

Corso di Laurea in Economia e Finanza

STRUTTURA FINANZIARIA E LIMITI ALL'USO DEL DEBITO

Docente: Gianluca Grasso

Lezione 13

INDICE

- Introduzione
- Trade-off
- Pecking order
- Market timing
- Conclusioni
- Riferimenti bibliografici

INTRODUZIONE

L'impresa può massimizzare il valore per gli stakeholder aziendali utilizzando uno dei seguenti approcci:

Teoria del trade-off



Confronto costi-benefici legati all'utilizzo del debito

Pecking order



Valutare i possibili segnali forniti al mercato attraverso la politica di indebitamento

Market timing



Definizione struttura finanziaria sulla base delle imperfezioni del mercato dei capitali

INDICE

- Introduzione
- Trade-off
- Pecking order
- Market timing
- Conclusioni
- Riferimenti bibliografici

TRADE OFF

Nella teoria del trade-off le scelte di finanziamento sono basate sui seguenti profili:



Costi del
dissesto



Costi di
agenzia



Clausole di
salvaguardia

TRADE OFF



Costi del dissesto

Il debito pone sotto pressione la società poiché i pagamenti degli interessi e il rimborso del capitale costituiscono degli impegni formali dell'impresa. I costi legati ad un debito non sostenibile sono:

Diretto



Costi legali e amministrativi di liquidazione o riorganizzazione

3-4%

Indiretto



Prima del fallimento l'impresa deve far fronte a problemi legati a fornitori, dipendenti, clienti e vendite all'asta

10-20%



Quale è il peso delle due tipologie di costi del fallimento?

TOR VERGATA
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA

TRADE OFF



Costi di agenzia

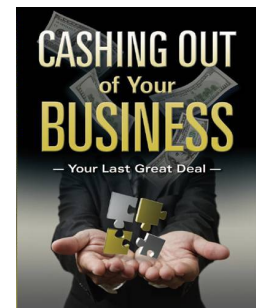
In prossimità del fallimento dell'impresa il management può adottare comportamenti contrari agli interessi degli stakeholder aziendali:



Risk shifting



Under-investing





Milking the property

TRADE OFF



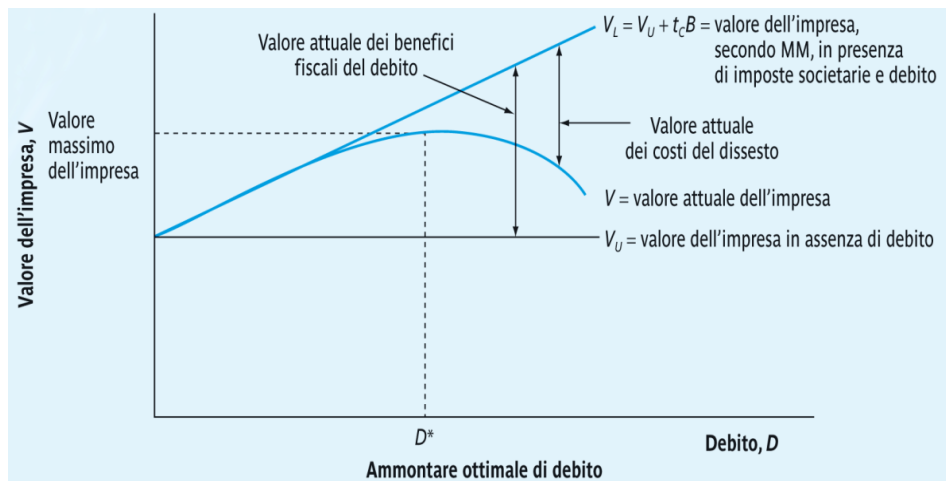
Clausole di salvaguardia

Le clausole di salvaguardia sono dei vincoli imposti dal finanziatore per l'erogazione del credito per vincolare il comportamento del debitore.

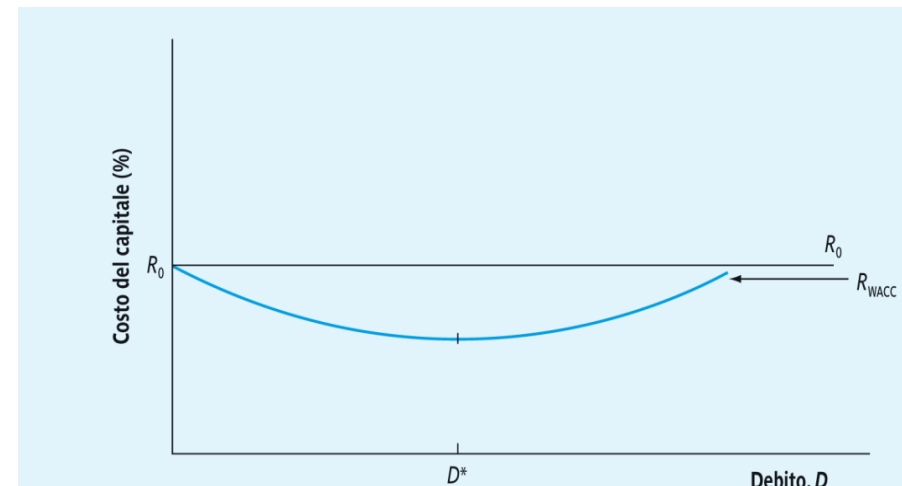
Positive	Negative
<ul style="list-style-type: none">- Livello minimo di capitale circolante- Pubblicazione documenti 	<ul style="list-style-type: none">- Limite dividendi- No garanzie- No M&A- No spin-off- Limite nuovo debito 

TRADE OFF

La teoria del trade-off permette di identificare la struttura finanziaria ottimale.



I benefici fiscali incrementano il valore dell'impresa indebitata. I costi del dissesto finanziario diminuiscono il valore dell'impresa indebitata. I due opposti fattori generano un ammontare ottimale di debito in D^* .



Secondo la teoria statica del trade-off, R_{WACC} inizialmente scende in ragione dei benefici fiscali del debito. Oltre il punto D^* comincia a salire a causa dei costi del dissesto finanziario.

TRADE OFF

La situazione dell'impresa è la seguente:



$$V_0 = D_0 + E_0 + G_0 + F_0$$

■ Diritti negoziabili

■ Diritti non negoziabili

L'obiettivo dell'impresa diventa ridurre al minimo il valore dei diritti non negoziabili.

INDICE

- Introduzione
- Trade-off
- Pecking order
- Market timing
- Conclusioni
- Riferimenti bibliografici

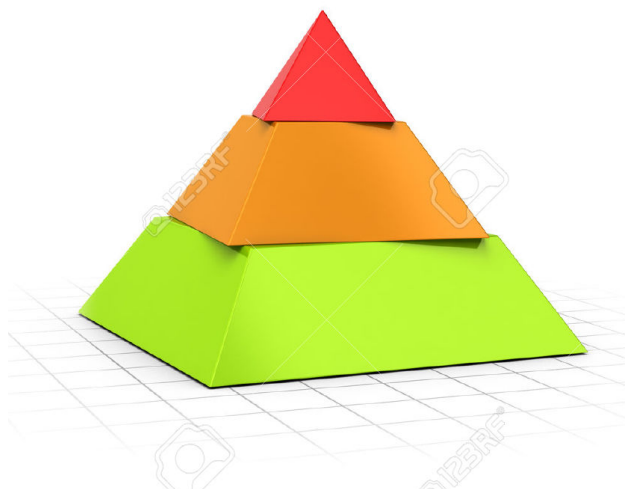
PECKING ORDER

In un contesto di asimmetria informativa le imprese devono preoccuparsi del segnale fornito al mercato a seguito dell'emissione di nuovi titoli.

Tale aspetto è tanto più rilevante quanto maggiore è la rilevanza dell'informazione riservata agli insiders rispetto all'informazione pubblicamente disponibile agli investitori.

PECKING ORDER

La teoria del pecking order afferma che nella scelta tra forme di finanziamento la gerarchia delle fonti da utilizzare è la seguente:



Auto finanziamento

Debito

Azioni

PECKING ORDER



L'ordine di preferenza tra le diverse alternative può essere così giustificato:

Auto finanziamento

La scelta di re-investire nell'impresa segnala che le opportunità di investimento hanno un buon rendimento.

Debito

Gli strumenti di debito hanno normalmente un pricing basato su dati contrattuali specificati ex-ante.

Azioni

L'emissione di azioni può essere interpretata come un segnale della sopravvalutazione dei titoli in circolazione.



PECKING ORDER



Secondo la teoria del pecking order, l'impresa:

- Non persegue un livello di leva finanziaria ottimale
- Utilizza la leva finanziaria soprattutto nel caso in cui non riesca a generare reddito sufficiente per l'autofinanziamento
- Preferisce mantenere sempre una capacità finanziaria in eccesso

INDICE

- Introduzione
- Trade-off
- Pecking order
- Market timing
- Conclusioni
- Riferimenti bibliografici

MARKET TIMING

La teoria del market timing assume che per l'impresa sia possibile sfruttare le imperfezioni del mercato e scegliere la struttura finanziaria che permette di minimizzare il costo della raccolta.

L'impresa non persegue quindi l'obiettivo di una struttura finanziaria ottimale ma adatta la sua politica di raccolta alle condizioni di mercato e al giudizio espresso dal mercato sull'azienda (titoli sopra o sottovalutati).

MARKET TIMING

Nell'implementazione di una strategia di market timing è necessario considerare alcuni vincoli che possono influenzare la scelta del livello di indebitamento:



Legislazione fiscale

Tipologie asset

Incertezza reddito

Legislazione fiscale

Le imprese che sono sottoposte ad una maggiore tassazione sono quelle che possono trarre massimo vantaggio dallo scudo fiscale.

A parità di altre condizioni, il costo netto del debito per tali imprese è minore ed esistono maggiori vantaggi derivanti dal ricorso alla leva finanziaria rispetto all'utilizzo del capitale proprio o dell'autofinanziamento.

MARKET TIMING



Tipologie asset

Le imprese che hanno una maggiore incidenza di attività immateriali in bilancio hanno maggiori difficoltà a raccogliere capitale di debito sul mercato.

La maggiore rilevanza del capital rationing per tali imprese è da ricondurre principalmente allo scarso valore delle attività intangibili in caso di liquidazione della società.



MARKET TIMING



Incertezza reddito

La deducibilità fiscale degli interessi è legata al conseguimento di un reddito di periodo sufficiente ad usufruire dello scudo fiscale.

Le imprese caratterizzate da una maggiore variabilità del reddito (soprattutto per la componente operativa) sono le realtà che possono trarre minori benefici dall'utilizzo della leva finanziaria.

INDICE

- Introduzione
- Trade-off
- Pecking order
- Market timing
- Conclusioni
- Riferimenti bibliografici

CONCLUSIONI

La teoria del trade-off permette di determinare il livello di leva finanziaria ottimale considerando i benefici e i costi dell'indebitamento.

La teoria del pecking order evidenzia il ruolo delle asimmetrie informative nella scelta della struttura finanziaria dell'impresa.

La teoria del market timing costruisce la struttura finanziaria dell'impresa in modo da sfruttare eventuali mispricing sul mercato dei capitali.

INDICE

- Introduzione
- Trade-off
- Pecking order
- Market timing
- Conclusioni
- Riferimenti bibliografici

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI



Hillier D., Ross S., Westerfield R., Jaffe J. e Jordan B. (2018), Corporate Finance, Mc Graw Hill, Milano, Terza edizione

Struttura finanziaria: i limiti all'uso del debito

Capitolo 16 – pp. 433-466