosciugare gli assets aziendali (*milking the property*)**
 - La conseguenza principale dei conflitti di agenzia è che, in concreto, può accadere che i costi relativi vengano sostenuti dagli azionisti.

- ❑ Possibili vie d'uscita dai costi aggiuntivi prodotti dai problemi di agenzia:
 - ❑ **Introdurre clausole contrattuali di protezione dei creditori finanziari (*covenants*)**
 - ❑ **Aumentare il grado di concentrazione del debito**
 - ❑ **Utilizzare appropriate tecniche di *placement* degli strumenti finanziari**
 - ❑ **Ricorrere al debito con garanzie reali e al leasing.**

Stima della perdita di valore

- ❑ La presenza dei costi del dissesto finanziario e dei costi di agenzia **erode il valore del capitale** economico.
- ❑ **Adjusted Present Value (APV)**: prevede il calcolo *autonomo* dei costi attesi del dissesto finanziario

$$\text{Valore dell'impresa indebitata} = V_L = V_U + G - \pi \times CFD$$

- presenta l'importante vantaggio di rendere «visibili» le fonti di creazione e di distruzione del valore
- ❑ **Metodologia di rettifica**: l'impatto dei costi di agenzia e dei costi di dissesto prevede la rettifica *in aumento* del costo del debito (k_D) e *quindi* la rettifica del costo del capitale azionario (k_E)
 - Il vantaggio del ricorso a questa seconda modalità è anche in questo caso duplice:
 - consente di analizzare simultaneamente l'effetto prodotto da entrambi gli svantaggi del debito;
 - è più agevole reperire informazioni e dati sul costo del debito e dell'*equity* di società comparabili.

Perdita di flessibilità finanziaria

- ❑ Per flessibilità finanziaria s'intende *«la capacità dell'azienda di indirizzare gli impieghi delle risorse finanziarie in modo coerente agli obiettivi aziendali che emergono dalle nuove informazioni sull'impresa e sull'ambiente in cui opera»* (Donaldson 1969).
- ❑ La flessibilità finanziaria ha un valore e la perdita di gradi di flessibilità può contribuire a erodere il valore aziendale.
- ❑ Il **valore della flessibilità finanziaria** – difficile da stimare in via autonoma – è ragionevolmente legato a due aspetti:
 - ❑ 1) alla disponibilità e alla dimensione dei progetti di investimento
 - ❑ 2) al rendimento atteso dei progetti di investimento.



Indice degli argomenti

1. **Politiche finanziarie aziendali: una definizione**
2. **Benefici del ricorso al debito**
3. **Costi del ricorso al debito**
4. **Il ricorso al debito può creare valore?**
 - **Teorema di Modigliani e Miller**
 - **Modello del trade-off statico**
5. **Ciclo di vita aziendale e dinamiche settoriali**
6. **Conclusioni**

Teorema di Modigliani e Miller

- ❑ Il teorema di Modigliani e Miller (prima elaborazione: 1958), consente di cogliere i principali elementi che concorrono a definire le scelte di composizione dei finanziamenti aziendali.
- ❑ **Ipotesi alla base del modello:**
 - 1) le imprese emettono solo due tipi di titoli: debito *risk.free* e capitale proprio (rischioso);
 - 2) i mercati finanziari sono privi di frizioni;
 - 3) non vi è imposizione fiscale personale e societaria;
 - 4) non vi sono costi di transazione (il ricorso al debito oppure al capitale azionario non genera costi addizionali sotto forma di commissioni, spese legali e così via);
 - 5) non esistono costi di fallimento, diretti o indiretti;
 - 6) gli *insiders* dell'impresa e gli *outsiders* hanno le stesse informazioni (nessun soggetto ha vantaggi informativi);
 - 7) il management opera nell'interesse esclusivo degli azionisti, e questi ultimi a loro volta non intraprendono azioni volte a danneggiare gli interessi dei creditori.

Pro e Contro del debito in ipotesi di MM

Vantaggi del debito	Svantaggi del debito
1) <i>Vantaggio fiscale del management</i> Nulla , perché non vi sono imposte	1) <i>Costi di financial di stress</i> Nulli , perché si suppone che le aziende non possano fallire
2) <i>Disciplina del management</i> Nulla , perché il management opera nell'interesse esclusivo degli azionisti	2) <i>Costi di agenzia</i> Nulli , perché gli azionisti non operano a danno dei creditori
3) <i>Asimmetrie informative</i> Nulla , perché <i>insiders</i> e <i>outsiders</i> hanno le stesse informazioni	3) <i>Perdita di flessibilità finanziaria</i> Nulla , perché è possibile raccogliere capitale sull'esterno nelle quantità desiderate a un costo equo

- Se valgono le ipotesi sopra elencate, i vantaggi e gli svantaggi del debito sono tutti **nulli**. In un mondo alla MM dovremmo dunque osservare rapporti di indebitamento completamente casuali e fortemente mutevoli nel tempo.

Proposizione I di MM : un esempio

□ **Ipotesi:**

- Si supponga che un'impresa abbia investito € 500.000 in capitale fisso e circolante. L'investimento è in grado di generare un reddito operativo costante nel tempo di € 120.000. Si ipotizzi inoltre che:
 - l'ammortamento annuale equivalga agli investimenti addizionali effettuati in ciascun periodo;
 - la variazione di capitale circolante annuo sia tendenzialmente nulla;
 - il 100 per cento del reddito netto venga distribuito sotto forma di dividendi.

Un esempio – *Proposizione I di MM - segue*

D/(D+E) (Valori contabili)	0%	10%	20%	30%	40%	50%
Reddito operativo (000 €)	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000
Oneri finanziari (A)	0	(4.000)	(8.000)	(12.000)	(16.000)	(20.000)
Reddito ante imposte	120.000	116.000	112.000	108.000	104.000	100.000
Aliquota d'imposta	0%					
Imposte	0	0	0	0	0	0
Reddito netto (RN)	120.000	116.000	112.000	108.000	104.000	100.000
Dividendi (B)	120.000	116.000	112.000	108.000	104.000	100.000
Flussi totali per i finanziatori (A + B)	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000

- I flussi totali destinati a remunerare i finanziatori non cambiano qualunque sia il rapporto di indebitamento. Aumentando il livello del debito si produce infatti solo una *redistribuzione* della «torta» complessiva di flussi di € 120.000 dagli azionisti ai creditori. Il valore complessivo dell'azienda (o della «torta») di per sé stesso non cambia qualunque sia la modalità di finanziamento adottata:

$$V_L = V_U$$

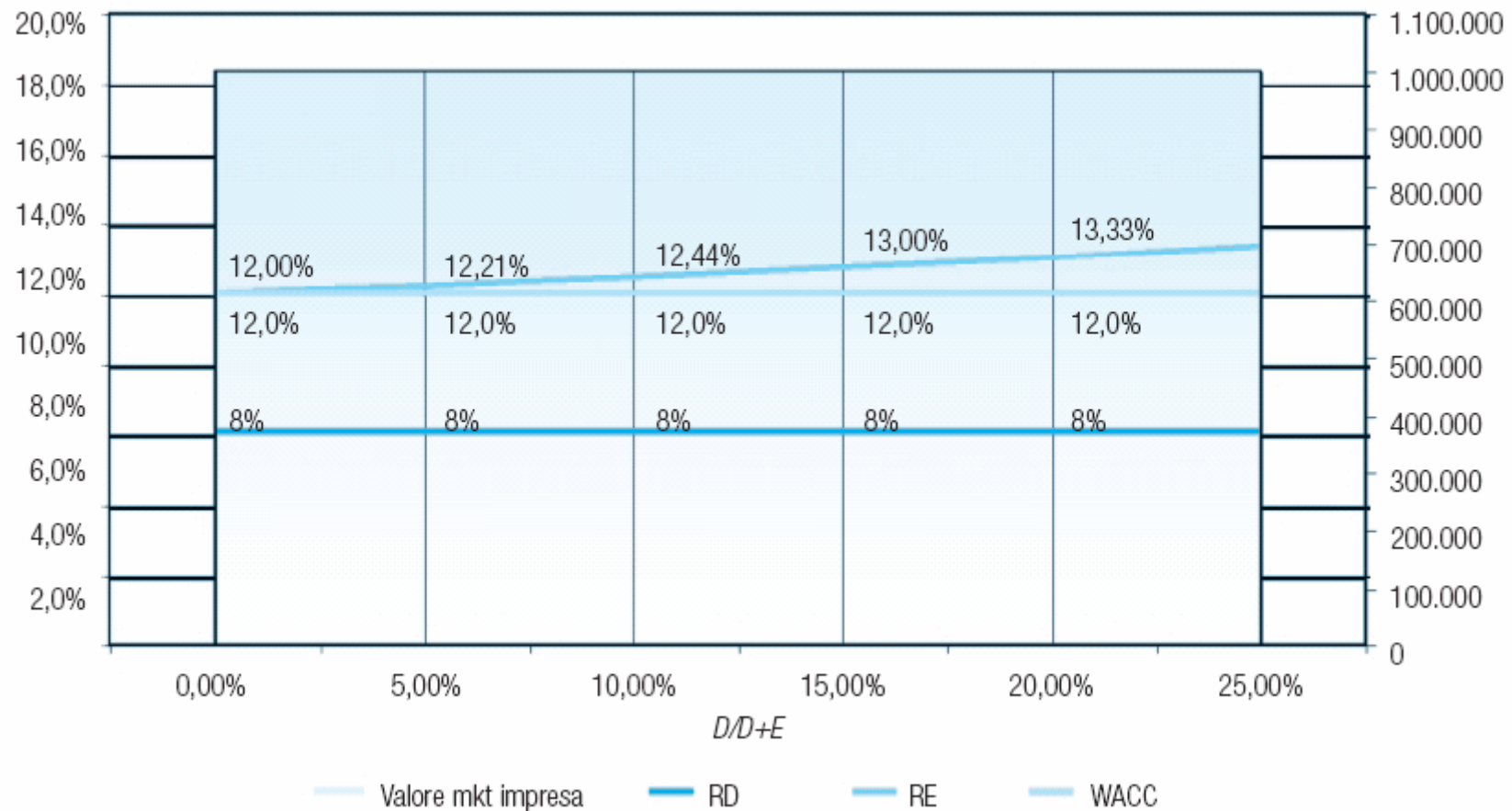
proposizione I MM
(assenza di imposte)

Proposizione II di MM in assenza di imposte

$$k_E = k_{EU} + (k_O - k_D) \times \frac{D}{E}$$

- Tale relazione identifica il costo di equilibrio del capitale azionario. k_O è influenzato principalmente dal **rischio operativo** dell'azienda. L'inclinazione positiva della retta $(k_O - k_D)$ riflette la circostanza secondo cui, incrementando progressivamente il rapporto di indebitamento, l'azionista si fa carico anche di un **rischio finanziario** crescente e quindi pretenderà una remunerazione più elevata.

MM senza imposte, costi del dissesto finanziario e costi di agenzia



MM: Introduzione delle imposte sui redditi societari

- ❑ Se si rimuovono le singole ipotesi sottostanti il modello di MM, la politica di indebitamento torna ad assumere importanza perché è in grado di creare o distruggere valore.
- ❑ La prima ipotesi a essere **rimossa** è stata quella di assenza di imposizione societaria.
- ❑ I flussi totali per i finanziatori aumentino con l'aumentare del debito nella struttura finanziaria.
- ❑ Il valore dell'azienda indebitata è superiore a quello dell'azienda *unlevered*.
- ❑ **Prima proposizione di MM con imposte societarie:**

$$V_L = V_U + T_C \times D$$

MM in presenza di imposte societarie: un esempio

- Si noti l'effetto dell'introduzione dell'imposizione societaria sui redditi (ipotesi: aliquota 35%) su reddito netto, flussi totali per i finanziatori e valore dell'impresa indebitata:

D/(D+E) (Valori di libro)	0%	10%	20%	30%	40%	50%
Reddito operativo (000 €)	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000
Oneri finanziari	0	(4.000)	(8.000)	(12.000)	(16.000)	(20.000)
Reddito ante imposte (RAI)	120.000	116.000	112.000	108.000	104.000	100.000
Aliquota d'imposta	35%					
Imposte	(42.000)	(40.600)	(39.200)	(37.800)	(36.400)	(35.000)
Reddito netto (RN)	78.000	75.400	72.800	70.200	67.600	65.000
Dividendi	78.000	75.400	72.800	70.200	67.600	65.000
Flussi totali per i finanziatori	78.000	79.400	80.800	82.200	83.600	85.000

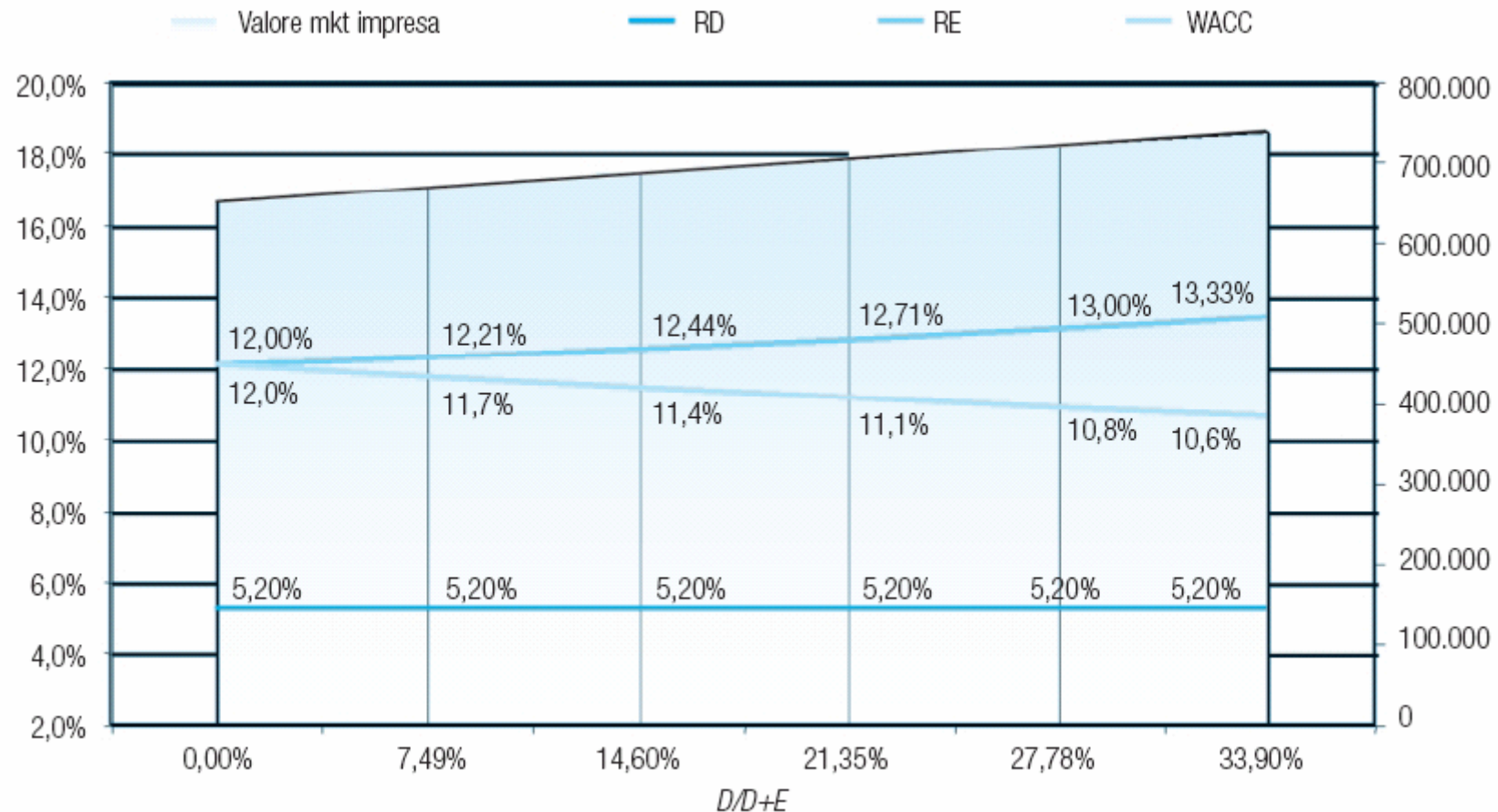
Proposizione II MM in presenza di imposte societarie

$$k_E = k_{EU} + (k_{EU} - k_D) \times (1 - T_C) \times \frac{D}{E}$$

Assenza di imposte						
VM del debito (Oneri fin.i./k _D)	0	50.000	100.000	150.000	200.000	250.000
VM delle azioni (DM/k _E)	1.000.000	950.000	900.000	850.000	800.000	750.000
Valore di mercato dell'impresa	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Con imposte societarie						
VM del debito (Oneri fin.i./k _D)	0	50.000	100.000	150.000	200.000	250.000
VM delle azioni (DM/k _E)	650.000	617.500	585.000	552.500	520.000	487.500
Valore di mercato	650.000	667.500	685.000	702.500	720.000	737.500

- Il costo del capitale azionario potrebbe non essere diverso da quello espresso dalla proposizione II in assenza di imposte, poiché se è vero che l'espressione al netto delle imposte tende a diminuirne il valore è altrettanto vero che il valore di E è adesso inferiore a quello dell'ipotesi di inesistenza di imposte sul reddito societario. Ciò contribuisce ad aumentare il valore di k_E .
- Il WACC diminuisce *costantemente* a causa dell'utilizzo del costo del debito al netto del vantaggio fiscale.

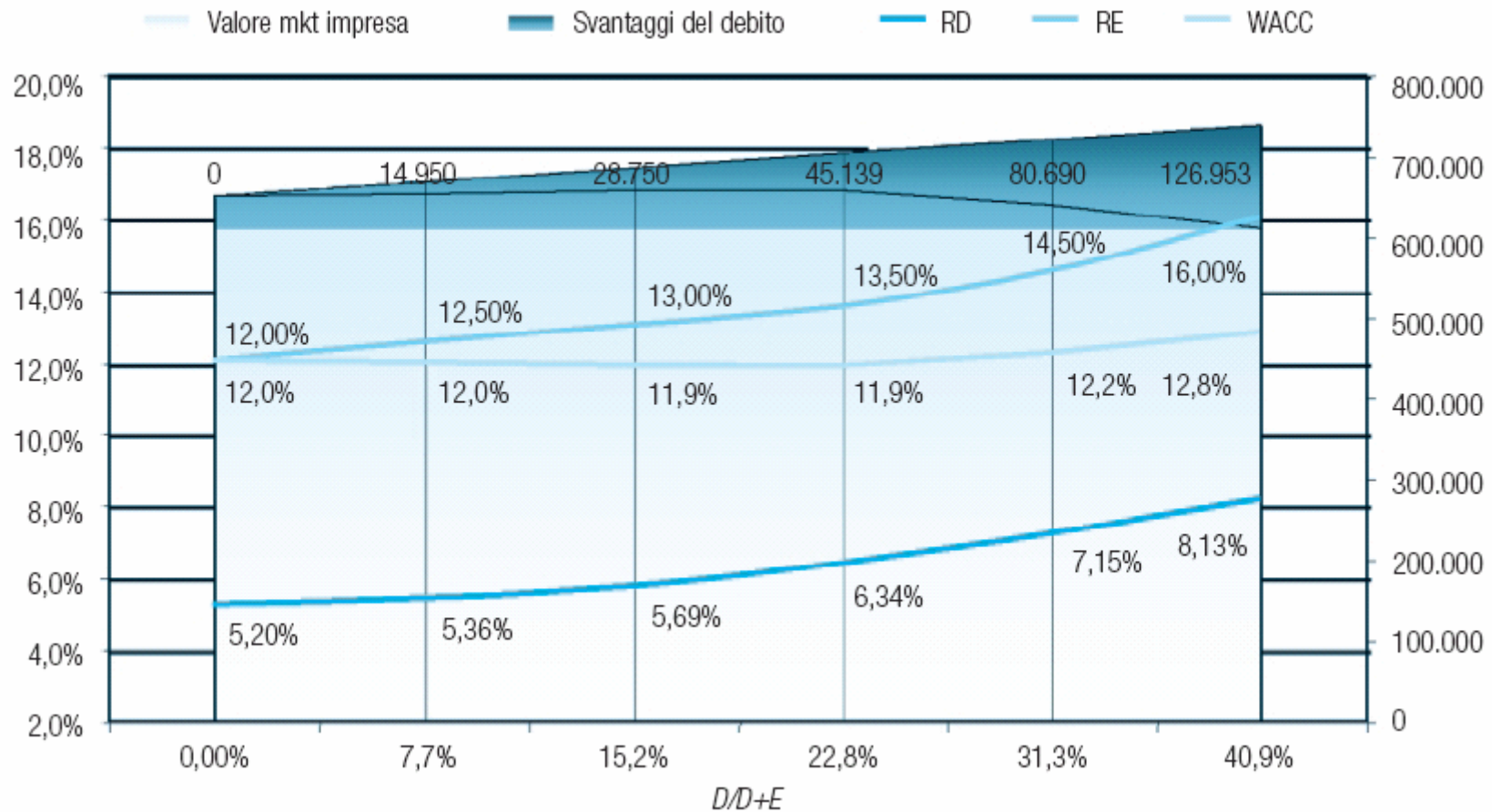
MM con imposte societarie (assenza costi di dissesto e di agenzia)



Modello del trade-off statico

- ❑ L'introduzione degli svantaggi del debito produce una conseguenza fondamentale: **il costo del capitale di debito non è più una retta orizzontale ma una curva convessa.**
 - L'inclinazione della **retta del costo del capitale proprio**, già positiva, subisce un'ulteriore accentuazione (a causa dell'incremento di rischio finanziario indotto dal maggior costo del debito) per adeguarsi alla dinamica del costo del capitale di debito.
 - Il **costo medio ponderato del capitale** assume così un tipico andamento a **U**: inizialmente diminuisce per effetto dell'aumento del peso dell'«ingrediente» a costo minore (il debito) ma, a partire da un certo rapporto di indebitamento, l'incremento del costo del capitale proprio ne determina l'innalzamento
- ❑ Secondo il modello del trade-off statico, il livello di indebitamento ottimale è dato dal rapporto di indebitamento in corrispondenza del quale il costo medio ponderato del capitale raggiunge il punto di minimo. *Ceteris paribus*, è questo il punto in cui il **valore dell'impresa è massimo.**

Rappresentazione grafica del modello del trade-off statico





Indice degli argomenti

1. **Politiche finanziarie aziendali: una definizione**
2. **Benefici del ricorso al debito**
3. **Costi del ricorso al debito**
4. **Il ricorso al debito può creare valore?**
 - **Teorema di Modigliani e Miller**
 - **Modello del trade-off statico**
5. **Ciclo di vita aziendale e dinamiche settoriali**
6. **Conclusioni**

Ciclo di vita aziendale e dinamiche settoriali

- ❑ In linea generale, però, **il livello di indebitamento ottimale muta** nel tempo, è diverso in ogni settore, e cambia da impresa a impresa.
- ❑ Un quadro adeguato per poter comprendere la dinamica dei rapporti di indebitamento ottimali è offerto dall'analisi delle politiche finanziarie aziendali all'interno della **fase del ciclo di vita** che l'azienda attraversa.

Trade-off del debito e ciclo di vita aziendale

	Fase 1 Start-up	Fase 2 Espansione	Fase 3 Crescita	Fase 4 Maturità	Fase 5 Declino
Beneficio fiscale	Zero, scarsi redditi operativi	Basso	Aumenta con gli utili	Alto	Alto, ma declinante
Disciplina debito	Basso, azionisti-manager	Basso, azionisti-manager	Aumenta, apertura a terzi soci	Aumenta, manager ≠ azionisti	Diminuisce, pochi nuovi investimenti
Asimmetrie informative	Elevate, il business è un'idea	Elevate, trasparenza limitata	Diminuiscono, track record	Diminuiscono, maggiore trasparenza	Aumentano, possibile espropriazione
Costi del dissesto finanziario	Molto alti	Molto alti	Alti	Declinanti	Bassi
Costi di agenzia	Molto alti	Molto alti, investimenti difficili da monitorare	Alti	Declinanti	Bassi
Bisogno di flessibilità	Molto alto	Alto, fabbisogni imprevedibili	Alto	Basso	Inesistente
Trade-off	Costi debito > benefici debito	Costi debito > benefici debito	Benefici debito non irrilevanti	Benefici debito molto rilevanti	Benefici debito > costi debito

Importanza del settore di appartenenza

- ❑ Sono piuttosto consistenti le evidenze secondo cui una importante determinante della struttura finanziaria aziendale è la composizione dei finanziamenti prevalenti all'interno del **settore di appartenenza**.
- ❑ Questo comportamento **non è in contraddizione** con il modello del trade-off fin qui suggerito. Le aziende all'interno dei vari settori condividono infatti le principali caratteristiche economico-finanziarie e pertanto tendono ad adottare politiche finanziarie analoghe:
 - Nei settori in cui la **volatilità** dei flussi di reddito e di cassa è più elevata e minori sono le attività tangibili il comportamento *medio* delle imprese dovrebbe essere orientato a un minor ricorso al debito.
 - Nei settori dove prevale una forte **stabilità** dei flussi e maggiori sono le possibilità di *collateralizzazione*, il ricorso al debito può essere *in media* molto più spinto.



Indice degli argomenti

1. **Politiche finanziarie aziendali: una definizione**
2. **Benefici del ricorso al debito**
3. **Costi del ricorso al debito**
4. **Il ricorso al debito può creare valore?**
 - **Teorema di Modigliani e Miller**
 - **Modello del trade-off statico**
5. **Ciclo di vita aziendale e dinamiche settoriali**
6. **Conclusioni**

Conclusioni

- ❑ La modellistica presentata in questo capitolo mostra che è possibile individuare un **rapporto di indebitamento ottimale** fondato sul bilanciamento dei pro e dei contro del ricorso al debito.
- ❑ L'individuazione di tale rapporto è utile perché consente al management di creare **valore aggiuntivo** rispetto a quello originato dall'individuazione di validi progetti di investimento.
- ❑ Il rapporto di indebitamento ottimale è diverso per ciascuna azienda e muta nel tempo.
- ❑ È pertanto utile **integrare** l'analisi del trade-off con il modello del ciclo di vita aziendale.
- ❑ L'analisi dei comportamenti settoriali può fornire utili indicazioni nell'impostazione delle politiche finanziarie.