

EFFETTO DELLE IMPOSTE E DELLE MODALITÀ DI FINANZIAMENTO

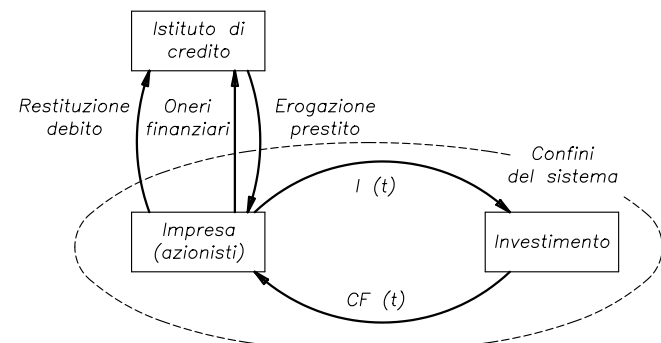
Effetto fiscale. La presenza delle imposte produce effetti sul calcolo dei *cash flow*, degli investimenti e del tasso di attualizzazione. In particolare: a) *cash flow operativi netti*: $CF_n = (\text{Ricavi} - \text{Costi}) (1 - f) + \text{Ammortamento} + \text{Accantonamento} = (\text{Ricavi} - \text{Costi monetari}) (1 - f) + (\text{Amm} + \text{Acc}) f$, ove f rappresenta l'aliquota fiscale. Il termine comprendente le voci non monetarie esprime il cosiddetto "scudo fiscale", ovvero il fatto che ammortamenti e accantonamenti non rappresentano uscite di cassa, ma, al contrario, riducono il reddito imponibile, consentendo quindi di risparmiare sulle imposte. In realtà, questo è vero solo nel caso in cui il reddito imponibile dell'impresa si mantenga sempre positivo. In caso contrario, il risparmio fiscale è ovviamente minore; b) *investimenti*: la presenza delle imposte non ha alcun effetto sull'investimento in capitale circolante netto (infatti le variazioni interessano voci di attivo e passivo di stato patrimoniale, senza effetti sul conto economico). Al contrario, la contabilizzazione degli investimenti/disinvestimenti in capitale fisso può generare effetti sulle imposte, qualora, al termine della vita utile, si proceda all'alienazione di immobilizzazioni, e si verifichi una plusvalenza/minusvalenza. Il conseguente aumento (o la riduzione) delle imposte rappresenta a tutti gli effetti un flusso finanziario differenziale, che andrà quindi a ridurre (o a incrementare) il flusso ricavato dalla vendita del bene (incorporato nel valore residuo); c) *tasso di attualizzazione*: anche il costo del capitale andrà opportunamente corretto (ridotto), per tener conto della riduzione dei flussi dovuta alle imposte.

Esempio (seguito esempio scheda precedente). Ipotizzando un'aliquota fiscale del 40% i flussi al netto diventano i seguenti: $CF(f) = (30 - 12) 10\,000 (1 - f) + 20\,000 f = 116\,000$; $I(0) = 100\,000$ (invariato), $I(1) = 20\,000$ (invariato, perché legato a variazione di capitale circolante netto), $I(4) = -26\,000 - 4\,000 f = -27\,600$; $I(5) = -10\,000$ (invariato). Con $k < 15\%$.

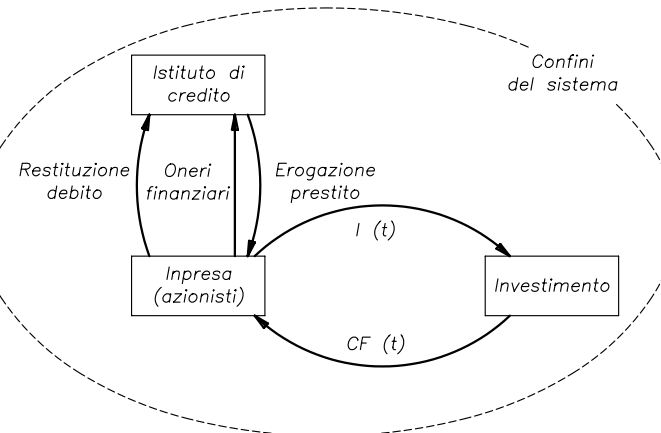
Logiche di finanziamento. Se si utilizza anche capitale di terzi (es. banche), si possono seguire i due approcci seguenti per la valutazione. • *Logica dell'azionista* (fig. A): si considera l'interesse dell'azionista. Pertanto: a) si tiene conto solamente della quota degli investimenti finanziata dagli azionisti; b) i *cash flow* vanno depurati dei flussi di interscambio impresa-creditori terzi (oneri finanziari e restituzione del debito); c) conseguentemente, il tasso di attualizzazione è pari al costo-opportunità per l'azionista (per la specifica tipologia di investimento). • *Logica del capitale investito* (fig. B): si stima la creazione complessiva di valore dell'investimento per l'impresa, prescindendo dalle fonti di finanziamento. Pertanto: a) l'investimento è considerato nella sua globalità; b) i *cash flow* sono al lordo degli oneri finanziari e dell'eventuale restituzione del capitale di debito; c) il tasso di attualizzazione si calcola come media pesata (in base alla composizione del finanziamento) del costo-opportunità per l'azionista e del costo del capitale di terzi (tasso d'interesse). Nel caso di valutazione al netto delle imposte, l'effetto scudo fiscale legato agli oneri finanziari (che riducono l'imponibile) viene considerato riducendo il costo del capitale di debito (ovvero moltiplicandolo per $(1 - f)$).

Esempio. Con riferimento all'esempio riportato nella scheda precedente, si finanzia l'investimento con un prestito di 60 000 € di durata pari alla vita utile dell'investimento (interessi annui pari al 20%), e si supponga che il costo-opportunità del capitale proprio al netto delle imposte sia pari al 10%. Il confronto tra le due logiche appare in tabella C.

A Schema dei flussi in base alla logica dell'azionista



B Schema dei flussi secondo la logica del capitale investito



C Il calcolo dei flussi

	Logica capitale investito	Logica azionista
$CF(t)$	116.000 €	$116.000 - 0,2 \times 60.000 \times (1 - 0,4) = 108.000$ € (diminuiti per via degli oneri fin.)
$I(0)$	100.000 €	40.000 € (solo quota azionisti)
$I(1)$	20.000 €	20.000 € (invariati)
$I(4)$	-27.600 €	-27.600 + 60.000 € (restituzione debito)
$I(5)$	-10.000 €	-10.000 € (invariati)
k	$0,4 \times 0,10 + 0,6 \times (1 + 0,2) \times 0,2 = 11,2\%$	10%

