

**Effetti dell'imposizione  
societaria sulle  
decisioni  
di investimento: il modello  
del valore attuale netto**

# Decisioni di investimento

Nel modello analizzato del costo del capitale data una certa curva di rendimento marginale dell'investimento, e la curva del costo del capitale, il problema dell'impresa era quello di scegliere la quantità ottima di capitale

Quest'ultima corrisponde al punto in cui il rendimento dell'investimento al lordo di ammortamenti e oneri finanziari è esattamente pari ad ammortamenti e oneri finanziari: il punto in cui il profitto marginale è nullo

# Decisioni di investimento

In quest'ottica è pertinente e appropriato studiare gli effetti dell'imposta guardando ai suoi effetti sull'investimento marginale

L'imposta risulterà distorsiva se e solo se, al margine, creerà un cuneo di segno positivo o negativo, che trasformerà un profitto marginale nullo rispettivamente in una perdita oppure in un profitto positivo

# Decisioni di investimento

E' irrilevante conoscere l'incidenza dell'imposta sulle unità inframarginali dell'investimento: l'imposta certo graverà sul profitto prodotto da tali unità (anche nel caso in cui l'effetto netto dell'imposta, al margine, sia di tipo incentivante): ma il quantum del prelievo, prima del margine, non ha nulla a che vedere con il quantum della distorsione

# Modello VAN

Consideriamo ora un'impresa che:

1. si trova di fronte a una molteplicità di opportunità di investimento, ciascuna con proprie caratteristiche per quanto riguarda il rendimento e i costi
2. deve decidere in quale, o in quali, progetti investire

# Modello VAN

L'investimento dell'impresa si indirizzerà verso i progetti che garantiscono il maggiore profitto (ossia il maggior valore attuale netto)

Il rendimento netto dell'insieme delle unità di investimento, cioè la somma dei profitti generati dalle unità inframarginali, diviene la guida delle scelte di investimento

# Modello VAN

Il valore attuale netto (VAN) è dato dalla differenza tra il valore attuale lordo (V) dell'investimento, che rappresenta il rendimento al lordo di ammortamenti e oneri finanziari (pl), e la spesa sostenuta per acquistare i beni di investimento (I).

$$C_k=1$$

# Modello VAN

In simboli

$$VAN = V - I = (\rho - 1)I = \pi I$$

Dove  $\rho I$  è il valore attuale lordo dell'investimento

# Modello VAN

L'impresa che massimizza i profitti seguirà la seguente regola:

I VAN di due progetti:

1.  $VAN^a > VAN^b \leftrightarrow$  **l'impresa investirà nel progetto a**
2.  $VAN^a < VAN^b \leftrightarrow$  **l'impresa investirà nel progetto b**
3.  $VAN^a = VAN^b \leftrightarrow$  **l'impresa è indifferente tra investire in a o in b**

# Modello VAN

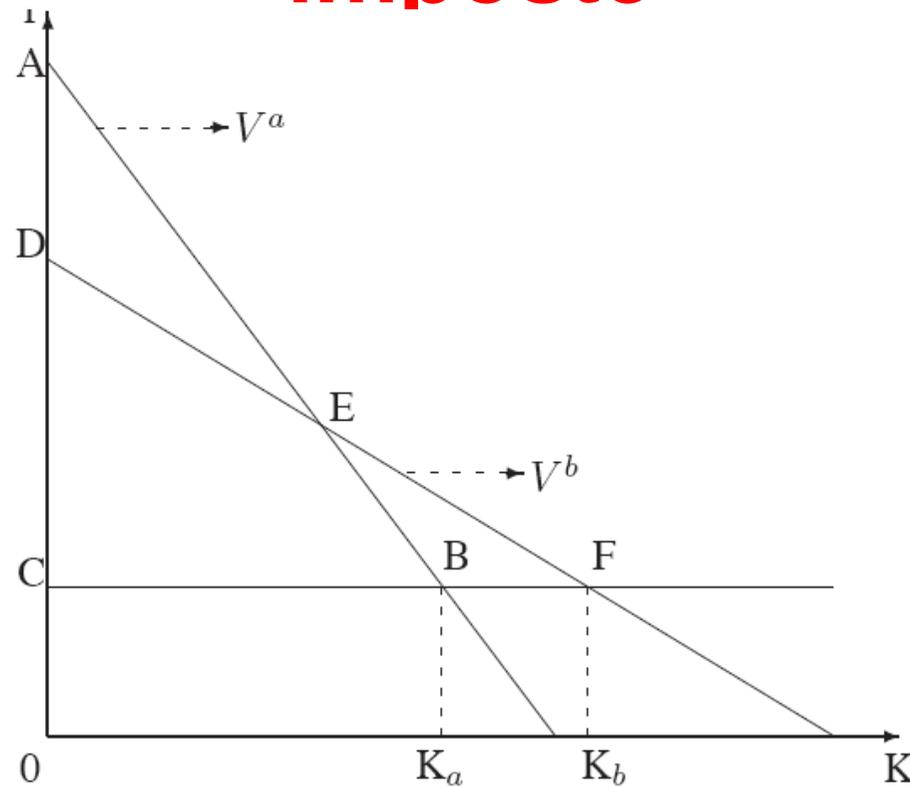
La tassazione societaria è:

- **NEUTRALE** quando la decisione di quale progetto intraprendere non è influenzata da variabili fiscali: l'imprenditore opta sempre per lo stesso progetto di investimento sia in assenza che in presenza di imposta
- **DISTORSIVA** quando la decisione di quale progetto intraprendere è influenzata da variabili fiscali: il progetto scelto in assenza di imposta è diverso da quello scelto in presenza di imposta

# Modello VAN

Poniamo che un'impresa possa investire alternativamente in un progetto a o in un progetto b i quali richiedono un diverso apporto di capitale  $K_a$  e  $K_b$

# Modello VAN: la scelta tra due progetti alternativi in assenza di imposte



**Figura 27.5** Il problema della scelta in base al VAN tra due progetti di investimento, a e b. Se i progetti sono alternativi, in assenza di imposte l'impresa sceglierà il progetto a.

# Modello VAN

Il Valore attuale lordo dei due progetti è:

$$V^a = ABK_a O$$

$$V^b = DFK_b O$$

L'investimento è invece pari a:

$$I_a = OCBK_a$$

$$I_b = OCFK_b$$

# Modello VAN

Il Valore attuale netto dei due progetti è:

$$VAN^a = ABC$$

$$VAN^b = DFC$$

# Modello VAN: la scelta tra due progetti alternativi in assenza di imposte

Se i due progetti sono reciprocamente escludibili (si deve investire tutto nell'uno o nell'altro) l'impresa sceglierà il progetto a

Si ha infatti:

$$VAN^a > VAN^b$$

perché il triangolo AED è maggiore del triangolo EFB

# Modello VAN: la scelta tra due progetti alternativi in assenza di imposte

Il profitto realizzato dall'impresa sull'investimento a sarà pari all'area ABC (si tratta, appunto, del VAN<sup>a</sup>)

# Modello VAN: la scelta tra due progetti alternativi in presenza di imposte

Introduciamo ora un'imposta. Per semplicità **supponiamo** che essa colpisca solo il progetto a (si può pensare che il progetto b sia esente in quanto destinato ad un'area in ritardo di sviluppo, che può beneficiare di incentivi fiscali)

# Modello VAN: la scelta tra due progetti alternativi in presenza di imposte

Nella figura, per semplificare ulteriormente, si è rappresentato l'effetto dell'imposta esclusivamente con uno spostamento della curva del rendimento che ruota da  $V^a$  (rendimenti al lordo dell'imposta) a  $V_{nt}^a$  (rendimenti al netto dell'imposta), ferma restando la curva del costo

# Modello VAN: la scelta tra due progetti alternativi in presenza di imposte

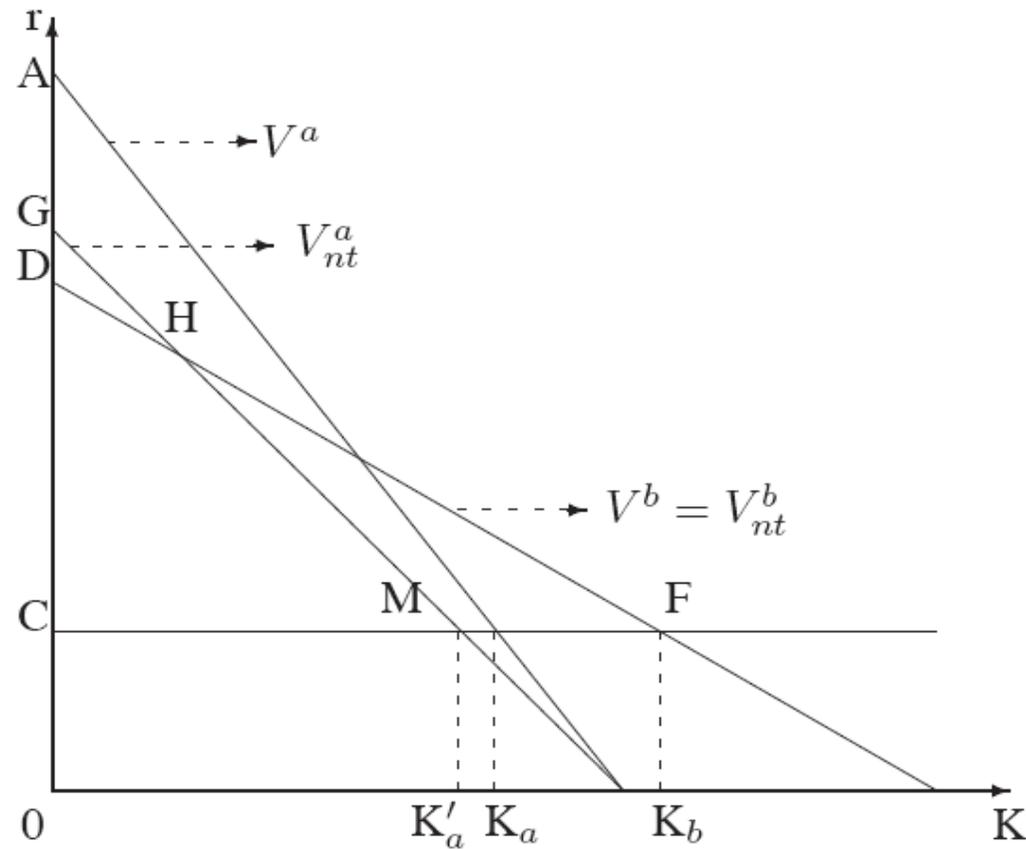


Figura 27.6 Con l'introduzione dell'imposta la scelta si sposta sul progetto  $b$ .

# Modello VAN: la scelta tra due progetti alternativi in presenza di imposte

Come si vede, nella situazione che si determina in seguito all'introduzione dell'imposta, l'ordine dei due progetti si inverte. E' ora più conveniente il progetto b perché abbiamo:

$$VAN_{nt}^a < VAN_{nt}^b$$

essendo il triangolo DGH minore del triangolo FHM