



# La stima del costo del capitale ai fini della determinazione di $W$



# Le principali configurazioni del costo del capitale

- Il costo del capitale proprio (CoE o  $K_e$ )
- Il costo del capitale di debito (CoD o  $K_d$ )
- Il costo medio ponderato del capitale (WAAC)



## Il CoE: i modelli teorici

- Il modello più diffuso è il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

- $$\text{CoE} = R_f + \beta_L \times (R_m - R_f)$$
 dove:

ERP = Equity Risk Premium

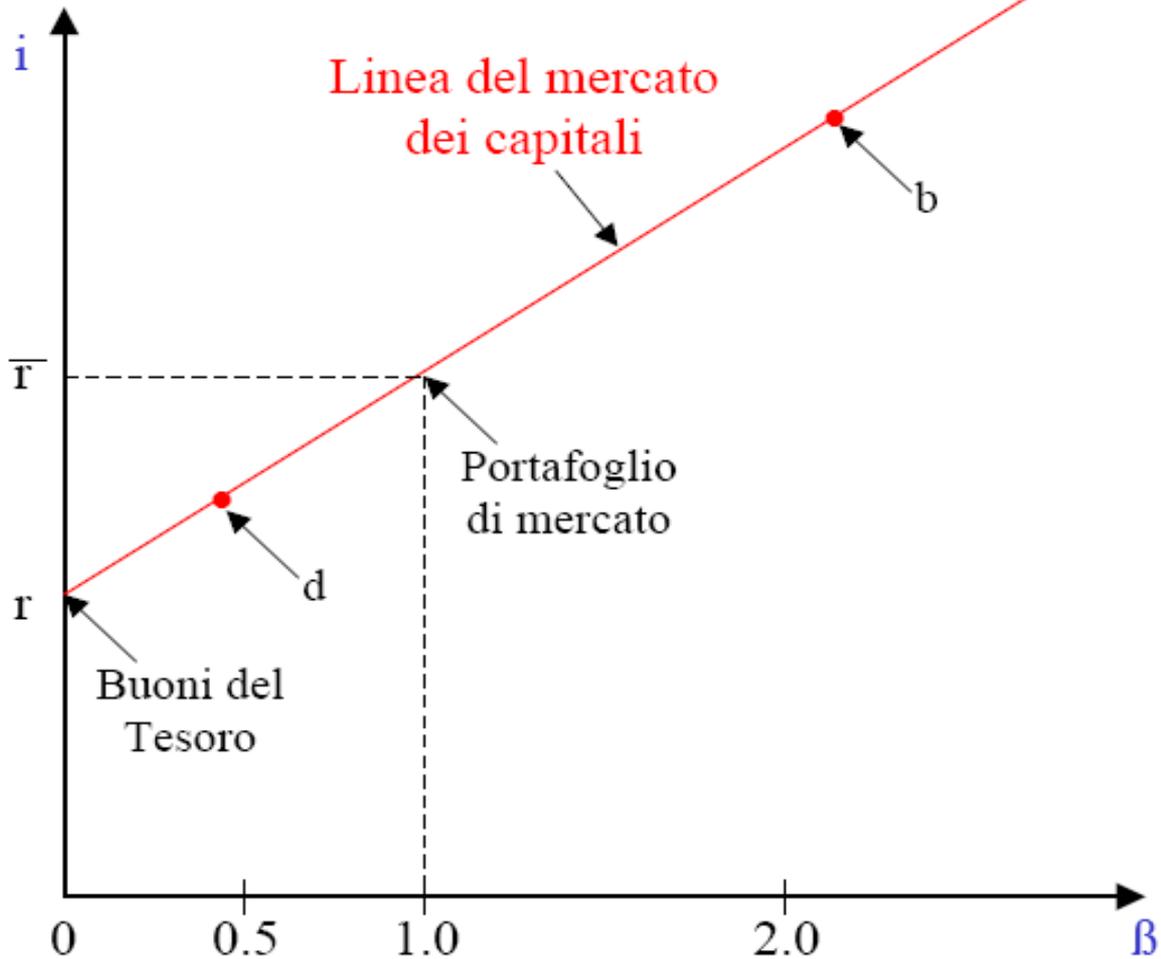
$R_f$  = tasso di rendimento *risk free* → rendimento titoli di stato di durata coerente

$R_m$  = rendimento atteso da un portafoglio formato dai titoli rischiosi comparabili presenti sul mercato

$\beta_L$  = misura di rischio espressiva del grado di variabilità del rendimento dell'impresa rispetto al rendimento di mercato

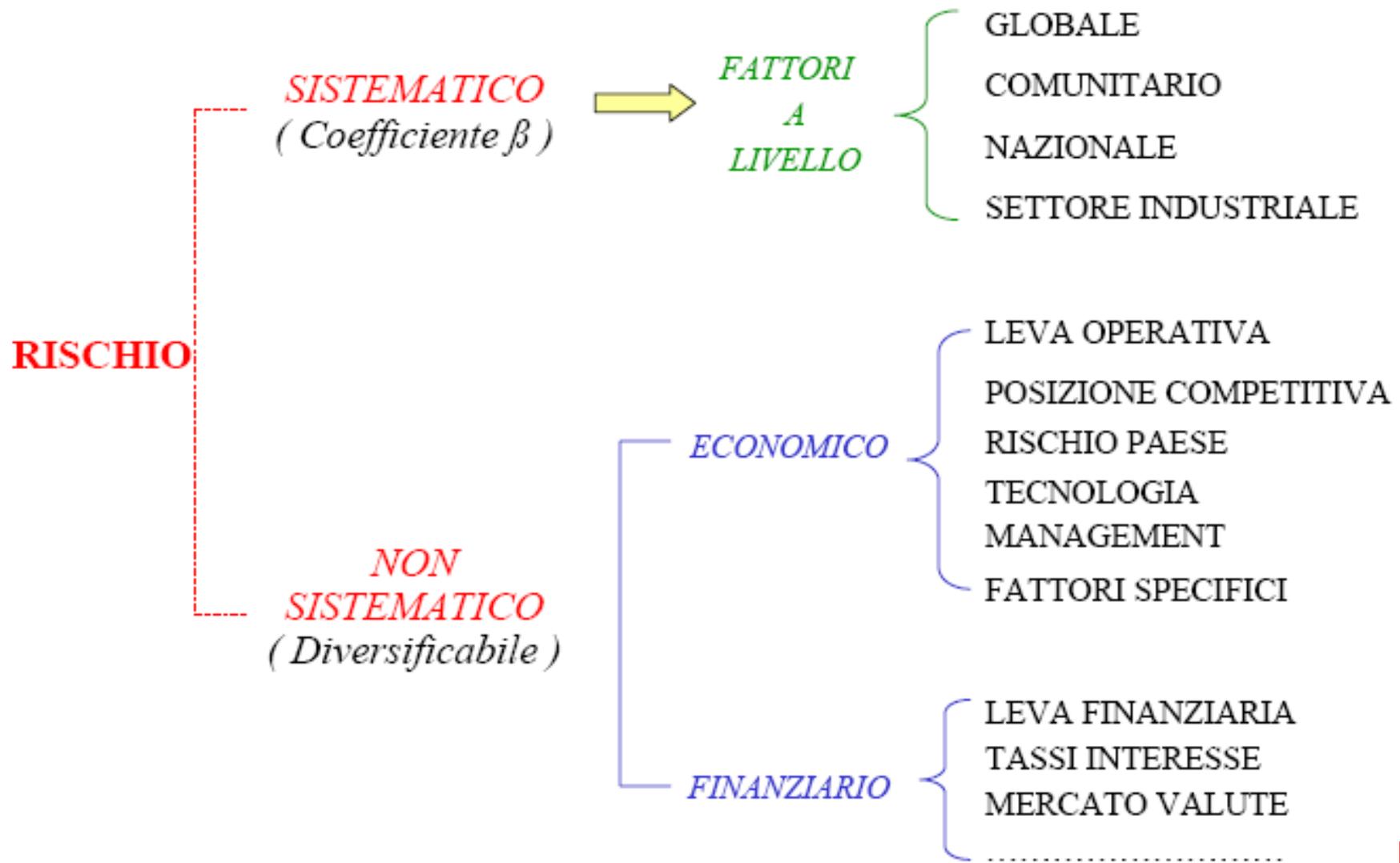


Rendimento atteso dell'investimento



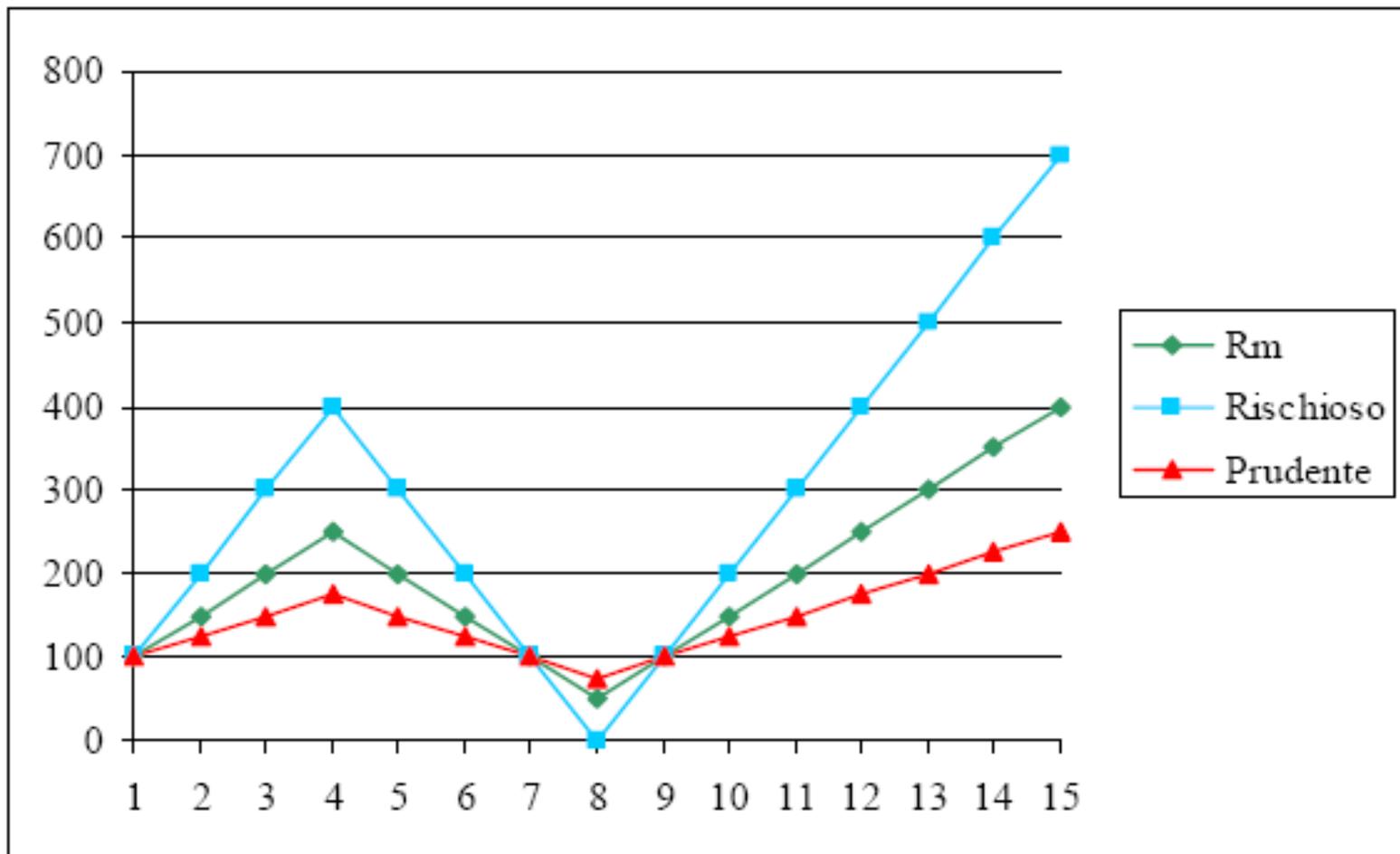


# Analisi del rischio d'impresa





Il coefficiente  $\beta$  misura la variabilità del rendimento del capitale azionario dell'impresa rispetto alla variabilità dell'intero mercato azionario.



## Il costo del capitale di debito (CoD)

- ❑ Esprime il costo del capitale preso a prestito.
- ❑ È desumibile dai contratti di finanziamento o dal rapporto tra gli **oneri finanziari netti** e la **posizione finanziaria netta**, espressa a “valori di mercato”.
- ❑ Ai fini della stima può essere assunta a riferimento:
  - a) la struttura finanziaria **effettiva** dell’impresa alla data della stima;
  - b) una struttura finanziaria “**obiettivo**” desumibile da condizioni di sostenibilità di mercato, conseguibili dall’impresa “a regime”;
  - c) una struttura finanziaria “**media**” di piano.
- ❑ Poiché gli oneri finanziari sono deducibili fiscalmente, il costo del debito viene calcolato al netto dei benefici fiscali connessi allo “**scudo fiscale**” dato dal debito.



## Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

- ❑ Risulta dalla media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito.
- ❑ È coerente con la prospettiva di determinazione del valore economico del *capitale in prospettiva unlevered*.
- ❑ Scaturisce dall'applicazione del seguente algoritmo:

$$\text{WACC} = D/(D + E) \times \text{CoD} \times (1 - T) + E/(D + E) \times \text{CoE} \quad \text{dove:}$$

D = Posizione finanziaria netta (a “valori di mercato”)

E = Equity



# Principi generali per la stima del costo del capitale

- Principio di **razionalità**: il tasso deve essere allineato al rendimento ritraibile da investimenti caratterizzati dal medesimo profilo di rischio
  
- Principio di **coerenza**: il tasso deve essere coerente con i flussi di risultato da attualizzare. Ad esempio:
  - flussi lordi di imposta devono essere attualizzati impiegando tassi al lordo delle imposte;
  - flussi reali devono essere attualizzati con tassi di attualizzazione reali:  
formula di Fischer:  $I_{\text{reale}} = [(1 + i_{\text{nom}})/(1 + i_{\text{infl}}) - 1]$