

IL COMMERCIALISTA VENETO n. 229 - GENNAIO / FEBBRAIO 2016



ASSOCIAZIONE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI DELLE TRE VENEZIE

INSERTO

OLTRE L'IRRILEVANZA

**CONSIDERAZIONI PER UNA LETTURA RAGIONATA
DELLE PROPOSIZIONI DI MODIGLIANI-MILLER**

RENZO ROSIN
Ordine di Venezia

OLTRE L'IRRILEVANZA

CONSIDERAZIONI PER UNA LETTURA RAGIONATA DELLE PROPOSIZIONI DI MODIGLIANI-MILLER

RENZO ROSIN
Ordine di Venezia

Le proposizioni MM1 e MM2 sono vere soltanto in circostanze così rare da sembrare delle eccezioni più che una regola. Se, però, non si comprendono le circostanze in cui esse sono valide, non si possono nemmeno capire le ragioni per le quali una struttura finanziaria è migliore di un'altra. Dopo tutto, la struttura finanziaria conta.

1. INTRODUZIONE

Le opinioni che, in materia finanziaria, sottostanno ai titoli dei giornali in questi ultimi tempi sono tutte, più o meno, incentrate sulla convinzione che i tassi di interesse non saliranno tanto presto, anzi che ci vorranno degli anni per una loro risalita.

A sostegno della continuità di una robusta stagnazione, è la considerazione del debito di finanziamento delle imprese, della demografia e della distribuzione del reddito prevalenti.

Oggi le imprese non sono mai state tanto indebitate.

Si è consci che (1) in risposta ad ogni fase economica recessiva, le imprese con più elevati livelli di debito riducono i loro costi molto più rapidamente di quelle poco indebitate; (2) le recessioni in una economia molto indebitata durano molto di più che non in economie poco indebitate.

Uscire dalla crisi di sovra indebitamento è, dunque, imperativo, ma è un'impresa dura e lenta dal momento che il tasso di crescita dell'economia deve superare il tasso di interesse reale, ciò che implica che le imprese devono crescere e nel contempo creare valore, ciò che vuol dire ripagare il debito e nel contempo remunerare adeguatamente anche gli investimenti in capitale di rischio.

Bene, dunque, il quantitative easing, che, però, si pone nel kit degli economisti come una condizione necessaria ma non sufficiente.

Inoltre, oggi la gente vive di più ed ha, perciò, bisogno di risparmiare di più. Ma una maggiore necessità di risparmio implica una minore propensione all'investimento il che certamente non aiuta l'auspicata ripresa dell'economia.

Infine, mentre le classi subalterne diventano sempre più povere, le classi abbienti diventano sempre più affluenti, ma, naturalmente, la spesa di ogni euro marginale da parte di queste ultime diminuisce.

Ecco sommariamente spiegate alcune fra le più importanti ragioni dell'attuale deflazione, che chiama in causa due fenomeni endogeni all'impresa: (1) la rinascita tendenza ad una crescita autosostenuta (che, però, non rientra tra gli scopi di questo scritto, ma di cui si potrebbe parlare in seguito) e (2) la ricerca di una struttura finanziaria coerente con la attuale fase economica.

2. PREMessa

La questione più analizzata in finanza è quella di quanto debba essere indebitata l'impresa e di quale relazione possa sussistere tra il suo grado di indebitamento, il suo costo del capitale ed il suo valore.

Esiste una struttura finanziaria ottima, che, minimizzando il costo del capitale, massimizzi il valore dell'impresa?

In caso affermativo, come si determina?

3. IPUNTI CHIAVE DELL'ARGOMENTAZIONE

– **Struttura finanziaria:** D / E (debito finanziario / capitale proprio)

– **Rapporto di indebitamento finanziario:** D / E (debito finanziario / capitale proprio)

– **Debito finanziario:** debito su cui si pagano interessi espliciti, che va, quindi, distinto dal debito di regolamento.

– **Creazione di valore economico:** pari al valore attuale dei futuri flussi di cassa operativi netti.

– **Costo del capitale:** remunerazione attesa da chi detiene le risorse finanziarie

– **WACC** = costo medio ponderato del capitale

– **Kel** = costo del capitale proprio dell'impresa indebitata finanziariamente (tasso di rendimento atteso dal capitale proprio dell'impresa con debiti di finanziamento)

- **Keu** = costo del capitale proprio in assenza di debito finanziario
- **Kd** = costo del debito
- **D** = Debito finanziario
- **E** = Capitale proprio
- **FCFO** = flussi di cassa operativi netti
- **Vu** = Valore dell'impresa priva di debito finanziario
- **VI** = Valore dell'impresa con debiti finanziari
- **tc** = aliquota fiscale IRES
- **Rn** = reddito netto
- **Kd * D * t** = beneficio fiscale
- **(Of * tc) / i = D * tc** = beneficio fiscale
- **i** = tasso di capitalizzazione di (Of * tc)
- **td** = aliquota fiscale personale sui redditi da capitale proprio (dividendi e capital gains)
- **ti** = aliquota fiscale personale sui redditi da crediti finanziari
- **Vbf in assenza di imposte personali** = $Kd * D * tc$
- **Vbf in presenza di imposte personali** = $D * [(1 - tc) * (1 - td) / (1 - ti)]$

4. GLI ASSUNTI DI BASE DELLE PROPOSIZIONI MM1 E MM2

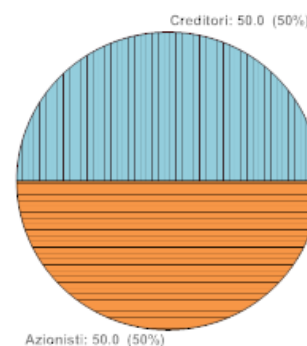
- **Informazioni sui titoli:** prive di costo e disponibili a tutti.
- **Debito finanziario:** privo di rischio e, quindi, con tasso risk free.
- **Imposte:** nessuna, né per l'impresa né per gli azionisti.
- **Aspettative degli investitori:** omogenee sui redditi operativi delle imprese supposti costanti.
- **Costi di fallimento:** nessuno.

5. LA PRIMA PROPOSIZIONE DI MODIGLIANI E MILLER: MM1

La "teoria della irrilevanza" contiene una delle più sorprendenti conclusioni del pensiero economico.

Nel loro primo articolo del 1958, **Franco Modigliani** e **Merton Miller** affermano che la struttura finanziaria dell'impresa, cioè la mescolanza di capitale proprio e di debito finanziario (su cui si pagano interessi espliciti) non influisce sul suo valore complessivo. La struttura finanziaria (data dal rapporto D / E , cioè Debito Finanziario / Capitale Proprio) ha delle conseguenze soltanto su come la torta viene divisa, ma non sulla sua dimensione.

TORTA DELL'IMPRESA INDEBITATA NELLA PROPOSIZIONE MM1



Modigliani e Miller dimostrano, infatti, che in un "mercato perfetto" le decisioni di finanziamento sono irrilevanti.

La loro famosa **proposizione MM1** afferma che il valore di un'impresa non è influenzato dalla sua struttura finanziaria: un'impresa non può modificare il suo valore semplicemente modificando la sua miscela di debito e capitale proprio, dato che esso è determinato unicamente dalla sua validità industriale. Sia che l'impresa si finanzi ricorrendo ad una combinazione di debito e capitale proprio, sia che si finanzi esclusivamente con il capitale proprio, il suo costo del capitale sarà lo stesso ed il medesimo sarà il suo valore.

Essi sostengono, dunque, che il costo totale del capitale per l'impresa

non può essere ridotto se si sostituisce il capitale azionario con il debito finanziario, anche se quest'ultimo è meno costoso del primo. La ragione di ciò sta nel fatto che, quando l'impresa aggiunge del debito nella sua struttura finanziaria, aumenta il suo rischio e il suo capitale proprio diventa più costoso. L'incremento del costo del capitale proprio controbilancia così il risparmio di costo indotto da una maggiore partecipazione del debito finanziario, meno costoso del capitale proprio, alla struttura finanziaria dell'impresa.

È la cosiddetta "legge della conservazione del valore", che si basa sul principio che in un mercato competitivo due beni che si equivalgono devono avere lo stesso prezzo.

Ciò può essere verificato facendo riferimento a due imprese che generano lo stesso flusso di cassa operativo (FCFO) e che sono diverse solo per la loro struttura finanziaria.

Acquisendo l'1% del capitale proprio e l'1% del debito dell'impresa (A) e l'1% del capitale proprio dell'impresa (B) si ottengono due portafogli identici, dato che entrambi danno diritto all'1% dei flussi operativi (FCFO) prodotti dalle due imprese (per definizione identiche) e sopportano un rischio operativo equivalente, dal momento che il rischio operativo di (A) e di (B) è identico. Di conseguenza, i due portafogli hanno lo stesso valore.

Questa condizione è assicurata dal fatto che per gli investitori risulterà conveniente realizzare degli arbitraggi fino a quando l'equilibrio di (A) e (B) non è raggiunto. In un mercato dei capitali perfetto, infatti, il processo di arbitraggio impedisce che i valori di mercato di due (o più) imprese appartenenti alla stessa classe di rischio, differiscano soltanto a causa di una differente struttura finanziaria.

Infatti, la perfetta disponibilità di informazioni provocherà, da un lato, che la domanda di investimento si riversi sull'impresa che costa meno innalzando così il suo prezzo e riducendo il suo tasso di rendimento minimo soddisfacente per i suoi azionisti e, dall'altro lato, la conseguenza di questi movimenti sull'azione più cara saranno una riduzione del suo prezzo ed un aumento del rendimento richiesto dagli azionisti.

$$K_{el} = K_{eu} + (k_{eu} - K_d) * D / E$$

Più precisamente, la MM2 suggerisce che:

- K_{el} sia uguale al tasso appropriato di capitalizzazione, cioè al WACC, considerato che in assenza di interferenze di tipo fiscale il WACC non potrà che corrispondere al rendimento richiesto dagli azionisti qualora l'impresa fosse finanziata soltanto da mezzi propri K_{eu} e si debba dunque assumere l'uguaglianza $WACC = K_{eu}$,

- più un premio pari al coefficiente di leverage moltiplicato per il differenziale: $(k_{eu} - K_d) * D / E$

L'equazione $K_{el} = K_{eu} + (k_{eu} - K_d) * (1 - t_c) * D / E$ afferma che il rendimento richiesto sul capitale proprio è una funzione lineare del rapporto D / E dell'impresa. Esaminandola, si può notare che, se K_{eu} è maggiore di K_d , K_{el} aumenta all'aumentare del rapporto D / E .

7. LE IMPOSTE

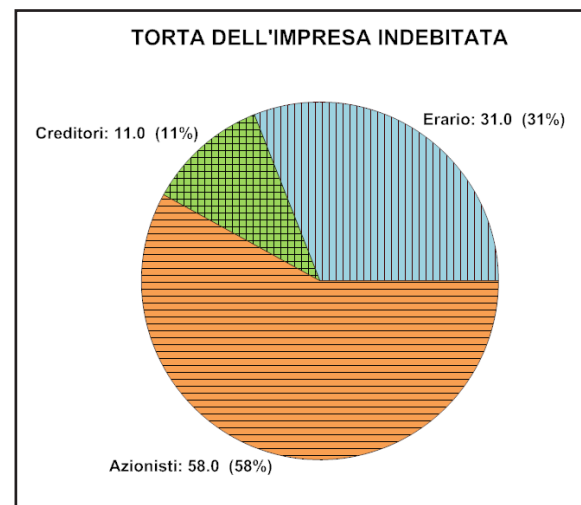
La **proposizione MM1** suggerisce che "il valore di una torta non dipende da come è tagliata". La torta rappresenta le attività dell'impresa e le fette (due) rappresentano i diritti dei creditori e degli azionisti. Mantenendo costante la dimensione della torta, ad un euro in più di debito corrisponde un euro in meno di capitale proprio.

Il problema sta in ciò che nella realtà le fette sono tre: creditori, azionisti e imposte.

Se l'impresa riesce a ridurre la grandezza della porzione delle imposte, essa fa aumentare il valore del capitale proprio, ossia la ricchezza degli azionisti. Una delle cose che può fare al riguardo è incrementare il debito finanziario, operazione, questa, che fa diminuire le imposte ed aumentare i flussi di cassa dei creditori e degli azionisti.

Per realizzare tale obiettivo, l'impresa tende ad indebitarsi di più per sfruttare la deducibilità degli oneri finanziari dal reddito imponibile, deducibilità che determina un minore esborso per imposte, riducendo nel contempo la fetta dello Stato.

Impresa (A) Vlevered = 1	Impresa (B) Vunlevered = 1					
<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">Assets: 100</td> <td>Debt: 60</td> </tr> <tr> <td>Equity: 40</td> </tr> </table>	Assets: 100	Debt: 60	Equity: 40	<table border="1"> <tr> <td>Assets: 100</td> <td>Equity: 100</td> </tr> </table>	Assets: 100	Equity: 100
Assets: 100		Debt: 60				
	Equity: 40					
Assets: 100	Equity: 100					
L'1% del Debito e l'1% del Capitale proprio dell'impresa (A) danno diritto all'1% dei suoi flussi di cassa operativi e corrispondono all'1% del suo valore	L'1% del Capitale proprio dell'impresa (B) dà diritto all'1% dei suoi profitti e vale, pertanto, l'1% del suo valore					



L'insensibilità dei flussi di cassa operativi netti (FCFO) al rapporto di indebitamento porta ad affermare che il costo medio ponderato del capitale (WACC) dell'impresa non cambia, qualunque sia il rapporto di indebitamento (D / E).

Si può, dunque, assumere la seguente uguaglianza:

$$WACC = K_{eu}$$

Da ciò, in assenza di imposte, deriva che il costo medio ponderato del capitale (1) non varia in rapporto al grado di indebitamento e (2) non potrà che corrispondere al rendimento del capitale proprio richiesto. Pertanto, il valore dell'impresa indebitata finanziariamente è uguale a quello dell'impresa priva di debiti finanziari:

$$V_l = V_u$$

6. LA SECONDA PROPOSIZIONE DI MODIGLIANI E MILLER: MM2

Ma come è possibile ottenere un WACC costante se K_d è anch'esso costante a causa dell'ipotesi di assenza di fallimento?

La risposta risiede nella **seconda proposizione di MM in assenza di imposte**.

La MM2 afferma che il costo del capitale proprio di equilibrio è dato dalla seguente relazione:

Il valore dell'impresa priva di debiti finanziari (V_l) è ora superiore a quello dell'impresa indebitata finanziariamente (V_u):

$$V_l = V_u + t_c * D$$

Corrispondentemente, il costo del capitale proprio di equilibrio dell'impresa indebitata è dato dalla seguente relazione:

$$K_{el} = K_{eu} + (k_{eu} - K_d) * (1 - t_c) * D / E$$

I due fatti di assoluto rilievo così messi in evidenza dal **modello MM** sono:

- il valore dell'impresa dipende esclusivamente dai risultati operativi conseguiti, attualizzati al saggio di rendimento K_{eu} , il quale remunera, appunto, il solo rischio operativo;

- il rendimento di equilibrio K_{el} , preteso dagli azionisti, coincide con K_{eu} e cresce in modo lineare al crescere del rapporto di indebitamento finanziario D / E , con la conseguenza che il **rischio finanziario** va ad aggiungersi al **rischio operativo**, determinando così una maggiore remunerazione per gli azionisti.

8. RISCHIOSITÀ OPERATIVA E RISCHIOSITÀ FINANZIARIA

Per quanto attiene all'**origine del costo del capitale**, va ribadito che la sua **prima determinante** è costituita dalla **rischiosità operativa**, a sua

volta dipendente dal grado di rigidità dei costi e dal livello di intensità del capitale investito. Un'impresa non indebitata sopporta, infatti, un costo del capitale associato alla sola rischio operativa.

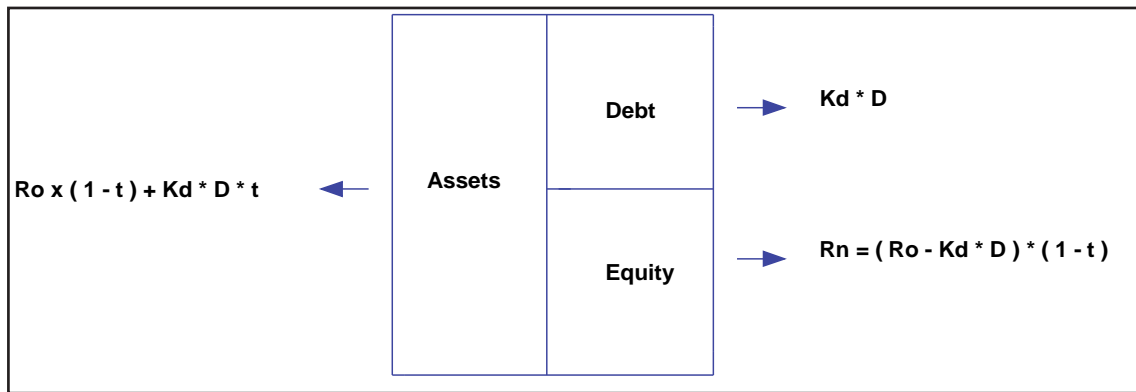
Quando l'impresa passa da una situazione priva di debiti ad una situazione di indebitamento finanziario, essa sconta inevitabilmente un maggiore onere (costituito dagli oneri finanziari), correlato alla **rischiosità finanziaria**, determinata dalla variabilità del risultato complessivo, conseguente al maggior grado di indebitamento, perché a carico dei soci-investitori. Il reddito di questi ultimi, infatti, sconta gli oneri del debito.

In una situazione di indebitamento finanziario, dunque, compito della finanza d'impresa è di ricercare la riduzione del **WACC** il più possibile al di sotto del costo del capitale per l'impresa non indebitata, cioè al di sotto di **Keu**.

Se il costo del capitale si abbassa, infatti, a parità di reddito aumenta il valore dell'impresa.

9. I BENEFICI DELL'INDEBITAMENTO

Nella figura che segue sono rappresentati i flussi nell'ottica *assets side* (investimenti) e in quella *liabilities side* (debito finanziario e capitale proprio).



Per definizione, la somma dei flussi spettanti ai conferenti il capitale di debito ed azionario deve corrispondere al **flusso complessivo generato dagli assets**, espresso dalla seguente uguaglianza:

$$\text{Flusso generato dagli assets} = Kd \times D + (Ro - Kd \times D) \times (1 - tc)$$

la quale, sviluppata, diventa

$$\text{Flusso generato dagli assets} = Kd \times D + Ro - Ro \times tc - Kd \times D + Kd \times D \times tc$$

ed, eliminati i termini di segno contrario, si ha che

$$\text{Flusso generato dagli assets} = Ro \times (1 - tc) + Kd \times D \times tc$$

In presenza di imposte, dunque, stante la deducibilità fiscale degli interessi passivi (qui, per semplicità si assume che via sia sempre una piena deducibilità), il **flusso complessivo generato dagli assets** aumenta della quantità $Kd \times D \times tc$

In questo modo, **l'impresa può incrementare il suo flusso di cassa totale ed il suo valore sostituendo debito finanziario a capitale proprio. Ciò spiega perché la struttura finanziaria è importante.**

10. LA TEORIA TRADIZIONALISTA

Ma cosa si verifica al venire meno degli assunti posti alla base del teorema MM?

La teoria tradizionalista non condivide le conclusioni di MM circa l'irrelevanza della struttura finanziaria dell'impresa.

Muovendo le mosse dal secondo postulato di MM che mostra la relazione tra rendimento richiesto dagli azionisti e grado di indebitamento, i tradizionalisti sostengono che nella realtà delle imprese esiste un fisiologico livello di indebitamento, entro il quale l'aumento del debito finanziario non provoca un incremento del rischio percepito dagli investitori e, quindi, nemmeno un aumento del tasso di rendimento.

Ciò significa che si può agire sul livello del WACC abbassandolo, aumentando l'indebitamento.

Oltre il livello per così dire fisiologico, l'aumento del debito finanziario provocherà un aumento del WACC. Nell'impostazione tradizionale vi è la consapevolezza del concetto di rischio finanziario, ma le modalità di remunerazione di tale rischio non sono definite in termini formali. La posizione dei tradizionalisti è, dunque, piuttosto indefinita, per cui non pare razionale affidarsi ad essa.

11. I COSTI DEL FALLIMENTO

Se è vero che il debito finanziario fornisce dei benefici in misura della quantità $Kd \times D \times t$, è anche vero che esso esercita una certa pressione sull'impresa, perché il pagamento degli interessi ed il rimborso del capitale sono degli impegni inderogabili.

Ricorrere all'indebitamento, dunque, espone l'impresa al rischio dell'insolvenza, intesa come incapacità dei suoi flussi di cassa a fronteggiare le obbligazioni in scadenza, che alla lunga può portare al suo fallimento.

Questa è la ragione per la quale il costo del debito incorpora anche il **costo atteso di fallimento**, il quale può essere fatto pari al **prodotto della probabilità che si verifichi il fallimento e l'ammontare complessivo dei costi diretti ed indiretti**.

Per **costi diretti** del fallimento si intendono i costi direttamente determinati dall'evento fallimento, costituiti dalle spese legali ed amministrative e dagli interessi di mora.

Questi costi, tuttavia, sono di entità modesta se rapportati ai **costi indiretti del fallimento**, che possono sorgere nel momento in cui l'impresa viene percepita in una situazione di dissesto da parte dei clienti, fornitori e dei soggetti finanziatori.

12. I COSTI DI AGENZIA

Nel mondo di Modigliani e Miller non ci sono neppure i **costi di agenzia**: la dimensione della torta veniva intesa come data, senza considerare che i manager non sempre agiscono nell'interesse dei detentori del capitale di rischio, ossia degli azionisti.

Molto di quanto si è innovato nella finanza d'impresa nelle ultime tre decadi è basato su tale premessa e molto del lavoro

compiuto è andato nella direzione di garantire, per quanto possibile, la remunerazione e la restituzione del capitale affidato ai manager delle imprese.

Ai giorni nostri, la comprensione dei costi di agenzia è uno strumento standard del kit degli economisti finanziari.

Questi costi vengono raggruppati in quattro categorie:

- **politiche egoistiche di investimento**, ossia la propensione (1) a non investire se c'è il rischio di peggiorare la situazione dell'impresa in difficoltà, oppure (2) a realizzare investimenti stravaganti e/o ad alto rischio nelle imprese prossime al fallimento, oppure ancora (3) a distribuire dividendi extra o effettuare altri pagamenti agli azionisti nei periodi di difficoltà, sottraendo così fondi ai creditori;
- **azioni anti-takeover** come le "pillole avvelenate";
- **self-dealing**, vale a dire la condotta sleale, che permette ai manager di accumulare ricchezze ben oltre i compensi votati dall'assemblea degli azionisti.

Posto che non è facile scoprire e verificarsi di tali abusi, non pochi credono che gli scandali che in questi anni sono saliti all'onore delle cronache non siano in realtà che la punta di un iceberg colossale.

13. LA TRADE-OFF THEORY

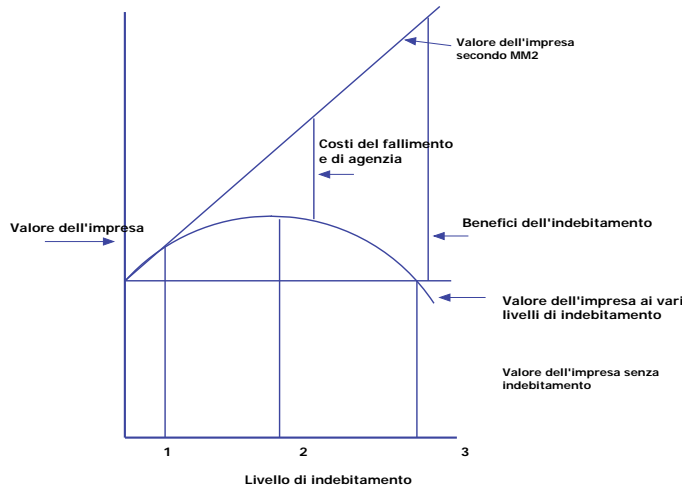
Dopo un lunghissimo dibattito teorico suscitato dal teorema Modigliani Miller, una parte degli studiosi ha pensato di trarre le conclusioni di seguito riassunte.

L'integrazione tra benefici fiscali e costi del fallimento è rappresentata nella figura che segue.

La linea retta diagonale rappresenta il valore senza indebitamento, ossia senza costi del fallimento.

La curva concava rappresenta il valore dell'impresa ai vari livelli di indebitamento, ossia in presenza dei costi del fallimento.

La curva concava ha origine non appena l'impresa assume un livello minimo di indebitamento. In questo caso il valore dei costi del fallimento è quasi irrilevante. Ora, è vantaggioso indebitarsi fino al punto 2. Tuttavia, all'aumentare del debito, il valore dei costi del fallimento aumenta ad un tasso crescente, per cui dal punto 1 in poi i costi del fallimento sono maggiori dei benefici fiscali.



La struttura finanziaria secondo la teoria del Trade-Off

Adesso, il valore dell'impresa indebitata è superiore a quello dell'impresa priva di debiti finanziari.

Tutto ciò può essere espresso dalla seguente formula:

$$V_I = V_U + t * D$$

Corrispondentemente, il costo del capitale proprio dell'impresa indebitata diviene il seguente:

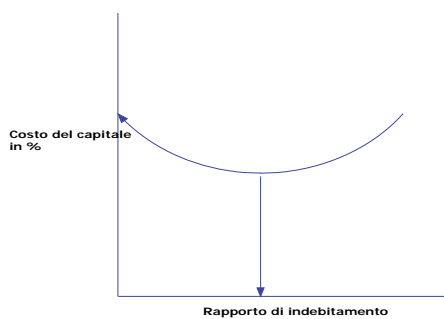
$$K_{el} = K_{eu} + (K_{eu} - K_d) * (1 - t) * D / E$$

Quanto al WACC, esso diminuisce progressivamente a causa dell'utilizzo del costo del debito al netto del beneficio fiscale; raggiunge il suo punto di ottimo e poi risale.

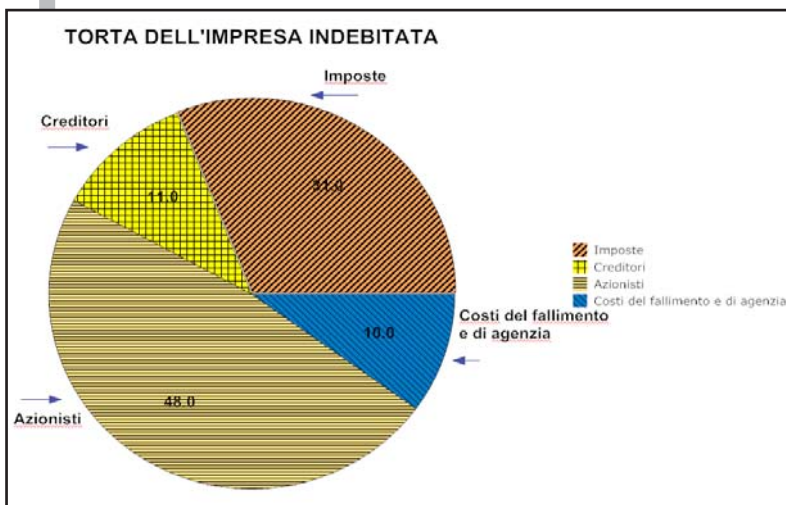
Fin tanto che il WACC diminuisce all'aumentare del rapporto di indebitamento, aumenta il valore dell'impresa. Però, con il progressivo aumento del rapporto di indebitamento anche il costo del debito finanziario (Kd) aumenta e corrispondentemente aumenta anche Kel, con il risultato che, a partire da un certo rapporto di indebitamento, il WACC comincia ad aumentare.

Poiché il WACC ha un punto di minimo, esiste, ed è misurabile, un corrispondente punto di massimo del valore dell'impresa.

ANDAMENTO DEL WACC (COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE)



Va anche tenuto presente che non esiste una formula matematica per individuare con esattezza il livello ottimale di debito per una specifica impresa, perché i costi del fallimento non possono essere determinati in misura precisa. A questo punto, la torta dell'impresa indebitata si trasforma nel modo seguente.



Aver individuato una struttura finanziaria ottimale mette fortemente in discussione le politiche finanziarie basate esclusivamente su fondamenta opportunistiche, dato che tramite essa si può creare valore per gli azionisti.

Il modello del trade-off ha portato, infatti, diversi vantaggi sul piano teorico-pratico:

- permette di capire le differenze nel rapporto di indebitamento tra imprese appartenenti a differenti settori di attività, differenze dovute alle differenti capacità di produrre redditi e flussi di cassa;
- permette di individuare un percorso di convergenza verso un nuovo rapporto di indebitamento ogni volta che l'impresa si trova in una situazione sub-ottimale.

14. L'IMPATTO DELLE IMPOSTE SOCIETARIE

IN PRESENZA DI IMPOSTE PERSONALI: MERTON MILLER '77

Nell'analisi della struttura finanziaria il soggetto economico di riferimento è il socio-investitore, cioè colui che, in qualità di persona fisica, detiene la proprietà del capitale proprio.

Se ricorrere al debito piuttosto che al capitale proprio significa modificare il valore dell'impresa, allora le scelte di struttura finanziaria hanno un impatto diretto sulla ricchezza dell'azionista.

Quindi, la deducibilità dal reddito imponibile degli interessi passivi è una ragione di preferenza assoluta sotto il profilo del valore dell'impresa. Questa è la riflessione del '77 di Merton Miller, peraltro condivisa da MM '63.

Il beneficio fiscale si può ricavare prendendo le mosse dal reddito netto nel modo seguente:

$$R_n = (R_o - OF) * (1 - tc) + Of$$

Se si ragiona in termini di valore capitale del beneficio fiscale (Vbf), è sufficiente capitalizzare $Of * ti$ al tasso che i mercati finanziari riconoscono per quella tipologia di finanziamento, ossia i .

$$\text{Il risultato è pari a: } (OF * ti) / i = D * tc$$

A chiarimento e conferma di questa proposizione, valga il seguente esempio.

Reddito operativo	5.000
Oneri finanziari	2.000
Reddito imponibile	3.000
tc	27,50%
Imposte	825
Reddito netto	2.175
Oneri finanziari	2.000
i	10%
Debito finanziario	20.000
interesse	10%
Oneri finanziari	2.000
$Vbf = (Of * tc) / i = (2.000 * 27,5%) / 10\% = 5.500$	5.500
$Vbf = D * tc = 20.000 * 27,5\%$	5.500
$D = Of * i = 2.000 * 0,10 = 20.000$	20.000

Miller, introducendo la seguente formula $Vbf \text{ in presenza di imposte personali} = D * [(1 - tc) * (1 - td)] / (1 - ti)$, evidenzia come il debito finanziario possa generare un beneficio fiscale soltanto se l'imposizione fiscale sui proventi dei capitali investiti a titolo di credito è inferiore all'imposizione fiscale personale sui redditi di capitale proprio.

Le possibili situazioni sono quattro.

1) Ipotesi in cui $ti = td$, ossia quando i dividendi e i capital gains vengono tassati con la stessa aliquota dei proventi finanziari.

L'aliquota fiscale societaria applicabile è pari alla sola IRES.

Il beneficio fiscale è pari a quello rilevato nelle condizioni di MM2 viste appena sopra. L'IRAP non permette, infatti, alcun risparmio di imposta: siccome gli interessi passivi non sono costi per beni e servizi acquistati, essi non concorrono a formare il margine che viene colpito dall'imposta.

$Vbf = [(1 - tc) * (1 - td)] / (1 - ti)$	
tc =	27,5%
td = Aliquota fiscale personale sui redditi da capitale	26%
ti = Aliquota fiscale personale sui redditi da crediti finanziari	26%
D = 20.000	
$Vbf = D * 1 - [(1 - Tc) * (1 - Td)] / (1 - Ti)$	
$Vbf = 20000 * (1 - (1 - 0,275) * (1 - 0,26)) / (1 - 0,26) = 5.500$	5.500

2) Ipotesi in cui $t_i > t_d$, ossia quando i dividendi e i capital gains vengono tassati meno dei dividendi e dei capital gains, **Il beneficio fiscale si amplifica rispetto all'ipotesi delle sole imposte societarie (esempio che precede).**

$V_{bf} = [(1 - t_c) * (1 - t_d)] / (1 - t_i)$	
t_c = Aliquota fiscale societaria, pari alla sola IRES	27,5%
t_d = Aliquota fiscale personale sui redditi da capitale	26%
t_i = Aliquota fiscale personale sui redditi da crediti finanziari	12,5%
D = 20.000	
$V_{bf} = D * 1 - [(1 - T_c) * (1 - T_d)] / (1 - T_i)$	
$V_{bf} = 20000 * (1 - (1 - 0,275) * (1 - 0,26)) / (1 - 0,125) = 7.737$	

3) Ipotesi in cui $(1 - t_i) = (1 - t_c) * (1 - t_d)$, ossia quando il beneficio della deducibilità degli oneri finanziari dal reddito imponibile è esattamente controbilanciata dallo svantaggio dividendi e i capital gains vengono tassati meno dei dividendi e dei capital gains, l'indebitamento non modifica il valore dell'impresa.

$V_{bf} = [(1 - t_c) * (1 - t_d)] / (1 - t_i)$	
t_d = Aliquota fiscale personale sui redditi da capitale	26,00%
t_i = Aliquota fiscale personale sui redditi da crediti finanziari	46,35%
D = 20.000	
$V_{bf} = D * 1 - [(1 - T_c) * (1 - T_d)] / (1 - T_i)$	
$V_{bf} = 20000 * (1 - (1 - 0,275) * (1 - 0,26)) / (1 - 0,4635) = 0$	

4) Ipotesi in cui $(1 - t_i) > (1 - t_c) * (1 - t_d)$, il beneficio della deducibilità degli oneri finanziari dal reddito imponibile è inferiore allo svantaggio di ottenere redditi da crediti rispetto a redditi azionari e, quindi, il ricorso a debiti di finanziamento riduce il valore dell'impresa.

$V_{bf} = [(1 - t_c) * (1 - t_d)] / (1 - t_i)$	
t_c = Aliquota fiscale societaria, pari alla sola IRES	27,50%
t_d = Aliquota fiscale personale sui redditi da capitale	26,00%
t_i = Aliquota fiscale personale sui redditi da crediti finanziari	46,35%
D = 20.000	
$V_{bf} = D * 1 - [(1 - T_c) * (1 - T_d)] / (1 - T_i)$	
$V_{bf} = 20000 * (1 - (1 - 0,275) * (1 - 0,26)) / (1 - 0,3635) = -1.185$	

Con i quattro esempi numerici che precedono si mette in mostra come **la convenienza dell'impresa ad indebitarsi** possa (1) ampliarsi, (2) ridursi o (3) essere totalmente annullata.

15. CICLO DI VITA DELL'IMPRESA E DEL SETTORE DI APPARTENENZA

Il rapporto di indebitamento ottimale è diverso da impresa a impresa ed è destinato a mutare nel tempo, anche perché nel tempo si susseguono differenti fasi del ciclo di vita dell'impresa, all'interno delle quali i benefici e gli svantaggi del debito assumono un peso diverso.

L'evidenza empirica segnala che, all'interno dei diversi settori, le imprese condividono le principali caratteristiche economico-finanziarie e pertanto tendono ad adottare politiche finanziarie capaci di riflettere gli stessi vantaggi e svantaggi del ricorso al debito:

- nei settori in cui prevale una forte instabilità dei flussi di reddito e di cassa, l'impresa si orienta ad un minor ricorso al debito;
- negli altri settori, il ricorso al debito diviene più sostenuto.

A causa di questo fenomeno, gli economisti finanziari (MM inclusi) hanno ipotizzato che la teoria abbia trascurato di considerare alcuni elementi importanti del mondo reale.

E, infatti, nel mondo di Modigliani e Miller (1) non si tiene conto delle caratteristiche delle imprese e dei relativi settori di appartenenza e (2) non ci sono (almeno inizialmente) le imposte e, soprattutto, non c'è posto per i costi di fallimento, i costi di agenzia.

16. TEORIA DELL'ORDINE DI SCELTA (PECKING ORDER HYPOTHESIS)

Un importante punto debole della **Trade-Off Theory** è costituito dal fatto che le imprese finanziariamente più solide e più redditizie, per le quali i costi del fallimento sono relativamente bassi, sono anche quelle meno indebitate. Si verifica, infatti, il contrario di quanto suggerisce la teoria.

Partendo da questa osservazione, è stata messa a punto una ulteriore teoria: la **Teoria dell'Ordine di Scelta**, la quale presuppone che l'impresa, finché può, tende ad evitare di finanziare gli investimenti ricorrendo a fonti esterne.

La **Teoria dell'Ordine di Scelta** è legata alle cosiddette asimmetrie informative, termine con il quale si vuole indicare che i manager conoscono la loro impresa molto meglio dei finanziatori esterni.

Muovendosi dalla rimozione dell'ipotesi di Modigliani e Miller (1958, 1963) di informazione perfetta, questa teoria ipotizza che il management conosca il vero valore delle attività dello stato patrimoniale delle imprese, che è, invece, noto solo in maniera imprecisa agli investitori e al mercato. Per questa ragione, le imprese preferiranno finanziare i propri investimenti in primo luogo tramite cash flow generati internamente, quindi tramite debito, e ricorreranno all'emissione di nuove azioni solo come estrema soluzione, laddove nessuna delle alternative precedenti fosse disponibile.

L'**informazione asimmetrica** influenza, dunque, la scelta tra finanziamento interno e finanziamento esterno e tra indebitamento e capitale proprio, mettendo in rilievo una gerarchie delle scelte di finanziamento, articolata come segue: (1) autofinanziamento, (2) debito bancario e (3) capitale proprio.

La preferenza del management per l'autosufficienza non significa altro che tendenziale esclusione dell'inaffidabile mercato dei capitali come fonte di copertura dei fabbisogni dell'impresa.

17. ALCUNE REGOLE IN TEMA DI SCELTA DELLA STRUTTURA FINANZIARIA

La copertura del fabbisogno finanziario deve avvenire tenendo in considerazione l'obiettivo di mantenere nel tempo una struttura finanziaria equilibrata e di minimizzare il costo del capitale, perseguendo così la massimizzazione del valore dell'impresa. Ma non solo, considerato lo stato dell'economia generale.

Più propriamente, la struttura finanziaria dell'impresa va definita attraverso un bilanciamento tra varie condizioni.

17.1 Rapporto "struttura finanziaria e piani finanziari"

La struttura finanziaria dovrebbe essere definita sulla base di un piano a medio-lungo termine, che evidenzia gli obiettivi strategici, le azioni di carattere industriale e le implicazioni di natura finanziaria.

La **patrimonialità dell'impresa** può certamente fungere da garanzia reale per il sistema del credito, ma quanto ai finanziamenti bancari, è da tenere presente che oggi **in fase di valutazione del merito di credito** l'attenzione si sposta sempre di più, anche se ancora troppo lentamente, sulla **capacità prospettica di generare profitti e flussi di cassa**.

17.2 Flessibilità finanziaria

Ogni impresa ha una propria capacità di indebitamento che le deriva dalla capacità di rimborsare i debiti e pagare gli interessi su questi ultimi mediante i flussi di cassa. Poiché non sempre il grado di attendibilità delle previsioni è adeguato, si amplia l'esposizione dell'impresa ai rischi di natura operativa. Ecco allora che all'impresa deve essere assicurata una certa **flessibilità finanziaria**, intesa come differenza tra affidamenti concessi dal sistema bancario e grado degli utilizzi in essere.

17.3 Allineamento tra struttura del passivo e capitale investito

L'impresa con una struttura dell'attivo caratterizzata da importanti investimenti in beni durevoli dovrebbe ricorrere a forme di copertura a medio-lungo termine.

All'opposto, l'impresa con una struttura dell'attivo caratterizzata da importanti investimenti in capitale circolante dovrebbe ricorrere prevalentemente a fonti di finanziamento a breve termine.

17.4 Identificazione della struttura finanziaria ottimale

Per individuare la struttura finanziaria ottimale occorre accertare se il ricorso alla **leva finanziaria**, definita dal rapporto tra indebitamento

finanziario e capitale proprio (D/E), riduca, o meno, il costo medio ponderato del capitale ($WACC$).
 Infatti, se, da un lato, è vero che sostituendo il capitale proprio (più costoso) con il debito finanziario (meno costoso) si riduce il $WACC$, è pur vero, dall'altro lato, che incrementando la porzione di debito finanziario si incrementa, altresì, il rischio finanziario complessivo, il che induce i finanziatori a richiedere una maggiore remunerazione per coprire il rischio, appunto, finanziario. Questo è quanto regolarmente avviene. Nella tabella seguente si nota che il $WACC$ decresce a partire da un rapporto di indebitamento di 0,25 e rimane sostanzialmente stabile fino ad un rapporto di indebitamento di 0,35, dopodiché comincia a crescere progressivamente.

19. IL VINCOLO DI PAREGGIO ECONOMICO

Infatti, poiché il rendimento di pareggio economico che deve essere realizzato per soddisfare le attese dei soci/investitori è dato da $ROI * (1 - t) = WACC$, abbassare il $WACC$ significa ridurre di pari importo il **rendimento**, appunto, **di pareggio economico**.

Il vincolo di pareggio economico di medio-lungo periodo è dato dall'espressione $ROE = KeL$, che può essere trasformata, mediante i necessari passaggi nel modo seguente:

- in un tasso di redditività operativa al netto del prelievo fiscale $ROI * (1 - t) = WACC$
- oppure in un tasso di redditività operativa al netto al lordo del prelievo fiscale $ROI = WACC / (1 - t)$.

SRUTTURA FINANZIARIA OTTIMALE														
Rapporto di indebitamento (D / E)	0,00	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45	0,50	0,55	0,60	0,65	0,70
Costo del debito finanziario (Kd lordo)	-	4%	4%	4%	4,13%	4,25%	4,37%	4,49%	5,00%	5,50%	6,00%	6,50%	7,00%	7,50%
Imposte societarie: 27,5%	-	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5
Costo effettivo del debito finanziario (Kd netto)	-	2,90%	2,90%	2,90%	2,99%	3,08%	3,17%	3,26%	3,63%	3,99%	4,35%	4,71%	5,08%	5,44%
Capitale proprio su Capitale investito	0,00	0,90	0,85	0,80	0,75	0,70	0,65	0,60	0,55	0,50	0,45	0,40	0,35	0,30
Costo del capitale proprio (Ke)	9,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,50%	11,00%	12,00%	13,00%	13,75%	14,50%	15,25%	16,25%	17,75%
WACC	9,00%	9,29%	8,94%	8,58%	8,25%	8,27%	8,26%	8,50%	8,78%	8,87%	8,92%	8,93%	8,99%	9,13%
Intervallo di valori della struttura ottimale														

Va, infine, tenuto presente che il **costo del capitale viene espresso al netto del prelievo fiscale** e ciò perché i flussi di risultato sono al netto delle imposte. Così, mentre il Ke è già il rendimento atteso dai soci-investitori al netto delle imposte, Kd deve essere al netto delle imposte.

18. LA CONDIZIONE DI EQUILIBRIO FINANZIARIO DI MEDIO-LUNGO PERIODO

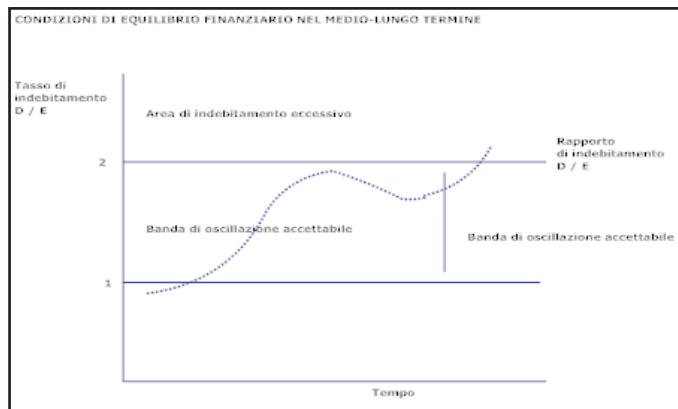
La verifica che la crescita perseguita dall'impresa sia compatibile con il mantenimento di una struttura finanziaria equilibrata avviene anzitutto accertando che il flusso di cassa prodotto sia positivo e che, conseguentemente la **posizione finanziaria netta** migliori.

Ma la posizione finanziaria netta dell'impresa che cresce può peggiorare anche soltanto perché il fabbisogno di capitale circolante correlato ai crediti commerciali ed al magazzino aumenta, mentre non peggiora la sua **struttura finanziaria**, cioè il suo **rapporto di indebitamento**.

Di qui la necessità di tenere sotto controllo, oltre all'evoluzione della posizione finanziaria netta, anche l'andamento del rapporto di indebitamento (D/E).

Una **strategia finanziaria è sostenibile**, infatti, quando essa è compatibile con il mantenimento di un dato rapporto di indebitamento (D/E) in assenza di operazioni sul capitale e di modifiche alla politica di dividendo.

Il **rapporto di indebitamento (D/E)** dovrebbe, dunque, assumere nel medio periodo un valore costante, tenuto conto (1) dell'esigenza di mantenere un'adeguata flessibilità finanziaria, (2) della capacità di produrre risorse finanziarie, (3) della rischiosità delle attività svolte e (4) della propensione al rischio degli azionisti.



Inoltre, l'impresa con un ROI di pareggio economico inferiore a quello dei concorrenti si assicurerebbe il vantaggio

- di poter sopportare, senza compromettere la propria posizione competitiva, dei margini di risultato operativo sulle vendite (Ro / V) più bassi rispetto ai concorrenti,
 - oppure di poter allungare la rotazione del capitale investito (V / CIN), ad esempio assicurando ai clienti una maggiore dilazione di pagamento senza sacrificare la remunerazione del capitale proprio.
- Attraverso la ricerca della struttura finanziaria ottimale così definita, la **finanza d'impresa**, contribuendo a creare valore per i soci-investitori, diventa una importante **leva competitiva**.

20. CONCLUSIONI

Una delle questioni più dibattute della finanza d'impresa è quella relativa all'influenza della struttura finanziaria sulla creazione di valore per i conferenti il capitale proprio.

Che, entro certe circostanze, il debito crei valore è fuori di discussione: in molti casi esiste, e può essere individuato, un intervallo di valori entro il quale si colloca il rapporto di indebitamento ottimale in corrispondenza del quale si ha il **punto di minimo del costo medio ponderato del capitale ($WACC$)** e, corrispondentemente il **punto di massimo del valore dell'impresa**.

Per verificare se effettivamente esista, o meno, una struttura finanziaria ottimale occorre accertare se il ricorso alla **leva finanziaria**, definita dal rapporto tra indebitamento finanziario e capitale proprio (D/E), si riduca o meno il costo medio ponderato del capitale ($WACC$). Tale verifica va fatta applicando l'**analisi della leva finanziaria** ad un caso empirico nel quale viene posto il problema della copertura del complessivo fabbisogno finanziario dell'impresa.

Anche se la questione è dalla pratica trascurata, occorre, subito dopo, fare i conti, tutte le volte che la platea dei soci-investitori dell'impresa è omogenea, con le imposte personali.

Dopodiché, resta da renderla coerente, modificandola se del caso, con i gli elementi già visti sopra:

- 1) ciclo di vita dell'impresa e settore di appartenenza;
- 2) rapporto "struttura finanziaria e piani finanziari";
- 3) flessibilità finanziaria;
- 4) allineamento tra struttura del passivo e capitale investito;
- 5) equilibrio finanziario di medio-lungo periodo;
- 6) vincolo di pareggio economico.



IL COMMERCIALISTA VENETO

PERIODICO BIMESTRALE DELL' ASSOCIAZIONE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI DELLE TRE VENEZIE

BORSE DI STUDIO 2016

L'Associazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili delle Tre Venezie, attraverso il proprio periodico *IL COMMERCIALISTA VENETO*, al fine di individuare e valorizzare capacità professionali particolarmente qualificate nell'ambito dei giovani Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili nonché nei praticanti e tirocinanti che non abbiano ancora superato l'Esame di Stato per l'ammissione alla Professione, bandisce un concorso per n. 3 borse di studio denominate

IL COMMERCIALISTA VENETO 2016

1. Premi

Le borse di studio prevedono i seguenti premi:

- al primo classificato, un premio in denaro di **Euro 1.000,00**;
- al secondo classificato, un premio in denaro di **Euro 400,00**;
- al terzo classificato, un premio in denaro di **Euro 200,00**;

Oltre ai predetti premi in denaro, i primi tre classificati saranno iscritti gratuitamente all'Associazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili delle Tre Venezie per l'anno sociale 2016/2017.

2. Destinatari

Destinatari delle borse di studio sono i giovani nati dopo il 31/12/1981, iscritti ad uno dei 14 Ordini dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili delle Tre Venezie, ovvero al registro praticanti presso detti Ordini, ovvero che abbiano concluso il periodo di praticantato obbligatorio e non abbiano ancora superato l'Esame di Stato per l'ammissione alla professione di Dottore Commercialista.

3. Oggetto

I partecipanti dovranno presentare un elaborato di approfondimento inedito, di lunghezza compresa tra le 15.000 e le 20.000 battute (spazi inclusi), su un argomento specifico inerente l'attività professionale dei Dottori Commercialisti. **Ogni lavoro dovrà essere accompagnato da una premessa introduttiva (abstract) di una cartella (distinta dalla relazione e non rilevante ai fini della dimensione massima dell'elaborato), in cui l'Autore dovrà illustrare sommariamente i contenuti, gli obiettivi e i risultati della ricerca.** Costituirà particolare elemento di valutazione l'originalità e la novità nell'approccio al tema trattato.

4. Modalità

Gli interessati dovranno inviare i loro elaborati esclusivamente a mezzo posta elettronica, redatti in formato *word*, al Comitato di Redazione de *IL COMMERCIALISTA VENETO*, all'indirizzo mail **commercialistaveneto@giornatedeltriveneto.org** entro le ore 24.00 del **30 giugno 2016**. Dovranno essere altresì allegati il modulo di iscrizione rilevabile dal sito web del giornale: www.commercialistaveneto.com e un'autodichiarazione attestante i requisiti di cui al punto 2).

5. Giuria

La giuria è costituita dai componenti il Comitato di Redazione de *IL COMMERCIALISTA VENETO*, dal Direttore del periodico e dal Presidente dell'Associazione. Verificato il rispetto dei requisiti di cui ai punti 2, 3 e 4, la giuria deciderà a maggioranza, a suo insindacabile e inappellabile giudizio.

6. Premiazione

L'assegnazione del premio verrà fatta in occasione di una riunione del Comitato di Redazione de *Il Commercialista Veneto*, mentre la premiazione avverrà all'interno di una delle Giornate del Triveneto.

I lavori premiati saranno pubblicati su *IL COMMERCIALISTA VENETO*, mentre gli altri potranno esserlo qualora ritenuti di particolare interesse. Dopo il 31 dicembre 2016 i lavori che hanno concorso all'assegnazione delle borse di studio potranno essere pubblicati anche altrove con l'espressa indicazione "elaborato redatto per la partecipazione alla borsa di studio denominata *IL COMMERCIALISTA VENETO 2016*, periodico bimestrale dell'Associazione dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili delle Tre Venezie".

Venezia, 13 novembre 2015

ASSOCIAZIONE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
ED ESPERTI CONTABILI DELLE TRE VENEZIE

Il Presidente
Michela Colin

IL COMMERCIALISTA VENETO

Il Direttore Responsabile
Germano Rossi