



Scelte imprenditoriali e Basilea 2

Verona, 15/11/2006

Dr. Marco Rubini



Indebitamento valore rendimenti e scelte imprenditoriali

Indebitamento valore e rendimento

	Senza debito	Con debito
Ricavi	90.000	90.000
Costi operativi	-80.000	-80.000
EBIT	10.000	10.000
Oneri finanziari	0	-2.700
EBT	10.000	7.300
Impos. (no IRAP)	-3.300	-2.409
Risultato Netto	6.700	4.891

Indebitamento valore e rendimento

- **Qual è il valore economico dell'azienda (asset side) ed il valore del debito e del patrimonio netto (liability side)?**
- **Ipotesi:**
 - **Rendimento atteso dagli azionisti 10% (meramente esempl.);**
 - **Costo di mercato del debito a lungo termine 6%;**
- **Ipotizzando che il reddito netto sia sempre distribuibile agli azionisti, il valore dell'azienda senza debiti coincide con il valore economico del patrimonio netto, e cioè $6.700/10\%=67.000$**

Indebitamento valore e rendimento

- **Nel caso di impresa indebitata i flussi distribuibili ai finanziatori ed agli azionisti sono $2.700+4.891=7.591$, superiore rispetto al caso di impresa senza debiti per $7.591-6.700=891$.**
- **891 corrisponde non a caso a $2.700*33\%$.**
- **Se aumentano i flussi distribuibili, l'azienda (asset side) deve valere di più di prima. Il maggior valore è pari al valore attuale dei futuri risparmi fiscali derivanti dalla deducibilità degli interessi passivi, e cioè $891/6\%14.850$.**

Indebitamento valore e rendimento

- Il valore dell'azienda (asset side) è quindi di $67.000+14.850=81.850$;
- Al passivo aziendale (liability side) è iscritto il valore di mercato del debito: $2.700/6\%=45.000$.
- Il valore dell'equity può essere determinato come differenza tra valore dell'attivo e valore di mercato del passivo, cioè $81.850-45.000=36.850$.
- La rappresentazione degli stati patrimoniali delle sue imprese, a valori di mercato, è la seguente:

Indebitamento valore e rendimento

Attivo		Passivo	
Attivo	67.000	Cap. netto	67.000

Attivo		Passivo	
Attivo	67.000	Debito	45.000
VARI	14.850	Cap. netto	36.850
Totale	81.850	Totale	81.850

Indebitamento valore e rendimento

- L'indebitamento crea valore (14.850) e permette di aumentare la redditività del patrimonio netto investito, che passa da $6.700/67.000=10\%$ al $4.891/36.850=13,2\%$.
- Se la redditività aumenta oltre il costo di mercato dell'equity, ($13,2\%>10\%$), allora aumenta il valore di mercato dell'equity (l'azienda produce avviamento), che diventa $4.891/10\%=48.910$. Lo stato patrimoniale a valori di mercato diventa:

Indebitamento valore e rendimento

Attivo		Passivo	
Attivo	67.000	Debito	45.000
VARI	14.850	Cap. netto	48.910
Avviamento	12.060		
Totale	93.910	Totale	93.910

Indebitamento valore e rendimento

- L'indebitamento abbassa il costo medio dei capitali investiti in azienda, che passa dal 10% (caso c.d. full equity) al:

$$6\% * (1 - 33\%) * \frac{45.000}{93.910} + 10\% * \frac{48.910}{93.910} = 7,13\%$$

- In formula:

$$WACC = K_i * (1 - t) * \frac{D}{D + E} + K_e * \frac{E}{D + E}$$

Indebitamento valore e rendimento

- Dove la relazione tra K_e , K_i e K_o è la seguente:

$$K_e = K_o + (K_o - K_i) * \frac{D}{E} * (1 - t)$$

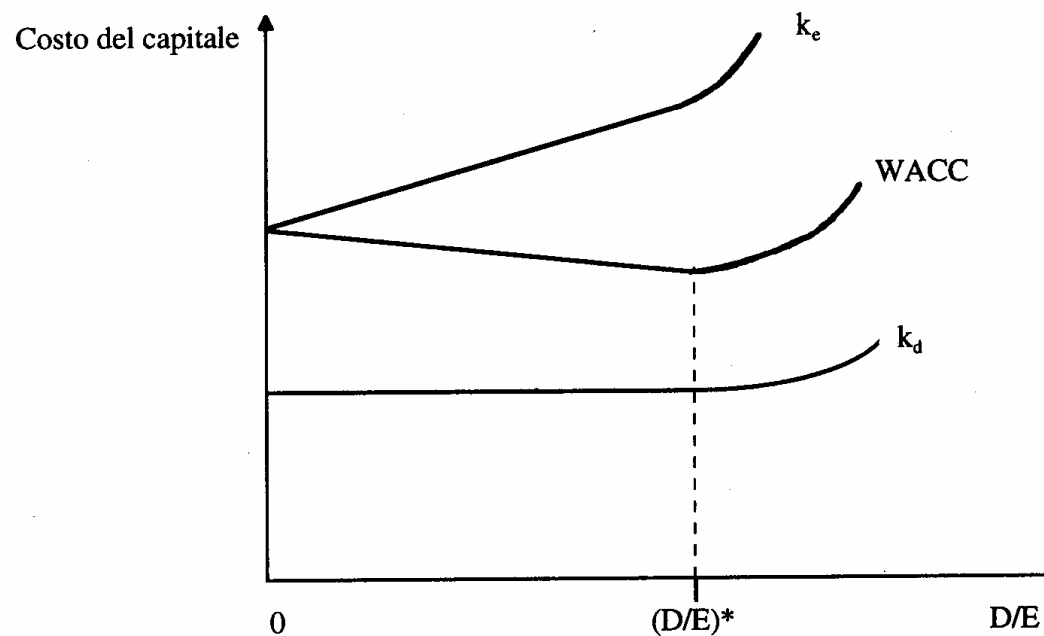
- Coerentemente con Modigliani-Miller, a valori contabili:

$$ROE = ROI + (ROI - I) * \frac{D}{E} * (1 - t)$$

Indebitamento valore e rendimento

- **Abbassare il WACC permette non solo di valorizzare l'azienda ed il patrimonio dell'azionista, ma soprattutto di poter intraprendere progetti imprenditoriali valutando con coerenza i ritorni attesi.**
- **L'uso dell'indebitamento oltre certi livelli causa un aumento del costo del debito (La CAPM è coerente con Basilea 2) dovuto ai rischi di insolvenza, quindi si deve cercare di restare negli intervalli di costo minimo, come illustrato di seguito:**

Indebitamento valore e rendimento



Disclaimer

Questa presentazione è stata preparata per l'incontro del 15/11/2006, ha scopo meramente divulgativo di alcuni dei principali aspetti della capital asset pricing model e non costituisce alcuna forma di consulenza né esplicita né implicita.

Data la complessità della materia, si raccomanda l'intervento di figure professionalmente preparata prima di prendere una decisione.

Lo Studio Rubini e Partners declina ogni e qualsiasi responsabilità che dovesse derivare dall'uso o da decisioni basate sulla presente presentazione.