

PAPERS

THE CAPITAL STRUCTURE PUZZLE

Pone al centro la struttura finanziaria ottimale e si configura come una rassegna bibliografia delle teorie esistenti in merito alla struttura finanziaria ottimale.

I macro filoni di studio perseguiti dai pensatori sono tre:

1. Tax Theory.

I seguaci di tale teoria dicono che l'aliquota societaria permette la deduzione degli interessi pagati (scaricare gli oneri), ma non permette la diluizione dei dividendi; per questo aggiungere del debito nell'azienda aumenta il cash flow post imposte. Però è anche vero che questa considerazione porta a sovrastimare il vantaggio fiscale del debito perché è vero che io impresa scarico gli oneri fin, ma gli investitori che avevano dato quel debito pagano le tasse sulle cedole percepite: il vantaggio fiscale complessivo si riduce! Invece, chi dà l'equity all'azienda se non riceve i dividendi o aspetta a vendere il titolo posseduto può spostare nel tempo il pagamento delle tasse. Quindi, se considero solo il debito sulla società rischio di sovrastimare il vantaggio fiscale rispetto all'equity che permette di spostare nel tempo le tasse. È vero che una leva finanziaria più alta riduce le imposte societarie, ma aumenta le tasse pagate dagli investitori. Per questo motivo il vantaggio fiscale del debito sull'equity si riduce.

Quindi, tali pensatori, dicono che non bisogna considerare solo il debito societario ma considerare anche le tasse pagate dagli investitori e procedere alla definizione di una struttura finanziaria.

2. Contracting cost Theory

Un'impresa dalle alte potenzialità di crescita si indebiterà poco perché deve poter sfruttare tale opportunità di crescita e non andresti a cogliere le opportunità di investimento che renderebbero grande l'azienda. Quindi ad esempio, una startup non dovrebbe mai indebitarsi, perché non può pensare di ripagare il debito e oneri finanziaria.

Nelle aziende mature invece dovrei utilizzare tanto debito perché minimizzano lo spreco di risorse: sono una azienda con moltissimo cash flow è più facile buttare via i soldi e il fatto di utilizzare debito porta a coinvolgere la cassa generate nel pagamento del debito e degli oneri.

3. Information cost Theory

Si spacca in due sottofiloni :

- Signaling theory, è utilizzata da ceo di società quotate in borsa perché può generare risultati particolarmente importanti. Prevede che influenzerò e manovro la struttura finanziaria della mia impresa con le comunicazioni che do al mercato. Esempi più evidenti: quando comunico tu impresa che hai contrattualizzato un nuovo debito per 20 milioni con intesa per fare investimenti produttivi allora il mercato, empiricamente, reagisce con un rimbalzo del prezzo dell'azione: prendo debito per investimenti il prezzo dell'azione sale, allora la capitalizzazione sale e quindi anche se sei indebitato riesci a mantenere costante il rapporto di indebitamento. Il mercato vede questo annuncio come un modo per generare maggiore cash flow.

Se annuncio un aumento del dividendo il mercato reagisce con un'esplosione del titolo perché dice al mercato che l'azienda può pagare più dividendi e quindi aumentare il cash flow e porta all'aumento della leva finanziaria.

Sono fattori del potere segnaletico delle informazioni che dai (per una quotata).

- Pecking order theory, che dice che le scelte di finanziamento di un'imprenditore sono: autofinanziamento, debito ed equity. Le imprese strutturano le proprie finanze

Tale paper si conclude con l'autore che cerca delle prove a sostegno di una dell'altra e dell'altra teoria ancora. Trova però giudizi contrastanti e conclude il paper fornendo una teoria unificata: una conclusione che considera gli spunti di tutte e tre le teorie.

- Una piccola impresa dovrà avere poco debito, 0 dividendi, stock option per il management che incentivano a lavorare
- Una grande impresa, matura, dovrà avere alta leva, alti dividendi e minori incentivi per i dirigenti

VALUING THE DEBT TAX SHIELDS

Presenta i tre metodi per la quantificazione dello scudo fiscale e le tre metodologie di valutazione d'azienda che considerano lo scudo fiscale in modo differente.

Il primo metodo considera l'APV.

L'enterprise value di un'impresa levered = entr. V dell'impresa unlevered + tax shield (=quindi lo scudo fiscale generato dal fatto che sono indebitato)

Il tax shield è uguale a $T_c * K_d * D$ (debito) / $K_d - g$

Quando andrebbe utilizzata per la valutazione d'azienda tale metodo? Utilizzo l'APV o quando D debito è stimato fisso nel tempo oppure quando l'ammontare di debito è molto variabile e quindi si stima continuamente.

Il secondo metodo considera i DCF, cioè i discounted cash flow

In questo caso il tax shield viene considerato all'interno del WACC = formula

In questo caso tutto lo scudo fiscale è inserito nel tasso. Si usa quando il rapporto di indebitamento è costante nel tempo (=leva finanziaria costante), quindi magari il debito aumenta ma l'equity segue di pari passo.

Il terzo metodo considera il CCF, cioè CAPITAL CASH FLOW (non studiarlo)

È utilizzata quando i futuri tax shield ottenuti sono rischiosi e sono allineati ai cash flow che genererà l'impresa: cioè quando la realizzazione del vantaggio fiscale deriva dalla generazione di cash flow futuri.

Tasso di attualizzazione maggiore del WACC.

Il paper si conclude concentrandosi sulla variabile NET TAX SAVING (= T^*). Tale variabile dovrebbe riflettere il trattamento fiscale per gli investitori che trattengono debito e equity:

$$(1 - T^*) = (1 - T_c) * (1 - T_{pe}) / (1 - T_{pd})$$

T_{pe} è l'aliquota sui dividendi

T_{pd} è l'aliquota su interessi

Se il trattamento fiscale di dividendi e interessi è lo stesso, allora T_{pe} e T_{pd} si elidono e T^* coincide con T_c che è la stessa usata nella formula del WACC; quindi utilizzare T_c è corretto se le due aliquote sono uguali. Ma se le due aliquote fossero differenti allora T^* è diverso da T_c e nella formula del WACC non dovrei utilizzare T_c ma T^* . quindi è una buona approssimazione T_c nel momento in cui le due aliquote sopra sono uguali (esempio in Italia è uguale al 26%).

Infine vi è un focus sulla formula dell'APV: il denominatore $K_d - g$, non è usato da tutti; c'è chi invece di K_d utilizza K_e (=unlevered) perché utilizzando la formula con k_d si assume che il rischio del tax shield sia lo stesso del debito, si usa il K_e se l'azienda vuole considerare un rischio overall del business.

BOOK TO MARKET AND FINANCIAL DEBT OF FIRMS

Questo paper analizza la struttura finanziaria delle imprese market oriented (il mercato è il perno del sistema finanziario) e bank oriented (Germania, Francia e Italia), lo scopo è l'utilizzo del debito in queste tipologie di paesi e come venisse utilizzato a seconda della capitalizzazione di borsa della società.

Il risultato più interessante è che soprattutto in US e poi UK (market oriented) esiste una relazione significativa e forte sul fatto che il debito sale quando aumenta la capitalizzazione di borsa, evidenza non individuata nei paesi bank oriented. Quindi in paesi market oriented le imprese si indebitano di più.

Questa fattispecie si è verificata 2006-10 nei market oriented country perché è insito dei paesi anglosassoni collegare l'indebitamento al valore di mercato dell'asset.

Altra motivazione individuata è che tendenzialmente era un atteggiamento collegato alle condizioni sfavorevoli del mercato dell'equity di quel periodo in cui non si riusciva a quotare in borsa, c'era scarsa appetibilità delle società quotate in borsa.

Una considerazione ulteriore è che un'usanza di quel tipo prevede che il mercato sta apprezzando le opportunità di crescita dell'azienda, opportunità che sono finanziate con il debito; ma in realtà l'azienda dovrebbe finanziarle con l'equity.

Successivamente ci sono altre analisi per cercare di trovare delle relazioni tra: aumenta il fatturato e il leverage aumenta (=relazione significativa)

DO INTERNATIONAL ACQUISITIONS BY EMERGING ECONOMY FIRMS INDIAN FIRMS

Vuole indagare la magnitudo della creazione di valore in tale operazione di M&A quando una azienda indiana acquista la target posizionata in un mercato moderno ed efficiente rispetto alla target posizionata in un mercato merging (emergente): target acquistata in UK o target acquistata in Pakistan.

La creazione di valore è più importante nel momento in cui la target è in paese moderno, efficiente e sviluppato: se le aziende italiane comprano in Europa o US perché compro intangible, governance e standard di maggiore valore.

CROSS BORDER M&A BY CHINESE LISTED COMPANIES

È analizzato un campione di crossborder M&A transaction che hanno visto aziende cinesi comprare all'estero tra 2000 e il 2008. L'analisi voleva investigare la creazione di valore di queste transazioni. I risultati sono che: non c'è creazione di valore edell'acquiror e l'annuncio di tale operazioni è stato negativo legato al fatto che essendo la proprietà delle aziende cinesi per la maggioranza dello Stato, questa è scettico verso queste operazioni cross boarder perché privilegia motivazioni politiche, assistenziali, sociali a quelle economiche. È rinvenuto questo effetto dello stato azionista che non ha motivazioni prettamente economiche: compro una certa azienda perché ha altre finalità e non economiche. C'è quindi stata una distruzione di valore o una visione negativa verso l'annuncio dell'operazione per il bias che spinge lo stato cinese a compiere tali operazioni.