

## **Domande di verifica**

### **Risposte**

## **Capitolo 2**

**2.1:** Tutte le condizioni. Per massimizzare i prezzi azionari, è necessario eliminare ogni tipo di costo collaterale.

**2.2:** Le società che hanno operato bene negli ultimi anni

Dal momento che sto dando ai manager in carica maggiore potere, sono più propenso a farlo in uno scenario in cui ho fiducia nella dirigenza in carica.

**2.3:** Anche se l'incidenza di informazioni fraudolente nelle imprese quotate tende a diminuire rispetto a quelle non quotate.

**2.4:** Le aziende che raramente accedono ai mercati di accesso per raccogliere fondi per le loro operazioni, poiché le imprese che accedono ripetutamente al mercato si preoccupano maggiormente del danno di immagine di avere fornito informazioni fuorvianti.

**2.5:** Non sono d'accordo con l'affermazione che i mercati sono a breve termine. Sembra che ci sia una discreta quantità di prove (come la reazione positiva dei mercati agli annunci di investimenti in R & S) che possano sostenere l'idea che i mercati sono molto più a lungo termine di quanto ritengano i critici.

Tuttavia non credo che i dirigenti siano più lungimiranti rispetto ai mercati. In realtà, sono più probabilmente influenzati dei mercati dalle considerazioni di breve termine.

**2.6:** Non sono d'accordo con l'affermazione.

La Legge in vigore può punire i maggiori trasgressori delle norme sociali, ma ci saranno sempre aziende che eludono la legge e creano costi sociali, intenzionalmente o meno. Inoltre le Leggi spesso hanno conseguenze impreviste e indesiderate che talvolta superano i benefici.

**2.7:** Sì.

I manager diventano azionisti fondamentali dell'azienda.

**2.8:** Sì. I loro interessi possono divergere.

Questo è vero soprattutto quando l'azionista interno non è diversificato e fa parte del top management dell'azienda. L'azionista interno può anche ottenere benefici dal controllo che non maturano agli azionisti esterni, e può intraprendere azioni per aumentare il controllo anche a scapito del valore aziendale.

**2.9:** I manager ed i dipendenti di imprese mal gestite.

Queste sono le aziende che hanno maggiore probabilità di essere obiettivi di acquisizioni ostili.

**2.10:** Massimizzare prezzo delle azioni e ricchezza degli azionisti, con il vincolo di comportarsi da buon cittadino nella società.

Le mie opinioni non sono cambiate. Per Voi è cambiato qualcosa?

## Capitolo 3

**3.1:** Preferiscono l'investimento A per la possibilità di un profitto maggiore a parità di rischio e di rendimento atteso.

**3.2:** No.

L'investimento che è andato giù può essere giudicato come più rischioso. Nel campo della finanza, invece, si considera il fattore varianza e si assume che le distribuzioni sono simmetriche e .

**3.3:** Generalmente Vero.

Gli azionisti delle imprese non quotate non sono ben diversificate. Quindi, essi tendono ad essere preoccupati per tutti i rischi (non solo quelli di mercato) per cui la scelta di tassi di attualizzazione/rendimenti attesi più alti permette di coprire il maggior rischio.

Questo fatto fornisce una spiegazione razionale per l'acquisizione di imprese non quotate da parte delle imprese quotate in Borsa, i cui azionisti sono maggiormente diversificati.

**3.4:** Falso

Una buona gestione può trarre maggiori profitti, ma il rischio di mercato non può essere alterato dalla qualità della gestione.

**3.5:** Prendere in prestito i soldi e comprare un portafoglio ben diversificato. Il modo più efficace di gestire i rischi di portafoglio nel CAPM è rimanere diversificati utilizzando la leva finanziaria (ovvero l'indebitamento) per aumentare il rischio.

**3.6:** Tutte le risposte

Aziende con beta negativo hanno andamenti in controtendenza rispetto al mercato e riducono il rischio di un portafoglio ben diversificato nei confronti di alcuni rischi di mercato. Avranno atteso rendimenti sono più bassi rispetto al tasso privo di rischio, e pertanto non sono appropriate come investimenti unici.

## Capitolo 4

### 4.1: Può variare, a seconda che la previsione sia a breve termine o a lungo termine.

Se il periodo di analisi è a lungo termine, dovrei utilizzare il tasso a lungo termine. Se è a breve termine, dovrei utilizzare il tasso a breve termine.

### 4.2: Tra il 10% e il 12%.

Non esiste una risposta specifica perché è legata alla personale avversione al rischio, più un soggetto è avverso al rischio più alto sarà il premio richiesto.

### 4.3: Dovrebbe essere più alto.

Anche in questo caso, non c'è una risposta giusta. Data la mia avversione al rischio, tuttavia, avrei richiesto un premio maggiore. Ci sono alcuni, però, che richiederebbero un premio più basso, perché ragionano controtendenza. (Il loro ragionamento è che azioni sottovalutate sono un affare migliore perché deprezzate).

### 4.4: Per trovare azioni più sopravvalutate che sottovalutate.

Utilizzando un premio per il rischio maggiore si ottengono tassi di sconto superiori e valori più bassi su tutti gli investimenti azionari, per cui il prezzo di mercato di tali azioni risulta superiore al valore ottenuto attualizzando i flussi di cassa attesi.

4.5: Sarei indifferente, perché hanno lo stesso beta se fossi ben diversificato, e quindi in grado di eliminare ogni rischio specifico. Se non lo fossi avrei scelto Disney, dal momento che ha minore rischio specifico.

### 4.6: Maggiore di uno.

I prodotti sono molto cari e non fanno parte di beni di consumo.

### 4.7: L'azienda europea avrà un beta molto più alto della società americana.

I maggiori costi fissi (a causa della struttura sociale) aumenteranno la leva operativa in aziende europee e i loro guadagni diventeranno più volatili, facendo crescere i beta operativi.

### 4.8: No

Quando i tassi di interesse scendono, sia il costo del debito sia il costo del capitale (la componente tasso privo di rischio nel CAPM) scendono.

### 4.9: No

I creditori sono privilegiati sui flussi di cassa (su base annua) e sulle attività (in liquidazione). Gli azionisti pertanto dovrebbero richiedere un rendimento maggiore.

4.10: Le azioni privilegiate sono trattate come capitale netto dalle agenzie di rating e dalle autorità di regolamentazione.

Le imprese possono essere in grado di operare con meno vincoli se emettono azioni privilegiate. Questa logica ha più senso per le imprese regolamentate (ad esempio le banche). Il fatto che le azioni privilegiate hanno in genere un costo inferiore rispetto al costo del capitale non le rende più economiche del patrimonio netto né il fatto che il loro costo è superiore a quello del debito le rendono più costose del debito.

4.11: La componente del patrimonio netto del prestito obbligazionario convertibile aumenta in percentuale sul valore totale.

Mentre il prezzo delle azioni sale, l'opzione di conversione aumenterà di valore. Anche se la parte un'obbligazione ordinaria non può perdere valore, la percentuale di equity sul valore complessivo salirà

## Capitolo 5

### 5.1: Spese in conto capitale.

I costi di R & S per la maggior parte delle imprese sono investimenti per il futuro.

### 5.2: Falso

Le spese in conto capitale e le esigenze di flussi legati alle variazioni di capitale circolante possono essere grandi abbastanza per compensare i guadagni positivi.

### 5.3: Aumenterebbero.

Il Magazzino è un investimento di risorse mantenute temporaneamente infruttifere, che invece comportano maggiori costi di stoccaggio o di impiego di locali, utilizzabili in modo spesso più redditizio (locazione).

### 5.4: Spese di ammortamento riportate nei libri contabili.

### 5.5: Aumenterebbe di 50 milioni dollari.

Ci sarebbe stato un nuovo flusso di cassa, che riflette l'entrata per il nuovo prestito di \$ 50 milioni, nello stesso anno.

### 5.6: No.

L'attualizzazione implica che i progetti a lungo termine che generano flussi di cassa prima hanno valore maggiore rispetto a quelli che li generano successivamente.

### 5.7: No.

Un VAN positivo indica un buon progetto.

Anche un piccolo VAN indica un rendimento superiore rispetto alla soglia minima di rendimento.

### 5.8: No

I flussi di cassa cresceranno maggiormente se l'inflazione attesa cresce, per cui c'è corrispondenza tra flussi e tassi.

**5.9:** Il VAN potrebbe salire o scendere, a seconda che il costo del capitale sia superiore o inferiore al costo del capitale corrente. Se il costo del capitale proprio è maggiore, il VAN diminuirà.

### 5.10: 12 milioni dollari.

Il valore del patrimonio netto al Megatech è sceso del 3% (\$ 3 milioni). In effetti, il mercato ha considerato il prezzo di 15 milioni dollari superiore di \$ 3000000 rispetto al reale valore e per il criterio dell'additività del VAN ha decurtato tale minusvalenza dal valore di mercato dell'acquirente.

### 5.11: Sì.

Può essere calcolato impostando il valore attuale dei flussi di cassa di 354,22 dollari e risolvendo per il tasso di sconto.

### 5.12: No.

Se i flussi di cassa sono invertiti (caso del finanziamento), che prevedono un'entrata iniziale ed uscite successive, il valore attuale netto potrebbe salire se il tasso di sconto aumenta.

## Capitolo 6

### 6.1: A, B e G.

In quanto sembra offrire il più alto valore attuale netto complessivo senza violare il vincolo di capitale.

### 6.2: Nessuno dei precedenti.

Quando si confrontano i progetti con diversi livelli di rischio, si consiglia di scontare i flussi di cassa di ciascun progetto al loro specifico tasso di sconto proprio dopo di che si devono confrontare i VAN.

### 6.3: Nessuno dei precedenti.

VA dei flussi di cassa =  $2 * 1,025 / (0,0949 - 0,025) = \$ 29.327.610$

Costo equivalente annuo =  $29.33 * 0,0949 = 2,78$  milioni dollari

### 6.4: No.

I soldi spesi per acquisire la risorsa sono un costo sommerso e non deve essere considerato, tuttavia i flussi di cassa che si perderanno in futuro utilizzando l'attività in modo alternativo rispetto all'impiego iniziale sono un costo opportunità e devono essere considerati tra le spese di investimento.

### 6.5: Un compromesso tra i due numeri.

Disney ha un marchio che non è facilmente abbinabile. In altre parole, è improbabile che la Disney perderà il 15% del suo mercato anche facendo un nuovo parco in Brasile.

### 6.6: 14.90%.

I benefici sinergici maturano completamente nel negozio di libri. Se la sinergia fosse stata su entrambi, allora i flussi di cassa sarebbero stati scontati con tassi diversi.

### 6.7: No.

Il valore di un'opzione reale matura quasi interamente dall'esercizio anticipato. Una volta che l'opzione viene esercitata, diventa un progetto regolare che produce flussi e crea valore.

### 6.8: Meno di 37,12 milioni dollari.

Il valore del modello di valutazione delle opzioni indica il prezzo dell'opzione per realizzare un rendimento deve essere acquistata ad un prezzo inferiore. Inoltre, questa opzione non è negoziabile come quella finanziaria e la tecnica di arbitraggio non è applicabile alle opzioni reali.

6.9: Attività in cui la tecnologia è volatile, anche se la probabilità di successo è bassa. La varianza aumenta il valore delle opzioni sia finanziarie che reali.

### 6.10: Può aumentare o diminuire ..

L'effetto netto sarà determinato dal fatto che la perdita di valore causata dal passare del tempo nel quale non è stata esercitata sia superata dal guadagno potenziale di valore del progetto che svalutandosi nel tempo, rende la possibilità di liquidazione ad un prezzo prefissato ancora più conveniente che in passato.

### 6.11: Aumenterà il rendimento del capitale.

Quando una società riacquista azioni, il valore contabile scenderà più che proporzionalmente dal momento che valore di mercato è molto più alto del valore contabile.

## Capitolo 7

### 7.1: È debito.

Il fatto che i pagamenti sono fissi e deducibili lo rendono il debito. Il fatto che i titolari del titolo devono attendere il pagamento dei possessori di altri titoli di debito, lo rende più simile a debito non garantito.

### 7.2: Il venture capitalist che si è investito solo in imprese di software.

Il fatto che questo venture capitalist non sia diversificato si tradurrà in un rendimento atteso maggiore. Il venture capitalist con un tasso di rendimento più elevato perché attribuisce un valore inferiore al business. L'unico modo per avere un rendimento maggiore è quello di ottenere una quota più elevata del capitale.

### 7.3: Falso.

Varianza e prezzo sono collegati, ma ciò non genera extrarendimenti a meno che il mercato non sovrastimi la varianza: solo in questo caso sarà giustificata una maggiore emissione di warrant.

### 7.4: Falso.

Non è sempre così. Ci potrebbero essere degli scenari dove il debito bancario è preferibile rispetto al debito negoziato sul mercato. È questo il caso del project financing, in cui l'azienda potrebbe voler trasmettere informazioni sul progetto al finanziatore.

### 7,5: No.

I tassi a breve termine sono inferiori tassi a lungo termine a causa delle differenze d'inflazione attesa e di un premio di liquidità (per il rischio). Questo fatto non è un segno di inefficienza e non può essere sfruttato per abbassare il costo del denaro con tecniche di arbitraggio.

### 7.6: Falso.

I rendimenti delle obbligazioni convertibili sono più bassi perché includono un'opzione di valore (l'opzione di conversione). A meno che questa opzione non sia sottovalutata, le obbligazioni convertibili non sono più economiche del patrimonio netto.

### 7,7: No.

Le azioni privilegiate hanno molte caratteristiche del debito (sono prive di potere di voto ed hanno pagamenti fissi) e molte del capitale netto. Sono più vicine ad un debito non detraibile.

### 7.8: Gli indici di indebitamento dovrebbero salire.

Mentre le aziende che hanno storicamente avuto accesso alle banche devono continuare ad avere questo accesso, le imprese che non erano in grado di prendere in prestito dalle banche potrebbero essere in grado di sfruttare mercati dei capitali.

### 7.9: Circa 2,2 miliardi dollari.

Mentre la sottovalutazione totale è stato di \$ 22 miliardi, solo il 10% delle azioni sono state offerte al mercato per l'IPO.

### 7.10: 2.080 dollari.

Le sue azioni scenderanno di valore da 2,08 dollari per azione e non si riceverà alcun ulteriori azioni con uno sconto.

**7.11:** 8%.

Se l'azienda ha una perdita operativa, non ci sono vantaggi fiscali legati agli interessi passivi. Il prossimo anno, in caso di reddito operativo superiore all'anno precedente il costo del debito al netto delle imposte scenderà al 4,8%.

**7.12:** Imprese quotate con azionariato diffuso. Le imprese quotate con investitori istituzionali hanno un altro meccanismo per mantenere la disciplina.

**7.13: Risposta b-c-a)** Costruttori di aerei, società high-tech e Negozio di alimentari.

I produttori di aerei hanno grandi costi di fallimento impliciti, per la perdita di reputazione e la soddisfazione della clientela. Le imprese high-tech hanno una varianza elevata del reddito operativo, e ciò comporta una maggiore probabilità di default. I negozi di alimentari hanno una basso varianza del reddito e dei costi bassi di fallimento.

**7 14:** No.

Il rischio che non otterranno questi flussi finanziari, anche se in possesso fino alla scadenza, può aumentare e non vengono compensati per questo rischio.

**7 15:** Il management di Microsoft.

Ha mostrato capacità di trarre maggiori profitti dalla liquidità lasciata investita e non distribuita.

**7.16:** Ha difficoltà finanziarie superiori alla media delle altre imprese, poiché hanno scelto l'opzione di finanziamento meno preferita.

## Capitolo 8

**8.1:** Un calo del reddito operativo è compensato dal minore costo del capitale.

Si potrà anche arrivare ad un aumento del valore dell'impresa, se il risultato operativo rimane costante. Il valore dell'impresa è funzione del reddito attualizzato al costo del capitale.

**8.2:** Il costo del capitale al valore contabile è

$$10\%(16,5/(16,5 + 13,1)) + 3,29\%(13,1/(16,5 + 13,1)) = 7,03\%$$

**8.3:** Il prezzo delle azioni sarà compreso tra \$ 26,91 e il valore stimato di \$ 27,59.

**8.4:** Questi costi sono solo in parte catturati nel costo del capitale attraverso i costi del debito e patrimonio netto.

**8.5:** Si può aumentare o diminuire l'indice di indebitamento ottimale, a seconda di quale effetto domina.

**8.6:** Falso.

Il costo del debito riflette rischio di insolvenza, e il costo del capitale riflette una beta più elevato (che riflette anche la maggiore rischio di default). Si potrebbero non riflettere i costi indiretti fallimento ma questo può essere catturato nel risultato operativo.

**8.7:** Dipende dal campione utilizzato per la regressione, ovvero se le imprese, in media, sono sopra, sotto o vicino ad un indice di indebitamento ottimale (pari a quello misurato dal costo del capitale).

## Capitolo 9

### 9.1: Vero.

La pressione per aumentare la leva si farà sentire meno intensamente da parte delle imprese con azionariato poco diffuso.

### 9.2: Maggiore.

Per questa azienda, la leva sopra potrebbe avere conseguenze per il reddito operativo.

### 9.3: Altro.

Dovrebbe vendere quelle attività che posso trovare prezzo di vendita più alto rispetto al valore stimato e che non sono strategiche per l'impresa.

### 9.4: 200 milioni dollari.

Dal momento che state prendendo in prestito i soldi per riacquistare le azioni, il valore dell'impresa rimane \$ 1 miliardo. Se si dovesse prendere a prestito denaro investimenti neutro, si dovrebbe prendere in prestito \$ 250 milioni (20% di \$ 1.250 milioni). Se si dovessero prendere in prestito soldi per effettuare un investimento con un VAN di \$ 50 milioni, si dovrebbero prendere in prestito \$ 260 milioni. (Il valore dell'impresa aumenterà il costo del progetto + VAN)

**9.5:** Il pagamento di un dividendo straordinario di grandi dimensioni o il riacquisto di azioni proprie. Entrambi sono riduzioni del patrimonio netto e lasciano invariato il debito, per cui aumentano l'indice di indebitamento.

### 9.6: Il costo del capitale della società target.

Questo è il principio stesso che abbiamo usato nelle analisi degli investimenti. Il livello minimo di rendimento di un investimento deve essere basato sul rischio dell'investimento (non sul rischio degli investitori)

### 9.7: Falso.

L'allineamento dei flussi di cassa delle attività e quelli del debito riduce la probabilità di default e permette all'azienda di prendere in prestito più fondi poiché vi è un beneficio fiscale di prestito, che farà aumentare il valore dell'impresa.

### 9.8: Sottovalutare la duration.

Stiamo ignorando i flussi di cassa che si verificano dopo la cessazione artificiale del progetto.

**9.9:** Le imprese con pochi grandi progetti omogenei Gli effetti sul portafoglio saranno minimi (perché i progetti sono correlati tra loro) e la dimensione del progetto ridurrà i costi delle transazioni.

**9.10:** L'aggiunta di funzionalità speciali possono ancora creare valore anche se i titoli hanno un prezzo congruo. Mediante l'emissione di tali obbligazioni, le imprese possono ridurre il rischio di default e aumentare la loro capacità di prendere in prestito.

## Capitolo 10

**10.1:** Falso.

Una società con utili volatili o cicliche possono distribuire più del 100% degli utili come dividendi in un anno quando gli utili sono esigui. Alcune imprese possono sempre pagare più del 100% di guadagno, se stanno contraendosi.

**10.2:** Una ditta farmaceutica, i cui guadagni sono aumentati costantemente negli ultimi cinque anni, a causa di un farmaco di successo.

L'aumento degli utili per le altre due aziende ha meno probabilità di essere visto come sostenibile nel lungo termine.

**10.3:** Nessun cambiamento nella politica dei dividendi e un aumento del saldo di cassa.

**10.4:** Una maggiore parte dei profitti verranno pagati dividendi e dividendi saranno più volatili.

Senza l'opzione di riacquisto di azioni proprie, le aziende pagheranno maggiori dividendi ma li ridurranno anche più velocemente.

**10.5:** Le grandi aziende con partecipazione significativa da parte dei fondi pensione e la necessità di reinvestimento minima.

Queste sono le aziende dove le ipotesi Miller-Modigliani sono più reali (nessun costo di transazione e assenza di effetti fiscali).

**10.6:** I dividendi avrebbero un vantaggio fiscale sul capital gain.

L'aliquota d'imposta sui dividendi sarebbe solo del 10,8% ( $0,36 * 0,3$ ), mentre l'aliquota fiscale sulle plusvalenze è del 20%.

**10.7:** Azioni che pagano alti dividendi.

Non hanno svantaggi fiscali, i dividendi possono coprire i fabbisogni di liquidità.

**10.8:** Qualcos'altro (Un'idea: spin off del business dei media, per non pagare dividendi).

Anche se il taglio dei dividendi potrebbe essere una cosa coraggiosa da fare, gli investitori esistenti in azienda probabilmente gradiscono i dividendi e potrebbero non gradire un taglio.

**10.9:** Il prezzo dovrebbe scendere.

Si tratta di un caso in cui il pagamento di un dividendo ad essere visto come un segnale di minori opportunità di investimento.

**10.10:** Più bassi rispetto ai dividendi versati da società simili in altri paesi. I manager privi di controllo preferiscono mantenere liquidità nell'impresa.

## Capitolo 11

**11.1:** Aziende che si ritiene abbiano grandi opportunità di investimento. Il riacquisto azionario riduce la liquidità disponibile per gli investimenti.

**11.2:** Tutte le risposte.

Gli utili non sono flussi finanziari e le imprese devono reinvestire e rimborsare il debito prima di pagare dividendi.

**11.3:** Aumenterà il saldo di cassa della società.

Il FCFE è al netto delle spese in conto capitale e delle esigenze di capitale circolante. Quindi, se non viene restituito agli azionisti si accumula liquidità.

**11.4:** Ha investito in buoni progetti nello scorso anno in quanto il rendimento marginale del capitale supera il costo del capitale. Tutti gli altri rendimenti sul capitale sono inferiori al costo del capitale.

**11.5:** Una società con un ritorno sul capitale del 6% e un saldo di cassa elevato.

Queste sono le aziende in cui è maggiore il rischio, la liquidità sarà investita in progetti a VAN negativo.

**11.6:** No.

Per ogni azionista che acquista pagando dividendi, l'impresa probabilmente perderà due azionisti, che non vogliono detenere azioni che pagano dividendi, essendo questi fiscalmente svantaggiati.

**11.7:** La banca non sarà penalizzata per i suoi bassi dividendi fino a quando riuscirà a comunicare informazioni ai propri investitori circa la qualità dei suoi progetti e prospettive di crescita.

## Capitolo 12

**12.1:** No.

Nella valutazione dell'azienda, le ipotesi sull'entità dell'indebitamento servono comunque a calcolare il costo del capitale.

**12.2:** Falso.

È possibile normalizzare gli utili e utilizzare un tasso medio di crescita in tutto il ciclo economico.

**12.3:** La Biogen.

Ci sono barriere più significative all'ingresso (il brevetto, per esempio) che tutelano la crescita di Biogen.

**12.4:** Tutte le risposte.

La crescita storica a non guardare il futuro, tuttavia le stime degli analisti sono a volte distorte ed i tassi di crescita basati sui fondamentali spesso riflettono solo i dati dell'anno in corso.

**12.5:** Falso.

Il valore terminale sarà fortemente influenzato da ipotesi sulla crescita durante il periodo di crescita elevata.

**12.6:** Falso.

Il valore terminale riflette il payout atteso in termini di dividendo che sarà ottenuto quando l'impresa raggiunge una crescita stabile.

**12.7:** Il valore calcolato con il FCFE di solito è superiore al valore ottenuto con il DDM.

La maggioranza delle imprese pagano dividendi inferiori al FCFE disponibile.

**12.8:** No.

È possibile mutare nel tempo l'indice di indebitamento nella valutazione.

**12.9:** Sottovalutare l'impresa.

Si sono ridotti i benefici della crescita elevata, ma lasciando l'impresa con i costi della crescita elevata (reinvestimento alto, alto rischio)

**12.10:** Superiore a \$ 60,219 miliardi.

Senza spese di reinvestimento, il flusso di cassa libero per l'impresa sarà molto più alto e così anche il valore terminale.

**12.11:** Tutte le risposte.

Il multiplo P/E di un'impresa è influenzato da tutti questi fattori.

**12.12:** Il più alto dei due valori, dal momento che è il mio lavoro per ottenere il prezzo più alto che posso per il mio cliente che presenta l'OPS. Ovviamente se anche gli investitori sono miei clienti, potrebbe crearsi un conflitto di interessi, per cui cercherei un prezzo in grado di massimizzare la raccolta di denaro, mirando nel contempo al pieno collocamento dell'emissione azionaria.