



Capitolo 16

Crisi finanziaria, incentivi manageriali e informazione

Contenuti del capitolo

- 16.1** Insolvenza e fallimento in un mercato perfetto
- 16.2** I costi di dissesto/fallimento
- 16.3** Costi di dissesto/fallimento e valore dell'impresa
- 16.4** La struttura finanziaria ottimale: la teoria del trade-off
- 16.5** Sfruttare i creditori: i costi di agenzia del debito
- 16.6** Motivare i manager: i benefici di agenzia del debito

Contenuti del capitolo (continua)

16.7 Costi di agenzia e teoria del trade-off

16.8 Asimmetria informativa e struttura finanziaria

16.9 La struttura finanziaria: le determinanti della scelta

16.1 Insolvenza e fallimento in un mercato perfetto

- Dissesto finanziario
 - Quando un'impresa ha difficoltà a soddisfare i suoi debiti
- Insolvenza
 - Quando un'impresa non riesce a pagare gli interessi o a rimborsare il capitale del suo debito, o viola una clausola vincolante.
 - Dopo che l'impresa diventa insolvente, i detentori del debito acquisiscono diritti sul suo attivo e in casi estremi possono impossessarsi dei suoi beni tramite un processo chiamato fallimento.

16.1 Insolvenza e fallimento in un mercato perfetto (continua)

- Una conseguenza rilevante del debito è il rischio di fallire.
 - Il finanziamento con capitale proprio non comporta questo rischio: anche se gli azionisti sperano di ricevere i dividendi, l'impresa non è legalmente obbligata a distribuirli.

Armin Industries: indebitamento e rischio di insolvenza

- Armin sta considerando un nuovo progetto.
 - Anche se il nuovo prodotto rappresenta un miglioramento significativo rispetto a quelli dei concorrenti, non si è certi che avrà successo.
 - Se il prodotto avrà successo, ricavi e profitti cresceranno e Armin avrà un valore di 150 milioni di \$ alla fine dell'anno.
 - Se il prodotto non avrà successo, Armin varrà soltanto 80 milioni di \$.

Armin Industries: indebitamento e rischio di insolvenza (continua)

- Armin può scegliere una delle due seguenti strutture finanziarie alternative.
 - Può finanziarsi esclusivamente con il capitale proprio.
 - Può usare un debito con scadenza alla fine dell'anno del valore di 100 milioni di \$.

Scenario 1: il nuovo prodotto ha successo

- Se il nuovo prodotto ha successo, Armin vale 150 milioni di \$.
 - In assenza di indebitamento, gli azionisti posseggono l'intero valore.
 - In presenza di indebitamento, Armin deve pagare 100 milioni di \$ di debito e gli azionisti saranno proprietari dei residui 50 milioni di \$.
 - Anche se Armin non ha disponibili 100 milioni di \$ liquidi alla fine dell'anno, non risulterà insolvente.

Scenario 1: il nuovo prodotto ha successo (continua)

- In presenza di mercati dei capitali perfetti, fintanto che il valore dei beni aziendali è superiore alle passività, Armin sarà in grado di ripagare il prestito.
 - Se la società non possiede liquidi immediatamente disponibili, può raccogliere denaro contraendo un nuovo prestito o emettendo nuove azioni.

Scenario 1: il nuovo prodotto ha successo (continua)

- Se un'impresa ha accesso al mercato dei capitali e può emettere nuovi titoli a un prezzo equo, *non ha bisogno di dichiararsi insolvente fintanto che il valore di mercato delle sue attività è superiore a quello delle sue passività.*
 - Molte imprese possono avere per anni flussi di cassa negativi senza per questo risultare insolventi.

Scenario 2: il nuovo prodotto non ha successo

- Se il nuovo prodotto fallisce, Armin ha un valore di soli 80 milioni di \$.
 - In assenza di indebitamento, gli azionisti perderanno 20 milioni di \$.
 - In presenza di indebitamento, Armin entrerà in dissesto e dovrà dichiararsi insolvente.
 - Con il fallimento, i detentori di titoli di debito otterranno la proprietà legale sui beni dell'impresa non lasciando nulla ai suoi azionisti.
 - Poiché il valore delle attività dell'impresa è solo di 80 milioni di \$, i debitori sosterranno una perdita di 20 milioni di \$.

Confronto tra i due scenari

- Sia i detentori di titoli di debito che gli azionisti sono in condizioni peggiori se il prodotto fallisce invece di avere successo.
 - In assenza di indebitamento, se il prodotto fallisce farà perdere agli azionisti 70 milioni di \$.
 - $150 \text{ milioni di \$} - 80 \text{ milioni di \$} = 70 \text{ milioni di \$}$.
 - In presenza di indebitamento gli azionisti perdono 50 milioni di \$ e i detentori del debito ne perdono 20, *ma la perdita complessiva è sempre la stessa, cioè 70 milioni di \$*.

Tabella 16.1

TABELLA 16.1

Valore del debito e del capitale proprio con e senza debito (milioni di \$).

	senza debito		con debito	
	successo	fallimento	successo	fallimento
valore debito	—	—	100	80
valore capitale proprio	150	80	50	0
valore totale per tutti gli investitori	150	80	150	80

Confronto tra i due scenari (continua)

- *Se il nuovo prodotto fallisce, gli investitori di Armin saranno scontenti allo stesso modo sia se l'impresa è indebitata e dichiara fallimento, sia se non lo è e il prezzo delle azioni scende.*

Confronto tra i due scenari (continua)

- Il declino del valore non è comunque *causato* dal fallimento: è lo stesso, in presenza o assenza di debito.
 - Se il nuovo prodotto fallisce Armin entrerà in una condizione di **dissesto economico** che porterà a un declino significativo del valore delle sue attività a prescindere dal dissesto finanziario legato all'indebitamento.

Fallimento e struttura finanziaria

- In mercati dei capitali perfetti si può applicare la proposizione I di Modigliani-Miller (MM): il valore complessivo per tutti gli investitori non dipende dalla struttura finanziaria dell'impresa.
- Non c'è uno svantaggio nel finanziarsi con il debito e un'impresa avrà lo stesso valore totale e sarà in grado di raccogliere lo stesso importo dagli investitori qualunque sia la struttura finanziaria scelta.

16.2 I costi di dissesto/fallimento

- In presenza di mercati dei capitali perfetti il rischio di fallimento non è uno svantaggio dato dall'indebitamento, ma semplicemente sposta la proprietà dell'impresa dagli azionisti ai detentori del debito, mantenendo inalterato il valore per tutti gli investitori.
 - In realtà il fallimento raramente è semplice e diretto. È spesso un processo lungo e complicato che comporta costi diretti e indiretti per l'impresa e per i suoi investitori.

La legge fallimentare

- La legge fallimentare statunitense è stata creata con l'intento di fare in modo che i creditori possano ricevere un trattamento equo e che il valore dei beni non venga distrutto.
 - Le imprese USA possono scegliere tra due tipi di fallimento: Capitolo 7 o Capitolo 11.

La legge fallimentare (continua)

- Capitolo 7 – liquidazione
 - Viene nominato un curatore per sovrintendere alla liquidazione all'asta dei beni aziendali. Il ricavato dalla liquidazione è usato per pagare i creditori, dopodiché l'impresa cesserà di esistere.

La legge fallimentare (continua)

- Capitolo 11 – ristrutturazione
 - Il Capitolo 11 è la forma più comune di fallimento per le grandi società.
 - Con il Capitolo 11 tutti i procedimenti pendenti sono sospesi e al management esistente si dà l'opportunità di proporre un piano di risanamento dell'impresa.
 - Durante lo sviluppo del piano, il management continua a gestire l'impresa.
 - Il piano di ristrutturazione descrive come verrà trattato ogni creditore dell'impresa.

La legge fallimentare (continua)

- Capitolo 11 – ristrutturazione
 - I creditori potrebbero ricevere pagamenti in denaro, titoli di debito o azioni della società.
 - Il valore della liquidità e dei titoli è in genere inferiore all'importo dovuto a ogni creditore, ma superiore a quello che i creditori riceverebbero se l'impresa fosse stata posta subito in liquidazione.
 - I creditori devono votare per accettare o meno il piano, che deve essere anche approvato dal tribunale fallimentare.
 - Se non viene presentato un piano accettabile, il tribunale in ultima istanza può costringere l'impresa a entrare in liquidazione secondo la procedura del Capitolo 7.

Costi diretti del fallimento

- Il processo fallimentare è complesso, lungo e costoso.
 - Spesso la società assume professionisti esterni per fornire assistenza nel processo di fallimento.
 - Anche i creditori possono dover affrontare dei costi durante il processo di fallimento.
 - Possono dover attendere diversi anni per ricevere il pagamento del loro debito.
 - Possono avere la necessità di assumere propri consulenti per assistenza legale e professionale.

Costi diretti del fallimento (continua)

- I costi diretti di fallimento riducono il valore dei beni che gli investitori alla fine riceveranno.
 - I costi diretti di fallimento in media ammontano a circa il 3–4% del valore di mercato dell'attivo pre-fallimento.

Costi diretti del fallimento (continua)

- A causa dei costi diretti del fallimento, le imprese possono evitare di dichiarare fallimento negoziando prima direttamente con i creditori.
- Salvataggio
 - Un metodo per evitare il fallimento in cui un'impresa in dissesto negozia direttamente con i creditori per riorganizzarsi.
 - I costi diretti di fallimento non dovrebbero essere superiori al costo del salvataggio.

Costi diretti del fallimento (continua)

- Concordato preventivo (*prepackaged bankruptcy*)
 - Un metodo per evitare molti dei costi diretti del fallimento, tra cui quelli legali, in cui un'impresa *prima* sviluppa un piano di riorganizzazione con l'accordo dei principali creditori e *poi* dichiara fallimento ex Capitolo 11 per realizzare il piano.
 - Con un concordato preventivo, l'impresa esce dal fallimento velocemente e con costi diretti ridotti al minimo.

Costi indiretti del dissesto

- Anche se i costi indiretti sono difficili da misurare in modo accurato, sono spesso più elevati dei costi diretti del fallimento.
 - Perdita di clientela
 - Perdita di fornitori
 - Perdita di personale
 - Perdita di crediti
 - Svendita di attività
 - Liquidazione inefficiente
 - Costi per i creditori

Impatto complessivo dei costi indiretti

- I costi indiretti del dissesto potrebbero essere rilevanti.
 - Si stima che la perdita potenziale dovuta al dissesto finanziario sia compresa fra il 10% e il 20% del valore dell'impresa.

Impatto complessivo dei costi indiretti (continua)

- Quando si stimano i costi indiretti, è necessario considerare due aspetti importanti.
 - Occorre individuare l'entità delle perdite per il valore totale dell'impresa (e non solo delle perdite degli azionisti o dei detentori del debito o i trasferimenti fra i due).
 - Occorre individuare le maggiori perdite dovute al dissesto finanziario rispetto a quelle che derivano dal dissesto economico.

16.3 Costi di dissesto/fallimento e valore dell'impresa

- Armin Industries: l'impatto dei costi di dissesto
 - Se finanziate solo con capitale proprio, le attività di Armin avranno un valore di 150 milioni di \$ se il nuovo prodotto avrà successo e di 80 milioni di \$ se il nuovo prodotto fallirà.

16.3 Costi di dissesto/fallimento e valore dell'impresa (continua)

- Armin Industries: l'impatto dei costi di dissesto
 - Con un debito di 100 milioni di \$, Armin dovrà dichiarare fallimento se il nuovo prodotto fallirà.
 - In questo caso, una parte del valore di Armin andrà perduto a causa dei costi di fallimento e di dissesto.
 - Come risultato, i creditori riceveranno meno di 80 milioni di \$.
 - Ipotizziamo che i creditori riceveranno solo 60 milioni di \$, dopo aver tenuto conto dei costi di dissesto.

Tabella 16.2

TABELLA 16.2

Valore del debito e del capitale proprio con e senza debito (milioni di \$).

	senza debito		con debito	
	successo	fallimento	successo	fallimento
valore debito	—	—	100	60
valore capitale proprio	150	80	50	0
valore totale per tutti gli investitori	150	80	150	60

16.3 Costi di dissesto/fallimento e valore dell'impresa (continua)

- Armin Industries: l'impatto dei costi di dissesto
 - Come mostrato nella slide precedente, il valore complessivo per tutti gli investitori è inferiore in presenza di debito piuttosto che in assenza, quando il nuovo prodotto fallisce.
 - La differenza di 20 milioni di \$ è data dai costi di dissesto.
 - Questi costi abbasseranno il valore complessivo dell'impresa indebitata e la proposizione I di MM non sarà più valida.

Chi paga i costi di dissesto/fallimento?

- Per Armin, se il nuovo prodotto fallisce, gli azionisti perdono il loro investimento nella società e non si preoccuperanno dei costi di fallimento.
- I creditori però sanno che, se un'azienda diventa insolvente, non potranno ottenere il valore pieno delle attività.
 - Come risultato, essi pagano meno il debito inizialmente (di un ammontare pari al valore attuale dei costi di fallimento).

Chi paga i costi di dissesto/fallimento? (continua)

- Se i creditori inizialmente pagano meno per il debito, l'azienda avrà minore liquidità a disposizione per distribuire i dividendi, riacquistare le azioni e fare investimenti.
 - Questa differenza equivale a un'uscita di denaro dalle tasche degli azionisti.

Chi paga i costi di dissesto/fallimento? (continua)

- *Quando il prezzo delle azioni è equo, gli azionisti originari di un'azienda pagano il valore attuale dei costi di dissesto e fallimento.*

16.4 La struttura finanziaria ottimale: la teoria del trade-off

- Teoria del trade-off
 - L'impresa sceglie la propria struttura finanziaria bilanciando i vantaggi dello scudo fiscale del debito con i costi di dissesto e i costi di agenzia.
- Secondo la teoria del trade-off, il valore totale dell'impresa indebitata è uguale a quello dell'impresa non indebitata più il valore attuale dei risparmi fiscali derivanti dall'indebitamento meno il valore attuale dei costi di dissesto/fallimento.

16.4 La struttura finanziaria ottimale: la teoria del trade-off (continua)

$$V^L = +V^UVA \quad (\text{scudo fiscale degli interessi}) \\ - VA \quad (\text{costi di dissesto/fallimento})$$

Determinanti del valore attuale dei costi di dissesto/fallimento

- Tre fattori chiave determinano il valore attuale dei costi di dissesto/fallimento:
 1. La probabilità che il dissesto/fallimento si verifichi.
 - La probabilità di dissesto/fallimento aumenta con l'ammontare delle passività aziendali (in relazione alle sue attività).
 - La probabilità di dissesto/fallimento aumenta con la volatilità dei flussi di cassa dell'azienda e del valore dell'attivo.

Determinanti del valore attuale dei costi di dissesto/fallimento (continua)

- Tre fattori chiave determinano il valore attuale dei costi di dissesto/fallimento:
 2. L'entità dei costi dopo che l'impresa è caduta in dissesto.
 - I costi di dissesto/fallimento variano da un settore all'altro.
 - È probabile che le imprese tecnologiche debbano sostenere costi elevati, a causa del potenziale di perdita di clienti e di figure chiave del personale, così come per la mancanza di attività tangibili da liquidare con facilità.
 - È probabile che le società immobiliari abbiano bassi costi di dissesto, fintanto che il loro valore deriva da beni che possono essere venduti con relativa facilità.

Determinanti del valore attuale dei costi di dissesto/fallimento (continua)

- Tre fattori chiave determinano il valore attuale dei costi di dissesto/fallimento:
 3. il tasso di sconto appropriato per i costi di dissesto/fallimento.
 - Dipenderà dal rischio di mercato dell'impresa.
 - Notate che, poichè i costi di dissesto/fallimento sono alti quando l'impresa ottiene scarsi risultati, il beta dei costi di dissesto/fallimento avrà segno opposto a quello dell'impresa.
 - Più alto è il beta dell'impresa, più probabilità vi sono che sarà in dissesto nel caso di una crisi economica, e più negativo sarà, quindi, il beta dei suoi costi di dissesto/fallimento.
 - Il valore attuale dei costi di dissesto/fallimento sarà più elevato per imprese con beta elevato.

Il rapporto d'indebitamento ottimale

- Per bassi livelli di debito, il rischio di insolvenza resta basso e l'effetto principale di un aumento del debito è l'incremento dello scudo fiscale degli interessi.
- All'aumentare del livello di debito, aumenta la probabilità di insolvenza.
 - All'aumentare del livello di debito, i costi di dissesto/fallimento aumentano, riducendo il valore dell'impresa indebitata.

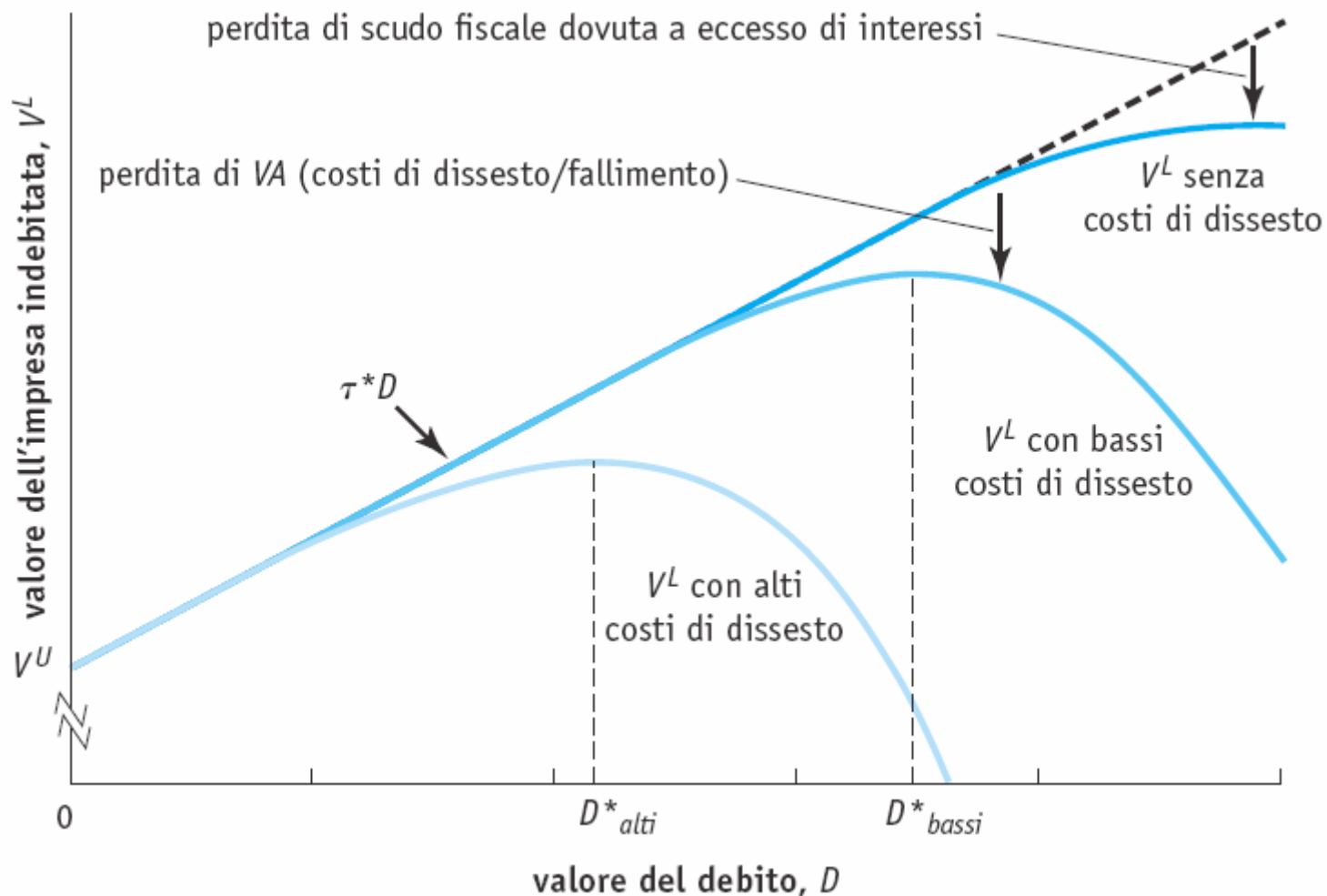
Il rapporto d'indebitamento ottimale (continua)

- La teoria del trade-off stabilisce che le imprese dovrebbero aumentare il loro debito fino a raggiungere il livello per cui il loro valore è massimizzato.
 - A questo punto, il risparmio fiscale che si otterrebbe aumentando il debito risulta compensato dalla maggiore probabilità di incorrere nei costi di dissesto/fallimento.

Il rapporto d'indebitamento ottimale (continua)

- La teoria del trade-off può aiutare a spiegare:
 - perché le imprese scelgono livelli di debito troppo bassi per sfruttare in pieno lo scudo fiscale degli interessi (a causa della presenza dei costi di dissesto);
 - le differenze tra i diversi settori nel ricorso al debito (a causa delle differenze nell'entità dei costi di dissesto/fallimento e nella volatilità dei flussi di cassa).

Figura 16.1 Indebitamento ottimale con imposte e costi di dissesto/fallimento



16.5 Sfruttare i creditori: i costi di agenzia del debito

- Costi di agenzia
 - Costi che nascono quando vi sono conflitti di interesse tra i diversi *stakeholder*.
- Il management generalmente prenderà decisioni che aumentano il valore del capitale proprio dell'impresa. Tuttavia, quando un'impresa è indebitata, i manager potrebbero prendere decisioni che sono a beneficio degli azionisti, ma che danneggiano i creditori e riducono il valore totale dell'impresa.

16.5 Sfruttare i creditori: i costi di agenzia del debito (continua)

- Consideriamo Baxter Inc., un'impresa sull'orlo del dissesto.
 - Baxter ha un prestito di 1 milione di \$ che scadrà alla fine dell'anno.
 - Senza un cambio di strategia, il valore di mercato delle sue attività a quella data sarà di soli \$900.000 e Baxter risulterà insolvente.

Eccesso di rischio e asset substitution

- Baxter sta considerando una nuova strategia
 - La nuova strategia non richiede un investimento iniziale, ma ha solo il 50% di probabilità di successo.
- Se la nuova strategia avrà successo, aumenterà il valore dell'attivo aziendale a 1,3 milioni di \$.
- Se la nuova strategia fallirà, il valore dell'attivo scenderà a \$300.000.

Eccesso di rischio e asset substitution (continua)

- Il valore atteso dell'attivo aziendale con la nuova strategia è di \$800.000, ovvero \$100.000 in meno rispetto alla vecchia strategia.
 - $50\% \times 1,3 \text{ milioni di } \$ + 50\% \times \$300.000 = \$800.000$
- A prescindere dal risultato complessivo negativo, alcuni in azienda hanno suggerito che Baxter persegua comunque la nuova strategia.
 - Gli azionisti beneficeranno di questa decisione?

Eccesso di rischio e asset substitution (continua)

- Se Baxter non attua la nuova strategia, diventerà insolvente e gli azionisti non otterranno nulla, con certezza.
 - Gli azionisti non hanno nulla da perdere se Baxter attua la strategia rischiosa.
- Se la strategia ha successo, gli azionisti riceveranno \$300.000 dopo che sarà rimborsato il debito.
 - Dato un 50% di probabilità di successo, il ritorno atteso per gli azionisti è di \$150.000.

Tabella 16.3

TABELLA 16.3

Ritorni per debito e capitale proprio di Baxter in ciascuna strategia (migliaia di dollari).

	vecchia strategia	nuova strategia rischiosa		
		successo	insuccesso	atteso
valore dell'attivo	900	1300	300	800
debito	900	1000	300	650
capitale proprio	0	300	0	150

Eccesso di rischio e asset substitution (continua)

- Gli azionisti traggono un guadagno da questa strategia anche se essa ha un ritorno atteso negativo, mentre i detentori di titoli di debito subiscono una perdita.
 - Se il progetto ha successo, i detentori del debito vengono rimborsati per intero e ricevono 1 milione di \$.
 - Se il progetto fallisce, i detentori del debito ricevono soltanto \$300.000.
 - Il ritorno atteso per i detentori del debito è di \$650.000, con una perdita di \$250.000 rispetto alla vecchia strategia.
 - $50\% \times 1 \text{ milione di } \$ + 50\% \times \$300.000 = \$650.000$

Eccesso di rischio e asset substitution (continua)

- Problema di sovra-investimento
 - Quando un'impresa è in dissesto, gli azionisti possono guadagnare dal realizzare investimenti sufficientemente rischiosi, anche se hanno un VAN negativo.
- La perdita di \$250.000 per i detentori del debito corrisponde a \$100.000 di perdita attesa dalla strategia rischiosa e a \$150.000 di guadagno degli azionisti.
- A tutti gli effetti gli azionisti stanno scommettendo con i soldi dei creditori.

Eccesso di rischio e asset substitution (continua)

- Gli azionisti sono incentivati a investire in progetti rischiosi con VAN negativo, anche se un progetto con VAN negativo distrugge il valore dell'impresa nel suo insieme.
 - Anticipando questo comportamento scorretto, i detentori di titoli pagheranno meno per l'impresa all'inizio.

Debt overhang e sotto-investimento (under-investment)

- Ora supponiamo che Baxter non realizzi la strategia rischiosa ma consideri invece un'opportunità di investimento che richiede un investimento iniziale di \$100.000 e genererà un rendimento privo di rischio del 50%.

Debt overhang e sotto-investimento (under-investment) (continua)

- Se tasso di interesse privo di rischio è del 5%, questo investimento ha chiaramente un VAN positivo.
 - Che cosa succede se Baxter non ha liquidità a disposizione per realizzare l'investimento?
 - Baxter potrebbe raccogliere \$100.000 emettendo nuove azioni per realizzare l'investimento?

Tabella 16.4

TABELLA 16.4

Ritorni per debito e capitale proprio di Baxter con e senza il nuovo progetto (migliaia di dollari).

	senza il nuovo progetto	con il nuovo progetto
attività esistenti	900	900
nuovo progetto		150
valore totale	900	1050
debito	900	1000
capitale proprio	0	50

Debt overhang e sotto-investimento (under-investment) (continua)

- Se gli azionisti apportano \$100.000 per finanziare il progetto, ne riceveranno solo \$50.000.
 - Gli altri \$100.000 derivanti dal progetto andranno ai detentori del debito, il cui ritorno cresce da \$900.000 a 1 milione di \$.
 - Poiché i detentori del debito ricevono la maggior parte dei benefici, questo progetto è un'opportunità di investimento con VAN negativo per gli azionisti, anche se genera un VAN positivo per l'impresa nel complesso.

Debt overhang e sotto-investimento (under-investment) (continua)

- *Quando un'impresa è in dissesto, può scegliere di non finanziare progetti a VAN positivo.*
- Problema di sotto-investimento
 - Una situazione in cui gli azionisti scelgono di non investire in un progetto con VAN positivo perché l'impresa è in dissesto e il valore generato dall'opportunità di investimento andrebbe a vantaggio dei detentori di obbligazioni.

Prelevare contanti

- Quando un'impresa è in dissesto, gli azionisti sono incentivati a non investire, ma a prelevare più liquidità possibile dall'azienda.
 - Per esempio, se è probabile che l'impresa risulterà insolvente, la società potrebbe vendere gli *asset* aziendali a prezzi inferiori al loro valore e usare i fondi ottenuti per distribuire agli azionisti un dividendo immediato in denaro.
 - Questa è un'altra forma di sotto-investimento che può manifestarsi quando un'impresa è in dissesto.

Stima del debt overhang

- Di quanto deve essere indebitata un'impresa perche vi sia un significativo problema di debt overhang?
- Supponiamo che gli azionisti investano un importo I in un nuovo progetto con rischio simile a quello dell'impresa.
- Gli azionisti ricaveranno un vantaggio dal nuovo investimento solo se:

$$\frac{VAN}{I} > \frac{\beta_D D}{\beta_E E}$$

Costi di agenzia e valore del debito

- L'indebitamento può portare manager e azionisti ad agire in modo da ridurre il valore dell'impresa.
 - Sembra che gli azionisti ottengano dei benefici a scapito dei creditori.
 - Tuttavia, in ultima istanza sono gli azionisti che sosterranno i costi di agenzia.

Costi di agenzia e valore del debito (continua)

- Quando un'impresa aumenta l'indebitamento nella sua struttura finanziaria, tale decisione ha due effetti sul prezzo delle azioni.
 - Il prezzo beneficia del fatto che gli azionisti, in condizioni di dissesto, sono in grado di espropriare a loro vantaggio i creditori.

Costi di agenzia e valore del debito (continua)

- Quando un'impresa aumenta l'indebitamento nella sua struttura finanziaria, tale decisione ha due effetti sul prezzo delle azioni.
 - I creditori riconoscono questa possibilità e pagano meno per quel debito al momento dell'emissione, riducendo la ricchezza che l'impresa sarà in grado di distribuire ai suoi azionisti.
 - Poiché i creditori perdono più di quanto gli azionisti guadagnano da queste attività, l'effetto netto è una riduzione del prezzo iniziale delle azioni dell'impresa.

Costi di agenzia e valore del debito (continua)

- I costi di agenzia del debito rappresentano un altro costo dell'aumento del debito aziendale, che influenza la scelta della struttura finanziaria ottimale.

Durata del debito e clausole vincolanti

- L'entità dei costi di agenzia spesso dipende dalla durata del debito.
 - I costi di agenzia sono maggiori per debiti a lungo termine e minori per debiti a breve termine.

Durata del debito e clausole vincolanti (continua)

- Clausole vincolanti del debito (*covenants*)
 - Clausole con cui i creditori impongono delle restrizioni sulle azioni che un'impresa può intraprendere.
- Le clausole vincolanti possono aiutare a ridurre i costi di agenzia, ma poiché riducono la flessibilità del management, possono potenzialmente ostacolare la realizzazione di opportunità di investimento a VAN positivo e quindi possono rappresentare esse stesse un costo.

16.6 Motivare i manager: i benefici di agenzia del debito

- Management entrenchment
 - Una situazione che nasce a causa della separazione tra proprietà e controllo, in cui i manager potrebbero prendere decisioni a loro vantaggio e a scapito degli investitori.
- Il management entrenchment potrebbe consentire ai manager di gestire l'impresa facendo i loro interessi, invece di quelli degli azionisti.

Concentrazione della proprietà

- Uno dei vantaggi derivanti dall'utilizzo dell'indebitamento è che gli azionisti possono mantenere la loro quota di partecipazione azionaria nella società. Come azionisti di maggioranza essi avranno un forte interesse a fare il meglio per l'impresa.
- Supponiamo che Ross sia il proprietario di un'impresa e che intenda espandersi. Può prendere a prestito i fondi necessari all'espansione oppure raccogliere il denaro vendendo azioni dell'impresa. Se decide di emettere azioni, deve vendere il 40% dell'impresa per raccogliere i fondi necessari.

Concentrazione della proprietà (continua)

- Supponiamo che il valore dell'impresa dipenda in larga parte dagli sforzi personali di Ross.
 - Finanziando l'espansione con l'indebitamento, Ross mantiene il 100% della proprietà dell'azienda. È probabile che lavori di più e che l'impresa varrà di più, perché riceverà il 100% dell'incremento di valore.
 - Invece, se Ross emette azioni, mantiene soltanto il 60% della proprietà e riceverà soltanto il 60% dell'incremento di valore dell'impresa.

Concentrazione della proprietà (continua)

- Con l'indebitamento Ross mantiene il 100% della proprietà e sosterrà per intero il costo di qualsiasi *benefit* come un jet aziendale o la tessera di un *country club*.
- Emettendo azioni, Ross sostiene soltanto il 60% dei costi; l'altro 40% sarà pagato dai nuovi azionisti.
 - Con un finanziamento tramite capitale proprio, quindi, è più probabile che Ross spenda in eccesso per questi lussi.

Concentrazione della proprietà (continua)

- Emettendo nuove azioni, l'impresa incorre nei costi di agenzia dovuti al minore impegno nel lavoro e all'eccessiva spesa in lussi.
 - Come mostrato in precedenza, se il prezzo dei titoli è equo, saranno gli azionisti originari dell'impresa a sostenere questi costi.
- L'uso del debito può portare beneficio all'impresa preservando la concentrazione della proprietà ed evitando questi costi di agenzia.

Riduzione di investimenti non profittevoli

- Una preoccupazione delle grandi imprese è che i manager potrebbero effettuare elevati investimenti non redditizi.
 - Che cosa può portare i manager a realizzare investimenti a VAN negativo?

Riduzione di investimenti non profittevoli (continua)

- I manager potrebbero voler creare una propria posizione di potere (*empire building*).
 - I manager spesso preferiscono gestire grandi aziende piuttosto che aziende piccole, e quindi realizzano investimenti che aumentano le dimensioni dell'impresa e non la sua redditività.
 - I manager delle grandi aziende in genere hanno stipendi più elevati e maggiore prestigio e visibilità rispetto ai manager delle piccole aziende.
 - Per questo motivo i manager possono espandere divisioni non profittevoli, pagare troppo per alcune acquisizioni, effettuare spese in conto capitale non necessarie o assumere personale superfluo.

Riduzione di investimenti non profittevoli (continua)

- I manager potrebbero investire in eccesso perché sono troppo sicuri di sé.
 - Anche quando i manager cercano di agire nell'interesse degli azionisti possono commettere degli errori.
 - I manager tendono a essere ottimisti sulle prospettive future dell'impresa e possono essere portati a credere che nuove opportunità siano migliori di quelle esistenti.

Riduzione di investimenti non profittevoli (continua)

- Ipotesi dei flussi di cassa disponibili
 - Si avrà eccesso di spesa con maggiore probabilità nelle imprese che hanno elevati flussi di cassa in eccesso rispetto a quelli necessari a realizzare investimenti a VAN positivo e a rimborsare i creditori.

Riduzione di investimenti non profittevoli (continua)

- Quando la liquidità è limitata, i manager saranno spinti a gestire l'impresa nel modo più efficiente possibile.
 - Secondo l'ipotesi dei flussi di cassa disponibili, l'indebitamento aumenta il valore dell'impresa in quanto la costringe a effettuare pagamenti di interessi futuri, riducendo di conseguenza i flussi di cassa in eccesso e la realizzazione di investimenti non profittevoli da parte dei manager.

Riduzione di investimenti non profittevoli (continua)

- L'indebitamento può ridurre il grado di *managerial entrenchment* perché c'è una maggiore probabilità che in dissesto i manager perdano il posto.
 - I manager meno protetti sono in genere molto più attenti alla propria *performance* ed è meno probabile che effettuino investimenti superflui.
- In più, quando l'impresa ha un livello di indebitamento elevato, gli stessi creditori controlleranno con molta attenzione l'operato dei manager, fornendo un ulteriore livello di controllo sul management.

Indebitamento e impegno dei manager

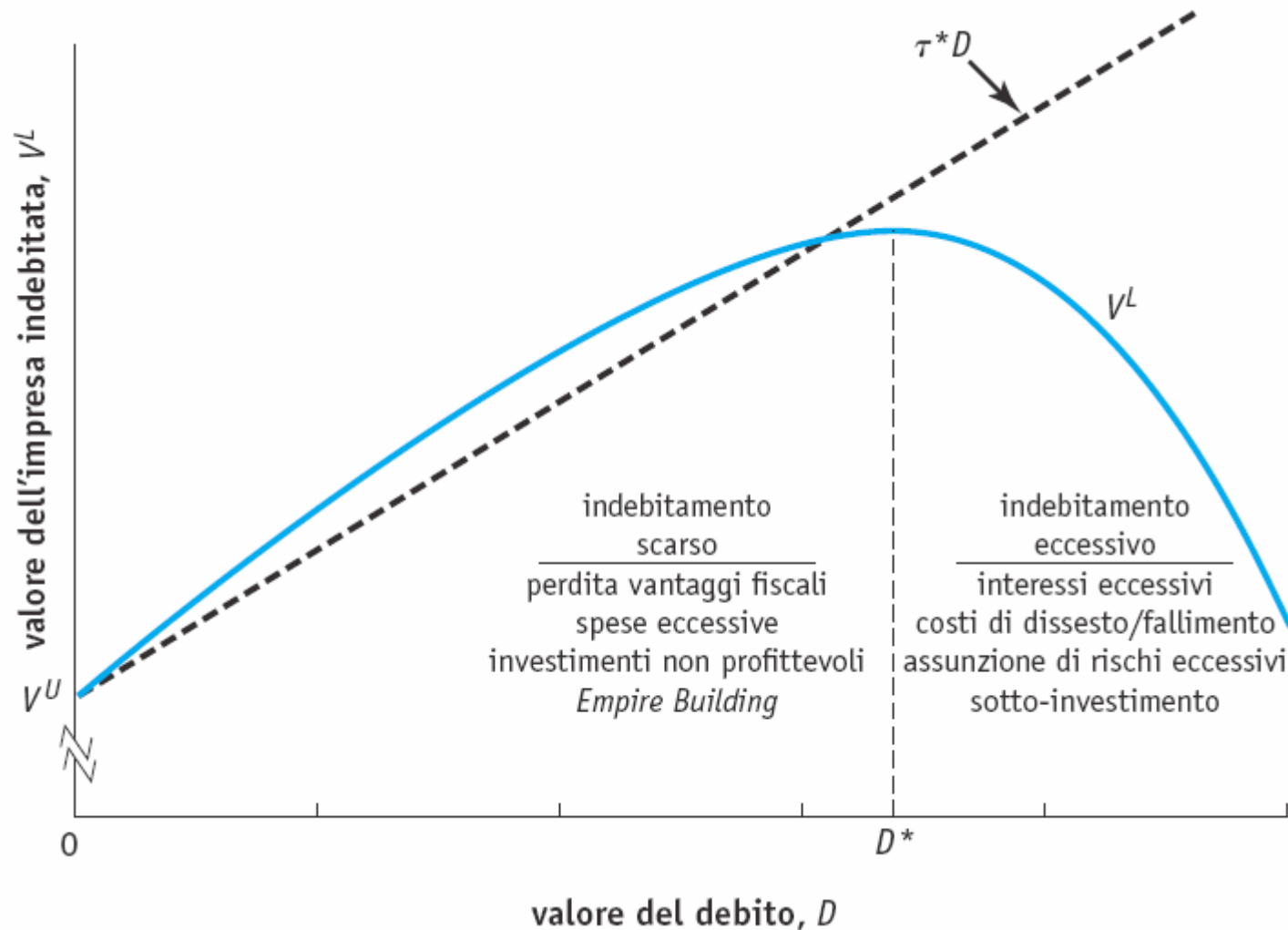
- L'indebitamento può anche legare le mani ai manager impegnandoli a realizzare strategie con maggiore vigore rispetto a quanto avrebbero fatto senza la minaccia di dissesto finanziario.
- Un'impresa maggiormente indebitata potrebbe anche gettarsi con più forza nella competizione e agire in modo più aggressivo nel proteggere i propri mercati, perché non può rischiare di fallire.

16.7 Costi di agenzia e teoria del *trade-off*

- Ora si può dimostrare che il valore dell'impresa *levered* è:

$$\begin{aligned} V^L &= V^U + VA(\text{scudo fiscale degli interessi}) \\ &\quad -VA(\text{costi di dissesto/fallimento}) \\ &\quad -VA(\text{costi di agenzia del debito}) \\ &\quad +VA(\text{benefici di agenzia del debito}) \end{aligned}$$

Figura 16.2 Indebitamento ottimale con imposte, costi di dissesto/fallimento e costi di agenzia



Il livello d'indebitamento ottimale

- Imprese ad alta intensità di ricerca e sviluppo
 - Le imprese con costi elevati di ricerca e sviluppo e opportunità di crescita future mantengono normalmente un basso livello di indebitamento.
 - Queste imprese hanno di norma ridotti flussi di cassa e strategie di *business* rischiose.
- Imprese mature a bassa crescita
 - Le imprese mature e a bassa crescita, con flussi di cassa stabili ed elevate immobilizzazioni materiali, spesso hanno un elevato indebitamento.
 - Queste imprese in genere hanno elevati flussi di cassa e ridotte opportunità di investimenti profittevoli.

I livelli d'indebitamento nella pratica

- La teoria del *trade-off* spiega come le imprese *dovrebbero* scegliere la loro struttura finanziaria per massimizzare il valore per gli azionisti attuali, ma questo potrebbe non coincidere con quello che le imprese *fanno* nella realtà.

I livelli d'indebitamento nella pratica (continua)

- Teoria del management entrenchment
 - Una teoria che suggerisce che i manager scelgano una struttura finanziaria per evitare la disciplina del debito e per mantenere la sicurezza del loro posto di lavoro.
 - I manager cercano di minimizzare il rapporto di indebitamento per prevenire la perdita del posto in caso di fallimento, ma non possono usare troppo poco il debito (perché devono accontentare gli azionisti).

16.8 Asimmetria informativa e struttura finanziaria

- Asimmetria informativa
 - Una situazione in cui le parti hanno informazioni diverse.
 - Per esempio, quando i manager hanno più informazioni degli investitori sui flussi di cassa futuri dell'impresa.

L'indebitamento come segnale credibile

- Principio di credibilità
 - Il principio secondo cui le affermazioni che riguardano il proprio interesse sono credibili solo se sostenute da azioni che sarebbero troppo costose se tali affermazioni non fossero vere.
 - “Le azioni contano di più delle parole”.

L'indebitamento come segnale credibile (continua)

- Supponiamo che un'impresa abbia un nuovo progetto grande e profittevole, ma non possa comunicarlo per ragioni di concorrenza.
 - Un modo per comunicare in maniera credibile questa informazione positiva è quello di impegnare l'impresa a elevati pagamenti futuri connessi al debito.
 - Se l'informazione è vera, l'impresa non avrà problemi a effettuare i pagamenti.
 - Se l'informazione è falsa, l'impresa avrà difficoltà a pagare i creditori e andrà incontro al dissesto finanziario, che risulterà costoso.

L'indebitamento come segnale credibile (continua)

- Teoria dei segnali del debito
 - L'uso del rapporto di indebitamento come mezzo per dare segnali favorevoli sull'impresa agli investitori.
 - L'impresa può quindi usare il rapporto di indebitamento come mezzo per convincere gli investitori del fatto che possiede l'informazione che crescerà, anche se non è in grado di fornire dettagli verificabili sulle cause della crescita.

Emissione di azioni e selezione avversa

- Selezione avversa
 - L'idea che, quando compratori e venditori hanno informazioni diverse, la qualità media dei beni sul mercato sarà diversa dalla qualità media complessiva.
- *Lemons principle*
 - Quando un venditore ha informazioni private sul valore di un certo bene, i compratori, a causa della selezione avversa, sconteranno il prezzo che sono disposti a pagare.

Emissione di azioni e selezione avversa (continua)

- Un classico esempio di selezione avversa e di *lemons principle* è il mercato delle auto usate.
 - Se il venditore ha informazioni private sulla qualità dell'auto, il suo *desiderio di vendere* fa pensare che l'auto sia probabilmente di scarsa qualità.
 - I compratori, perciò, sono riluttanti a comprare, a meno che il prezzo non venga pesantemente scontato.

Emissione di azioni e selezione avversa (continua)

- I proprietari di automobili di alta qualità sono riluttanti a vendere perché sanno che i compratori penseranno che stanno “tirando un bidone” e offriranno solo un prezzo basso.
- Come conseguenza di ciò, qualità e prezzi delle automobili vendute sul mercato dell’usato sono entrambi bassi.

Emissione di azioni e selezione avversa (continua)

- Lo stesso principio può essere applicato al mercato azionario.
 - Supponiamo che il proprietario di una *start-up* si offra di vendervi il 70% della sua partecipazione. Egli dichiara di voler vendere *solo* perché vuole diversificare il suo portafoglio. Avete il sospetto che il proprietario sia desideroso di vendervi una grossa partecipazione perché ha informazioni negative sulle prospettive future dell'impresa.

Emissione di azioni e selezione avversa (continua)

- Le imprese che emettono nuove azioni hanno informazioni private sulla qualità dei progetti futuri.
 - Tuttavia, per il *lemons principle*, i compratori sono riluttanti a credere nella valutazione dei nuovi progetti effettuata dal management dell'impresa e sono disposti ad acquistare le nuove azioni soltanto a prezzi molto ribassati.

Emissione di azioni e selezione avversa (continua)

- I manager che sanno che le prospettive dell'impresa sono buone (e che i titoli hanno un valore elevato) non emetteranno nuove azioni.
- Soltanto i manager che sanno che le prospettive dell'impresa non sono buone (e che i titoli hanno un valore basso) sono disponibili a emettere nuove azioni.

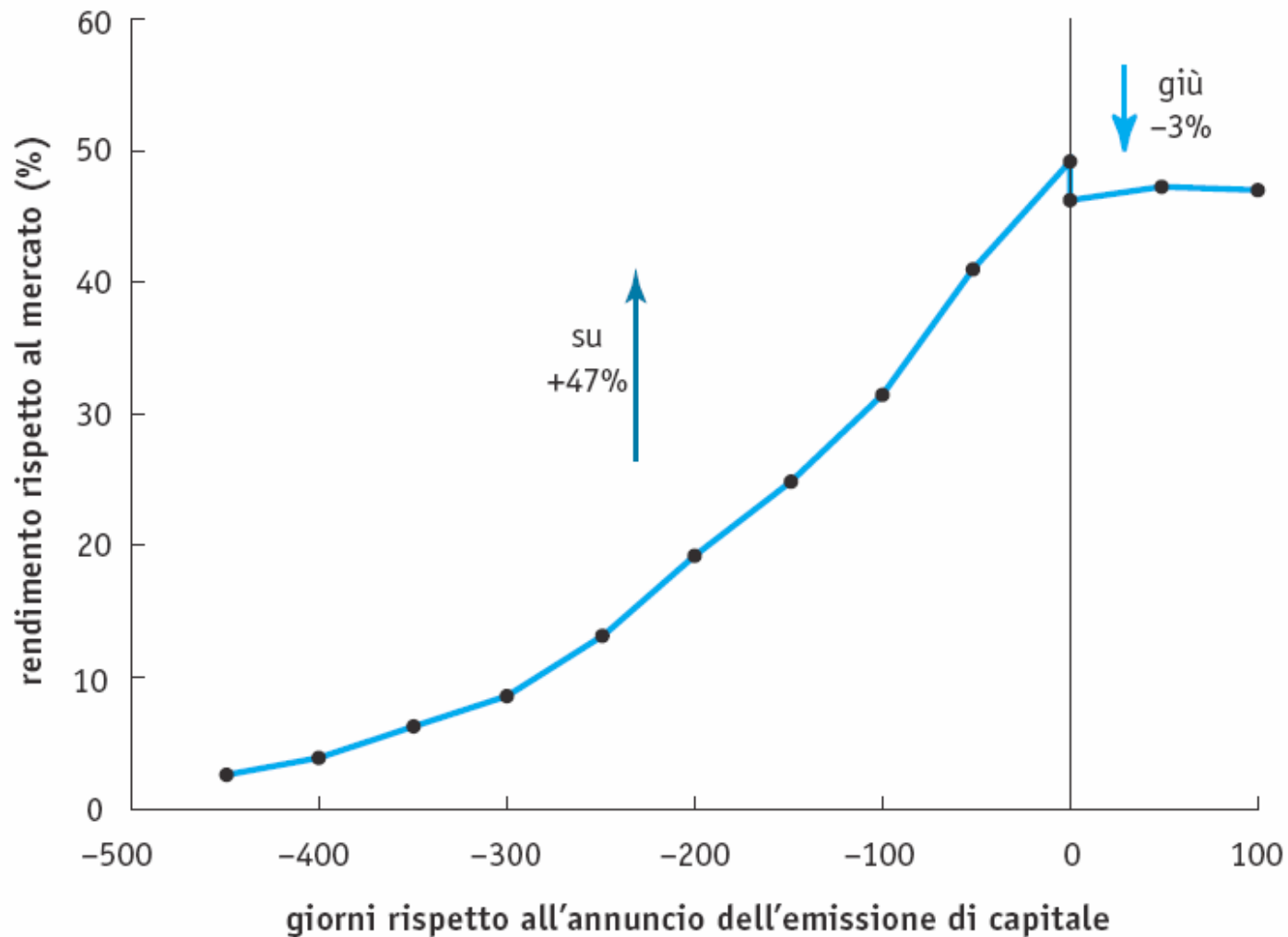
Emissione di azioni e selezione avversa (continua)

- Il “problema del bidone” genera un costo per le imprese che devono raccogliere capitale dagli investitori per finanziare nuovi investimenti.
 - Se le imprese cercano di emettere azioni, gli investitori ne sconteranno il prezzo che saranno disposti a pagare per riflettere la possibilità che i manager siano al corrente di cattive notizie.

Implicazioni sull'emissione di azioni

- Il *lemons principle* implica direttamente che:
 - *Il prezzo dell'azione scende quando viene annunciata un'emissione di azioni.*
 - *Il prezzo dell'azione tende ad aumentare prima che sia annunciata un'emissione di azioni.*
 - *Le aziende cercano di emettere azioni quando le asimmetrie informative sono al minimo, come avviene immediatamente dopo l'annuncio dei risultati economici.*

Figura 16.3 Rendimenti azionari prima e dopo un'emissione di capitale



Implicazioni sulla struttura finanziaria

- *I manager che percepiscono che il capitale proprio dell'impresa è sottovalutato preferiranno finanziare i loro investimenti usando gli utili accantonati o l'indebitamento, piuttosto che il capitale proprio.*
 - L'opposto di questa affermazione è anch'esso vero. I manager che percepiscono che il capitale proprio dell'impresa è sopravvalutato preferiranno finanziare i loro investimenti usando emissioni azionarie piuttosto che il debito o gli utili accantonati.

Implicazioni sulla struttura finanziaria (continua)

- Ipotesi dell'ordine di scelta (*pecking order hypothesis*)
 - L'idea che i manager preferiscano usare prima le riserve di utili, poi il debito e poi emettere nuove azioni solo come ultima risorsa.
 - Questa ipotesi non fornisce una previsione chiara riguardo la struttura finanziaria. Le imprese dovrebbero preferire, nell'ordine, gli utili accantonati, il debito e poi le azioni come fonti di finanziamento, ma gli utili accantonati sono di fatto una forma di finanziamento con capitale proprio.
 - Le imprese potrebbero avere un basso indebitamento o perché non sono in grado di emettere nuovo debito e devono finanziarsi con il capitale proprio, o perché hanno redditività sufficiente per finanziare tutti i loro investimenti utilizzando gli utili accantonati.

Implicazioni sulla struttura finanziaria (continua)

- Market timing nella scelta della struttura finanziaria
 - La struttura finanziaria complessiva dell'impresa dipende in parte dalle condizioni di mercato esistenti quando l'impresa in passato ha cercato finanziamenti.

16.9 La struttura finanziaria: le determinanti della scelta

- La struttura finanziaria ottimale dipende da imperfezioni del mercato, come imposte, costi di dissesto, costi di agenzia e asimmetria informativa.