

---

# Politica dei dividendi e buyback di azioni proprie

*di Giulio Tagliavini*

## **Premessa**

La politica dei dividendi è un profilo della gestione finanziaria importante per gli effetti, complesso per le regole di convenienza, relativamente poco conosciuto per le logiche di fondo. In questo intervento si vuole sintetizzare le regole più importanti e mettere a fuoco per quale motivo si vanno diffondendo considerevolmente, in questa fase del mercato, le operazioni di buyback di azioni proprie, che sono, sotto alcuni profili, operazioni succedanee alla distribuzione di dividendi.

Nel corso dell'esposizione si farà riferimento ad una esemplificazione stilizzata, che permette di precisare alcuni fenomeni rilevanti e di mettere a punto comportamenti razionali.

## **Le regole base della politica dei dividendi.**

Nel seguito, in modo molto schematico, vengono ricordate le regole classiche della politica dei dividendi.

1. I dividendi sono la strada

principale per distribuire flussi di cassa agli azionisti; strade secondarie sono il riacquisto di azioni proprie, la distribuzione di capitale esuberante, lo spinoff e lo splitoff. Il riacquisto di azioni proprie (buyback) è abbastanza diffuso e può essere utilizzato su base corrente, anche in Italia; la restituzione di capitale esuberante è una operazione assai peculiare e può essere utilizzato solo in un contesto molto preciso, la regolamentazione tende a rendere molto vincolata questa possibilità; lo spinoff è la suddivisione (scorporo) di una sottounità di impresa, le cui azioni sono attribuite agli azionisti dell'impresa scorporante; lo splitoff è la suddivisione dell'impresa madre (che cessa di esistere) in due imprese figlie, con conseguente attribuzione delle azioni. Lo splitoff e lo spinoff si giustificano in casi in cui talune attività dell'impresa siano notevolmente sottovalutate dai mercati.

2. Il flusso di cassa viene attribuito agli azionisti quando l'impresa non ha opportunità di investimento con rendimento superiore al costo del capitale. Questa è la regola classica principale alla base di una teorica politica ottimale dei dividendi. In realtà si riscontra anche un buon numero di imprese che avrebbero opportunità di investimento profittevoli, ma che procedono con la distribuzione di dividendi.

La regola suddetta è quindi eccessivamente semplificata. Si tenga conto anche del fatto che vi sono molte imprese che distribuiscono dividendi nello stesso esercizio in cui realizzano aumenti di capitale.

3. Più precisamente, l'impresa attribuisce infatti un dividendo quando riesce a sostenere i progetti di investimento affrontando il debito che si produce. Il costo differenziale del dividendo è dato dagli oneri finanziari legati all'indebitamento attivato dal flusso di cassa destinato ai soci, essendo assai modesti, almeno nel breve periodo, gli effetti sul costo opportunità dei mezzi propri. Se i soci ricevono la somma  $D$ , il costo relativo è pari al tasso  $r$  per il debito prodotto ( $r \cdot D$ ). Al netto delle imposte, il costo è stimabile in  $r \cdot D \cdot (1-t)$ . Come è noto, il costo del debito, al netto delle imposte, è quasi sempre meno elevato

del costo opportunità dei mezzi propri. Questa è la ragione per cui, sotto la condizione di un accettabile equilibrio finanziario, l'attribuzione di un dividendo contribuisce ad abbassare il costo medio ponderato del passivo. Vi è quindi un incentivo a distribuire il dividendo se le condizioni di indebitamento non si fanno, di conseguenza anche a tale operazione, troppo pronunciate. Il dividendo tende anche a rendere possibile una più efficace diversificazione degli investimenti personali dell'azionista; questa strada è particolarmente preziosa per le imprese non quotate, per le quali l'azionista non può alternativamente alleggerire la propria partecipazione per fare cassa.

4. Le imprese tendono a modificare poco la propria politica dei dividendi; cercano, in altri termini, di isolare la remunerazione ai soci dalle vicende alterne del business in cui sono presenti. Lo sganciamento del dividendo dalla profittabilità di impresa è però quasi impossibile, almeno nel medio termine. In ogni caso, l'impresa cerca di non porsi in condizione di dover abbassare il dividendo, comunicando ai soci, per tale via, la propria difficoltà. Conseguenza di tale atteggiamento, si trova che le imprese quotate mediamente non modificano il dividendo

da un anno all'altro. Tra quelle che lo modificano, quasi tutte le aumentano. Pochissime lo diminuiscono, il che vuol dire che poche imprese attuano una politica aggressiva dei dividendi, che è in condizione relativamente probabile di essere in seguito disattivata. I dividendi, insomma, sono molto più regolari nel tempo rispetto ai livelli di utile.

5. Il dividendo è sempre strettamente agganciato alla fase del ciclo di vita dell'impresa. Le imprese in fase di sviluppo, o appena costituite, non sono in grado di distribuire dividendo, anche se avessero l'utile necessario. Le imprese mature hanno una politica dei dividendi più larga; le imprese in fase di disinvestimento tendono ad attribuire ai soci importanti flussi di cassa.

6. Il punto precedente si può altrimenti sintetizzare facendo riferimento alla performance economica ed alla performance finanziaria dell'impresa. Una impresa in utile non necessariamente produce flussi di cassa disponibili in modo discrezionale alla direzione finanziaria, anche per la distribuzione di eventuali utili. Non è quindi vero dire che il dividendo viene "pagato" con l'utile dell'esercizio (o di altri utili accantonati e disponibili); corrisponde al vero invece che il dividen-

do viene pagato con un flusso di cassa; l'utile è prerequisite necessario ma non sufficiente; la condizione sufficiente è un buon risultato economico e, simultaneamente, un buon risultato finanziario (molte volte legato alla fase del ciclo di vita dell'impresa).

7. Secondo una scuola di pensiero di stampo più teorico o stilizzato, la politica dei dividendi è irrilevante. Secondo questo approccio, il dividendo staccato prende il posto ad una uguale rivalutazione del prezzo complessivo dell'impresa. Secondo questo approccio, il dividendo monetizza un capital gain del tutto succedaneo. Il direttore finanziario può quindi distribuire gli utili del passato, attraverso il dividendo; alternativamente può distribuire gli utili del futuro, attraverso un capital gain; utili del passato ed utili del futuro, secondo l'approccio teorico, sono uguali. L'esempio presentato nel paragrafo successivo comunque illustrerà con precisione la condizione di indifferenza. In ogni caso, nel mondo degli affari non si ritiene mai la politica dei dividendi irrilevante.

8. In caso di difformità di imposizione sui dividendi e suoi capital gain, la tesi dell'indifferenza di cui al punto precedente si trasforma nella tesi che vuole più conveniente

la soluzione meno tassata; la convenienza è esattamente data dalla differenza di imposizione. A dire il vero, anche se la tassazione sul dividendo e quella sul capital gain fossero del tutto uguali, rimane il fatto che la tassazione del capital gain avviene quasi dappertutto al momento dell'incasso, e non "sul maturato". Il capital gain, anche in questo caso, risulterebbe sempre conveniente (la scelta del momento di tassazione più opportuno può consentire di mirare a compensazioni con l'esito di altri investimenti).

9. I mercati finanziari tendono ad interpretare le delibere di distribuzioni di dividendo come segnali. L'aumento del dividendo può essere un segnale di miglioramento delle condizioni finanziarie dell'impresa, che si impegna a sostenere nel tempo il nuovo livello di dividendo. La riduzione del dividendo è ovviamente un segnale circa le peggiorate condizioni finanziarie dell'emittente. Se invece una impresa non ha mai pagato i dividendi nel passato e decide di farlo, il segnale potrebbe essere controproducente: non vi sono più occasioni di investimento profittevole o si registra una caduta della crescita prevista. Quest'ultimo era lo schema spesso considerato nella fase di rialzo delle quotazioni della new economy. Vale

la pena notare che i segnali legati al dividendo sono spesso contraddittori; vi sono sempre i mezzi e le possibilità di analizzare le condizioni dell'emittente, senza la necessità di affidarsi a segnali non chiari.

10. I dividendi in azioni (stock dividend) consistono nell'attribuzione come dividendo di nuove azioni. È evidente, e può essere facilmente mostrato, che tali operazioni non sono in grado di creare valore, né per l'impresa, né nel portafoglio dell'investitore. Si tratta di operazioni "di facciata" ed è quasi impossibile che il mercato cada nell'errore di valutarle di particolare pregio. Qualche azionista singolo non smalzito può comunque considerare tale operazione molto vantaggiosa. Lo stock dividend e lo stock split (frazionamento) sono operazioni utili per gestire di tanto in tanto il valore unitario dell'azione.

### **La convenienza del dividendo**

La tabella n.1 presenta l'esemplificazione di riferimento.

Si tratta di una impresa il cui attivo e il cui fatturato si sviluppano al tasso del 5% all'anno; gli oneri finanziari sono il 10% della posizione finanziaria netta; il reddito operativo è il 10% del fatturato. Si ipotizza la coincidenza tra ammortamenti ed investimenti di rinnovo / manutenzione. Si ipotizza inoltre di

simulare lo sviluppo dell'impresa sotto la condizione che il price / earning rimanga stabilmente al livello di 16.

La tabella 1 presenta il caso di

lirsi della leva finanziaria e dell'effetto "para-imposte" del debito. La tabella 2 illustra invece la dinamica aziendale ipotizzando la distribuzione, sotto forma

**Tabella 1 : Price Earning stabile - Ritenzione dell'utile\***

| Anno                  | 0       | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Assets                | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55  | 127,63  | 134,01  | 140,71  | 147,75  | 155,13  | 162,89  |
| Debito                | 72,58   | 71,57   | 70,15   | 68,29   | 65,93   | 63,01   | 59,49   | 55,29   | 50,33   | 44,55   | 37,85   |
| MP                    | 22,00   | 27,42   | 33,43   | 40,10   | 47,48   | 55,62   | 64,61   | 74,52   | 85,42   | 97,41   | 110,59  |
| Utile                 | 5,42    | 6,02    | 6,67    | 7,37    | 8,15    | 8,99    | 9,91    | 10,90   | 11,99   | 13,17   | 14,45   |
| Totale                | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55  | 127,63  | 134,01  | 140,71  | 147,75  | 155,13  | 162,89  |
| V                     | 150,00  | 157,50  | 165,38  | 173,64  | 182,33  | 191,44  | 201,01  | 211,07  | 221,62  | 232,70  | 244,33  |
| C                     | -135,00 | -141,75 | -148,84 | -156,28 | -164,09 | -172,30 | -180,91 | -189,96 | -199,46 | -209,43 | -219,90 |
| RO                    | 15,00   | 15,75   | 16,54   | 17,36   | 18,23   | 19,14   | 20,10   | 21,11   | 22,16   | 23,27   | 24,43   |
| OF                    | -7,26   | -7,16   | -7,01   | -6,83   | -6,59   | -6,30   | -5,95   | -5,53   | -5,03   | -4,45   | -3,79   |
| RL                    | 7,74    | 8,59    | 9,52    | 10,54   | 11,64   | 12,84   | 14,15   | 15,58   | 17,13   | 18,82   | 20,65   |
| I                     | -2,32   | -2,58   | -2,86   | -3,16   | -3,49   | -3,85   | -4,25   | -4,67   | -5,14   | -5,64   | -6,19   |
| RN                    | 5,42    | 6,02    | 6,67    | 7,37    | 8,15    | 8,99    | 9,91    | 0,9     | 11,99   | 13,17   | 14,45   |
| Debito / Mezzi propri | 2,6     | 2,1     | 1,7     | 1,4     | 1,2     | 1,0     | 0,8     | 0,6     | 0,5     | 0,4     | 0,3     |
| Roe                   | 19,8%   | 18,0%   | 16,6%   | 15,5    | 14,6%   | 13,9%   | 13,3%   | 12,8%   | 12,3%   | 11,9%   | 11,6%   |
| PE                    | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      |
| Capitalizzazione      | 86,71   | 96,25   | 106,65  | 118,00  | 130,37  | 143,84  | 158,51  | 174,47  | 191,84  | 210,73  | 231,26  |
| Numero azioni         | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     |
| Corso                 | 0,87    | 0,96    | 1,07    | 1,18    | 1,30    | 1,44    | 1,59    | 1,74    | 1,92    | 2,11    | 2,31    |

\* Tutti i valori sono espressi in Euro

ritenzione dell'utile / capitalizzazione dei dividendi lungo l'arco del periodo di riferimento. Al decimo anno si riscontra un prezzo dell'azione di 2,31 Euro (da 0,8 Euro di partenza) ed una capitalizzazione di circa 231 Euro. È del tutto ovvio notare che la ritenzione degli utili finisce per irrobustire la struttura finanziaria dell'impresa, alleggerire l'incidenza degli oneri finanziari, alzare l'utile e quindi portare il prezzo dell'azione verso l'alto. Si verifica uno scadimento del Roe da collegare all'affievo-

di dividendi, dell'80% degli utili annui. Si riscontra un minor apprezzamento dell'azione, coerentemente con la più debole struttura finanziaria risultante. Il prezzo sale infatti solo fino ad 1,32 Euro, contro 2,31 Euro del caso della capitalizzazione degli utili. Il Roe si mantiene sul livello di partenza; anche il grado di leva finanziaria rimane analogo al livello di partenza. Non è comunque semplicissimo concludere circa la convenienza o meno della distribuzione del dividendo. Ci sono due punti di

vista da considerare. Sotto un primo profilo, nel primo caso, l'azionista si ritrova una capitalizzazione complessiva di 231 Euro; nel secondo caso si ritrova una capitalizzazione di 132 Euro, a cui va aggiunto, per la determinazione del valore della strategia, il montante del flusso dei dividendi. Tale montante, al tasso del 10% usato in questa esemplificazione, è pari a circa 93 Euro. Ne risulta dunque che la strategia di distribuzione giunge ad un valore complessivo di circa 225 (=132+93) che è inferiore al valore creato alla

strategia di capitalizzazione degli utili. La distribuzione degli utili del passato definisce un valore inferiore rispetto alla distribuzione ai soci, attraverso il capital gain, degli utili del futuro. Ciò non deriva – ad evidenza ma contrariamente a quanto osservato in celebri manuali di finanza, e, quindi, per alcuni in modo inaspettato – dal rendimento del capitale investito in azienda più alto del tasso medio degli impieghi finanziari usati per i computi qui presentati. Si tenga infatti presente, più precisamente, che “al margine”

**Tabella 2 : Price Earning stabile - Distribuzione di un dividendo pari al 80% dell'utile\***

| Anno                 | 0       | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Assets               | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55  | 127,63  | 134,01  | 140,71  | 147,75  | 155,13  | 162,89  |
| Debito               | 76,98   | 80,91   | 85,03   | 89,36   | 93,91   | 98,69   | 103,71  | 108,98  | 114,52  | 120,33  | 126,44  |
| MP                   | 22,00   | 23,02   | 24,09   | 25,22   | 26,40   | 27,64   | 28,94   | 30,30   | 31,73   | 33,23   | 34,80   |
| Utile                | 1,02    | 1,07    | 1,12    | 1,18    | 1,24    | 1,30    | 1,36    | 1,43    | 1,50    | 1,57    | 1,65    |
| Totale               | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55  | 127,63  | 134,01  | 140,71  | 147,75  | 155,13  | 162,89  |
| V                    | 150,00  | 157,50  | 165,38  | 173,64  | 182,33  | 191,44  | 201,01  | 211,07  | 221,62  | 232,70  | 244,33  |
| C                    | -135,00 | -141,75 | -148,84 | -156,28 | -164,09 | -172,30 | -180,91 | -189,96 | -199,46 | -209,43 | -219,90 |
| RO                   | 15,00   | 15,75   | 16,54   | 17,36   | 18,23   | 19,14   | 20,10   | 21,11   | 22,16   | 23,27   | 24,43   |
| OF                   | -7,70   | -8,09   | -8,50   | -8,94   | -9,39   | -9,87   | -10,37  | -10,90  | -11,45  | -12,03  | -12,64  |
| RL                   | 7,30    | 7,66    | 8,03    | 8,43    | 8,84    | 9,27    | 9,73    | 10,21   | 10,71   | 11,24   | 11,79   |
| I                    | -2,19   | -2,30   | -2,41   | -2,53   | -2,65   | -2,78   | -2,92   | -3,06   | -3,21   | -3,37   | -3,54   |
| RN                   | 5,11    | 5,36    | 5,62    | 5,90    | 6,19    | 6,49    | 6,81    | 7,15    | 7,50    | 7,87    | 8,25    |
| Dividendo            | -4,09   | -4,29   | -4,50   | -4,72   | -4,95   | -5,19   | -5,45   | -5,72   | -6,00   | -6,29   | -6,60   |
| Debito mezzi propri  | 3,3     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,5     | 3,5     |
| Roe                  | 22,2%   | 22,3%   | 22,3%   | 22,3%   | 22,4%   | 22,4%   | 22,5%   | 22,5%   | 22,6%   | 22,6%   | 22,6%   |
| PE                   | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      | 16      |
| Capitalizzazione     | 81,78   | 85,79   | 89,99   | 94,39   | 99,02   | 103,88  | 108,98  | 114,33  | 119,95  | 125,85  | 132,04  |
| Numero azioni        | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     |
| Corso                | 0,82    | 0,86    | 0,90    | 0,94    | 0,99    | 1,04    | 1,09    | 1,14    | 1,20    | 1,26    | 1,32    |
| Montante dividendi   | 10,61   | 10,11   | 9,64    | 9,20    | 8,77    | 8,36    | 7,98    | 7,61    | 7,26    | 6,92    | 6,60    |
| Sommatoria dividendi |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 93,07   |

\* Tutti i valori sono espressi in Euro

l'impresa investe sempre la capitalizzazione dell'utile ritenuto nella riduzione del debito finanziario, con il risparmio del tasso medio di onerosità del debito (sempre il 10% nell'esempio). Gli effetti sul costo opportunità dei mezzi propri sono in genere assai modesti e trascurabili nel breve – medio termine. Tenendo conto di un effetto di scudo fiscale del 30%, ne deriva che, nell'esempio, il rendimento netto marginale dei capitali ritenuti e capitalizzati è del 7%. Considerando che i flussi di reddito futuro vengono attualizzati al 6,25% (corrispondentemente al reciproco del moltiplicatore 16), ritenere gli utili ed impiegarli al 7% in una situazione in cui il rendimento preteso dagli azionisti è solo il 6,25%, crea valore. Si noti infatti che valutare l'impresa 16 volte l'utile corrisponde esattamente ad ipotizzare una serie di utili costanti (una rendita a rata costante) ed a scontarla al tasso del 6,25% (pari a  $1/16$ ). In termini più generali, quando il price / earning è elevato, si crea valore capitalizzando l'utile, quando il price / earning è modesto, si crea valore distribuendo dividendo, avendo come riferimento il tasso medio del debito, non il rendimento medio dell'attivo (vedi in allegato una analisi di questo punto). È evidente che la distribuzione del dividendo trasferisce il vantaggio finanziario dell'impresa in capo all'azionista, che però non usufruisce del fenomeno del vantaggio fiscale del debito finanziario. La logica

della valutazione di convenienza tra distribuzione e capitalizzazione è molto chiara; ben più difficile la sua applicazione in ragione del fatto che richiede una considerazione dei tempi lunghi di previsione finanziaria. È evidente che se invece i dividendi fossero reinvestiti dai relativi percettori ad un tasso superiore al rendimento marginale dell'impresa che distribuisce il dividendo, la strategia di distribuzione creerebbe valore ulteriore, e non lo distruggerebbe, come qui risulta. Sotto un secondo profilo di valutazione, è evidente che la strategia di ritenzione / distribuzione modifica la solidità finanziaria dell'impresa, la sua capacità di crescere, la sua capacità di affrontare fasi basse del ciclo economico. La misurazione di questa convenienza è certamente più complessa, non essendo riconducibile ad un solo ed univoco indicatore; è tuttavia evidente che il giudizio su questo profilo si deve basare su un quadro idoneo di pianificazione finanziaria.

### **Il buyback alternativo**

Come è stato precedentemente chiarito, lo stacco di dividendi è, almeno per certi versi, simile al riacquisto di azioni proprie. In realtà vi sono alcune importanti differenze che devono essere chiarite con precisione. La tabella 3 ipotizza di costruire un flusso di operazioni di buyback corrispondenti, come somma, al flusso di dividendi pre-

sentati alla tabella 2. I flussi finanziari sono corrispondenti nei due casi; per l'azionista è quindi indifferente, in linea di massima e prescindendo dal profilo fiscale personale, l'opzione dividendo e l'opzione buyback, fatto salvo naturalmente il meccanismo di attribuzione paritetica agli azionisti della possibilità di vendere una quota delle proprie azioni. È evidente che lo stacco di dividendi è per sua

La tabella 3, raffrontata con la tabella 2, mostra l'elemento che crea vantaggio del buyback rispetto alla distribuzione di dividendi. Il buyback, pur avendo flussi finanziari identici, tende a ridurre il numero delle azioni in circolazione e quindi contribuisce a rafforzare l'utile per azione e, di conseguenza, il suo corso. Il Roe si mantiene al livello elevato, come nel caso della capitalizzazione dell'utile.

Tabella 3 : Price Earning stabile - Buyback corrispondente\*

| Anno                  | 0       | 1       | 2       | 3       | 4        | 5        | 6        | 7        | 8        | 9        | 10       |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Assets                | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55   | 127,63   | 134,01   | 140,71   | 147,75   | 155,13   | 162,89   |
| Debito                | 76,98   | 80,91   | 85,03   | 89,36   | 93,91    | 98,69    | 103,71   | 108,98   | 114,52   | 120,33   | 126,44   |
| MP                    | 22,00   | 23,02   | 24,09   | 25,22   | 26,40    | 27,64    | 28,94    | 30,30    | 31,73    | 33,23    | 34,80    |
| Utile                 | 1,02    | 1,07    | 1,12    | 1,18    | 1,24     | 1,30     | 1,36     | 1,43     | 1,50     | 1,57     | 1,65     |
| Totale                | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55   | 127,63   | 134,01   | 140,71   | 147,75   | 155,13   | 162,89   |
| V                     | 150,00  | 157,50  | 165,38  | 173,64  | 182,33   | 191,44   | 201,01   | 211,07   | 221,62   | 232,70   | 244,33   |
| C                     | -135,00 | -141,75 | -148,84 | -156,28 | -164,09  | -172,30  | -180,91  | -189,96  | -199,46  | -209,43  | -219,90  |
| RO                    | 15,00   | 15,75   | 16,54   | 17,36   | 18,23    | 19,14    | 20,10    | 21,11    | 22,16    | 23,27    | 24,43    |
| OF                    | -7,70   | -8,09   | -8,50   | -8,94   | -9,39    | -9,87    | -10,37   | -10,90   | -11,45   | -12,03   | -12,64   |
| RL                    | 7,30    | 7,66    | 8,03    | 8,43    | 8,84     | 9,27     | 9,73     | 10,21    | 10,71    | 11,24    | 11,79    |
| I                     | -2,19   | -2,30   | -2,41   | -2,53   | -2,65    | -2,78    | -2,92    | -3,06    | -3,21    | -3,37    | -3,54    |
| RN                    | 5,11    | 5,36    | 5,62    | 5,90    | 6,19     | 6,49     | 6,81     | 7,15     | 7,50     | 7,87     | 8,25     |
| Dividendo             | -       | -       | -       | -       | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -        |
| Debito mezzi propri   | 3,3     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4      | 3,4      | 3,4      | 3,4      | 3,4      | 3,5      | 3,5      |
| Roe                   | 22,2%   | 22,3%   | 22,3%   | 22,3%   | 22,4%    | 22,4%    | 22,5%    | 22,5%    | 22,6%    | 22,6%    | 22,6%    |
| PE                    | 16      | 16      | 16      | 16      | 16       | 16       | 16       | 16       | 16       | 16       | 16       |
| Capitalizzazione      | 81,78   | 85,79   | 89,99   | 94,39   | 99,02    | 103,88   | 108,98   | 114,33   | 119,95   | 125,85   | 132,04   |
| Numero azioni         | 100     | 95      | 90,25   | 85,7375 | 81,45063 | 77,37809 | 73,50919 | 69,83373 | 66,34204 | 63,02494 | 59,87369 |
| Corso                 | 0,82    | 0,90    | 1,00    | 1,10    | 1,22     | 1,34     | 1,48     | 1,64     | 1,81     | 2,00     | 2,21     |
| Capitale da impiegare | -4,09   | -4,29   | -4,50   | -4,72   | -4,95    | -5,19    | -5,45    | -5,72    | -6,00    | -6,29    | -6,60    |
| Azioni acquisibili    | -5,00   | -4,75   | -4,51   | -4,29   | -4,07    | -3,87    | -3,68    | -3,49    | -3,32    | -3,15    | -2,99    |

\* Tutti i valori sono espressi in Euro

natura paritetica, mentre il buyback può essere paritetico, ma può anche non esserlo.

È vero che si potrebbe obiettare che l'investitore razionale dovrebbe procedere a rivedere



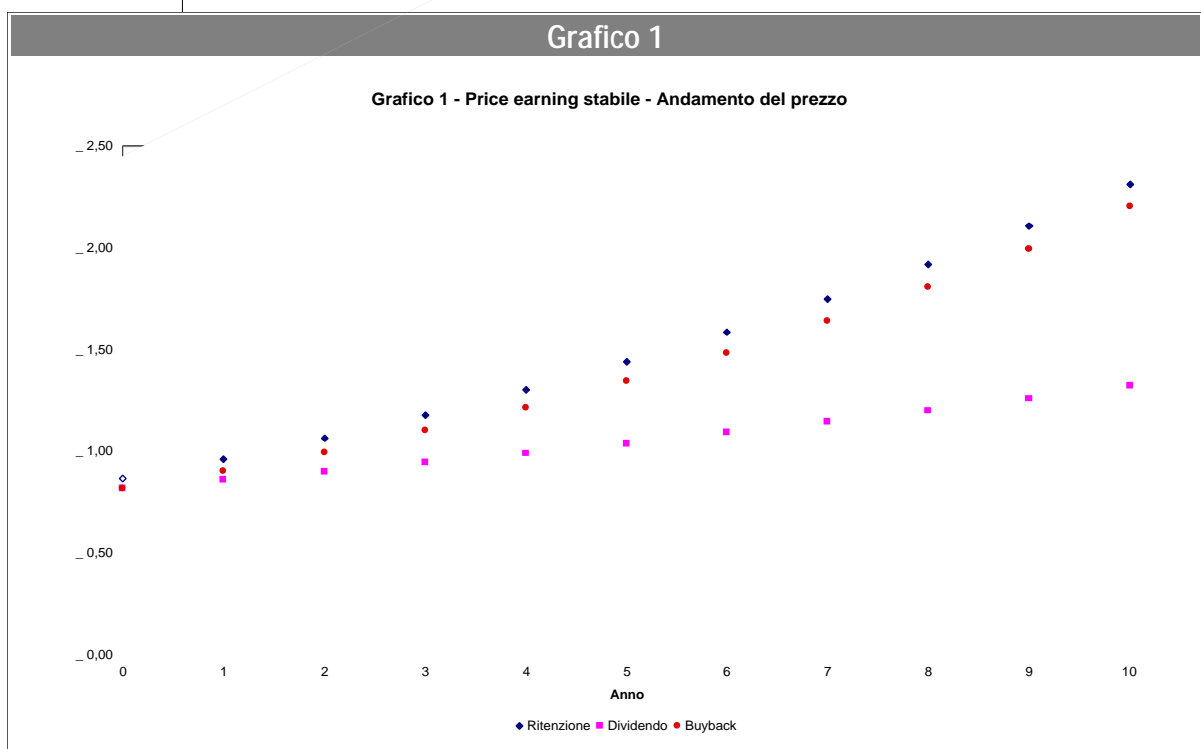
l'attribuzione del multiplo price / earning in conseguenza della distribuzione di riserve patrimoniali (via dividendo o via payback); è anche vero però il fatto che ciò non avviene, o avviene solo in parte, o avviene solo in modo impreciso.

L'acquisto di azioni proprie ha un effetto tecnico di sostegno del prezzo, di non immediata percezione. La distribuzione degli utili ha invece un effetto molto più complesso sul prezzo; principalmente influisce in senso peggiorativo sul prezzo, anche se si potrebbe ipotizzare un effetto di annuncio positivo.

Seguendo questa strategia, l'impresa riesce a sostenere il proprio corso a 2,21 Euro, mentre con la distribuzione di dividendi, finanziariamente analoga, il prezzo si riduceva a 1,32 Euro. Occorre inoltre sottolineare che una ipotesi indubbiamente "for-

te" dell'esempio è la costanza del moltiplicatore price / earning tra i due scenari di ritenzione e distribuzione degli utili. È vero che, sotto il profilo teorico, tale moltiplicatore deve tenere conto del livello di rischio e di redditività delle due imprese. Essendo diversi i due accennati aspetti, ne deriverebbe una diversità di moltiplicatore. Tuttavia, non è affatto detto che il mercato sia in condizione di differenziare con precisione le due situazioni; l'ipotesi "forte" di costanza del moltiplicatore è quindi di rilievo pratico.

Il grafico 1, che riprende il dato del prezzo dell'azione dalle tre precedenti tabelle, mette in evidenza che la strategia dei payback in pratica permette di evitare che la distribuzione ai soci di risorse finanziarie abbia effetto sul corso dell'azione, che rimane quasi al livello della riten-



zione dell'utile. La strada del dividendo, invece, ha un forte effetto peggiorativo del prezzo dell'azione. Non è corretto sostenere che tale effetto peggiorativo sia negativo in sé.

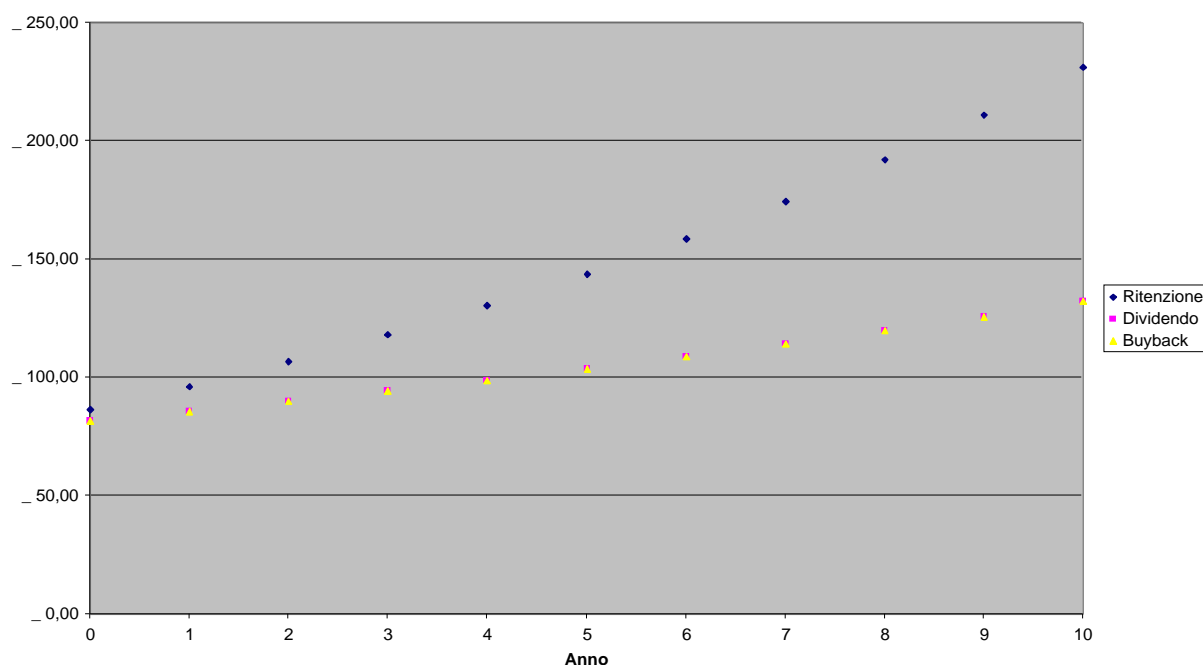
Di certo l'abbassamento del corso è incoerente con una strategia di incremento nel medio termine del valore per l'azioni, di

da che permette di raggiungere questo obiettivo.

Il confronto tra il grafico 1 ed il grafico 2 mette bene in evidenza il buon risultato del payback, particolarmente di rilievo in un contesto in cui il parametro di giudizio della gestione finanziaria sia l'apprezzamento dell'azione.

Grafico 2

Grafico 2 - Price earning stabile - Andamento della capitalizzazione



cui, appunto, il prezzo dell'azione è il principale indicatore.

Il grafico 2 mostra invece che dividendo e buyback hanno uguale effetto sulla capitalizzazione (intesa come prodotto del prezzo di una azione per il numero delle azioni in circolazione). La ritenzione dell'utile (passaggio a riserva dell'utile) ha, ovviamente, un importante effetto sulla crescita dei valori borsistici complessivi; è l'unica stra-

### Aumento di capitale o buyback a seconda della fase del mercato

Questo paragrafo viene dedicato alla verifica di cosa accade in ipotesi di ciclo del price / earning. Si ipotizza che il mercato valuti mediamente l'utile 16 volte, ma esprima anche periodi euforici, in cui il price / earning arriva a 35, ed esprima poi periodi di depressione delle quotazioni, in cui il price / earning arriva a 6. Questa alternanza di

rialzi e ribassi rispecchia la dinamica reale del mercato azionario e può essere presa come riferimento per la messa a punto di strategia di comportamento.

Per costruire un esempio significativo di un intero ciclo del mercato si ipotizza che al decimo anno il moltiplicatore price / earning torni a 16; ciò consente di effettuare confronti anche con le situazioni prima esaminate. La tabella 4 illustra il caso della ritenzione degli utili; in essa, ogni variabile è stata tenuta eguale alle proiezioni presenta-

l'accrescimento del prezzo dell'azione è pronunciato, similmente al caso della tabella 1. Una più accentuata variazione al rialzo del prezzo si ottiene nelle fasi euforiche del mercato. Il prezzo finale dell'azione è, comunque, sempre 2,31 Euro. La dinamica del prezzo è legata anche alle condizioni di mercato ma, se al decimo anno il price / earning torna a 16, non si sono avute conseguenze sul risultato finale in termini di prezzo. La tabella 5 mostra il caso della distribuzione di dividendi. Anche adesso il risultato è molto

**Tabella 4 : Ciclo del price earning -Ritenzione dell'utile\***

| Anno                | 0       | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Assets              | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55  | 127,63  | 134,01  | 140,71  | 147,75  | 155,13  | 162,89  |
| Debito              | 72,58   | 71,57   | 70,15   | 68,29   | 65,93   | 63,01   | 59,49   | 55,29   | 50,33   | 44,55   | 37,85   |
| MP                  | 22,00   | 27,42   | 33,43   | 40,10   | 47,48   | 55,62   | 64,61   | 74,52   | 85,42   | 97,41   | 110,59  |
| Utile               | 5,42    | 6,02    | 6,67    | 7,37    | 8,15    | 8,99    | 9,91    | 10,90   | 11,99   | 13,17   | 14,45   |
| Totale              | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55  | 127,63  | 134,01  | 140,71  | 147,75  | 155,13  | 162,89  |
| V                   | 150,00  | 157,50  | 165,38  | 173,64  | 182,33  | 191,44  | 201,01  | 211,07  | 221,62  | 232,70  | 244,33  |
| C                   | -135,00 | -141,75 | -148,84 | -156,28 | -164,09 | -172,30 | -180,91 | -189,96 | -199,46 | -209,43 | -219,90 |
| RO                  | 15,00   | 15,75   | 16,54   | 17,36   | 18,23   | 19,14   | 20,10   | 21,11   | 22,16   | 23,27   | 24,43   |
| OF                  | -7,26   | -8,09   | -7,01   | -6,83   | -6,59   | -6,30   | -5,95   | -5,53   | -5,03   | -4,45   | -3,79   |
| RL                  | 7,74    | 8,59    | 9,52    | 10,54   | 11,64   | 12,84   | 14,15   | 15,58   | 17,13   | 18,82   | 20,65   |
| I                   | -2,32   | -2,58   | -2,86   | -3,16   | -3,49   | -3,85   | -4,25   | -4,67   | -5,14   | -5,64   | -6,19   |
| RN                  | 5,42    | 6,02    | 6,67    | 7,37    | 8,15    | 8,99    | 9,91    | 10,90   | 11,99   | 13,17   | 14,45   |
| Debito mezzi propri | 2,6     | 2,1     | 1,7     | 1,4     | 1,2     | 1,0     | 0,8     | 0,6     | 0,5     | 0,4     | 0,3     |
| Roe                 | 19,8%   | 18,0%   | 16,6%   | 15,5%   | 14,6%   | 13,9%   | 13,3%   | 12,8%   | 12,3%   | 11,9%   | 11,6%   |
| PE                  | 16      | 16      | 25      | 35      | 25      | 16      | 16      | 8       | 6       | 8       | 16      |
| Capitalizzazione    | 86,71   | 96,25   | 166,64  | 258,12  | 203,70  | 143,84  | 158,51  | 87,24   | 71,94   | 105,37  | 231,26  |
| Numero azioni       | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     |
| Corso               | 0,87    | 0,96    | 1,67    | 2,58    | 2,04    | 1,44    | 1,59    | 0,87    | 0,72    | 1,05    | 2,31    |

\* Tutti i valori sono espressi in Euro

te alla tabella 1, con eccezione, appunto, dell'evoluzione del price / earning. Si vede che

simile a quello della tabella 1. L'apprezzamento del prezzo dell'azione, al decimo anno, ar-

riva ancora a 1,32 Euro, non essendo rilevanti gli sbalzi di prezzo coerenti con le oscillazioni al rialzo ed al ribasso del mercato. Anche in questo caso, la rilevanza degli

back nella fase depressa, per lo stesso controvalore. L'obiettivo di tale operazione non è conseguire una raccolta di mezzi finanziari finalizzata allo sviluppo

**Tabella 5 : Ciclo del price earning – Distribuzione di un dividendo pari all'80% dell'utile \***

| Anno                 | 0       | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Assets               | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55  | 127,63  | 134,01  | 140,71  | 147,75  | 155,13  | 162,89  |
| Debito               | 76,98   | 80,91   | 85,03   | 89,36   | 93,91   | 98,69   | 103,71  | 108,98  | 114,52  | 120,33  | 126,44  |
| MP                   | 22,00   | 23,02   | 24,09   | 25,22   | 26,40   | 27,64   | 28,94   | 30,30   | 31,73   | 33,23   | 34,80   |
| Utile                | 1,02    | 1,07    | 1,12    | 1,18    | 1,24    | 1,30    | 1,36    | 1,43    | 1,50    | 1,57    | 1,65    |
| Totale               | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55  | 127,63  | 134,01  | 140,71  | 147,75  | 155,13  | 162,89  |
| V                    | 150,00  | 157,50  | 165,38  | 173,64  | 182,33  | 191,44  | 201,01  | 211,07  | 221,62  | 232,70  | 244,33  |
| C                    | -135,00 | -141,75 | -148,84 | -156,28 | -164,09 | -172,30 | -180,91 | -189,96 | -199,46 | -209,43 | -219,90 |
| RO                   | 15,00   | 15,75   | 16,54   | 17,36   | 18,23   | 19,14   | 20,10   | 21,11   | 22,16   | 23,27   | 24,43   |
| OF                   | -7,70   | -8,09   | -8,50   | -8,94   | -9,39   | -9,87   | -10,37  | -10,90  | -11,45  | -12,03  | -12,64  |
| RL                   | 7,30    | 7,66    | 8,03    | 8,43    | 8,84    | 9,27    | 9,73    | 10,21   | 10,71   | 11,24   | 11,79   |
| I                    | -2,19   | -2,30   | -2,41   | -2,53   | -2,65   | -2,78   | -2,92   | -3,06   | -3,21   | -3,37   | -3,54   |
| RN                   | 5,11    | 5,36    | 5,62    | 5,90    | 6,19    | 6,49    | 6,81    | 7,15    | 7,50    | 7,87    | 8,25    |
| Dividendo            | -4,09   | -4,29   | -4,50   | -4,72   | -4,95   | -5,19   | -5,45   | -5,72   | -6,00   | -6,29   | -6,60   |
| Debito mezzi propri  | 3,3     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,5     | 3,5     |
| Roe                  | 22,2%   | 22,3%   | 22,3%   | 22,3%   | 22,4%   | 22,4%   | 22,5%   | 22,5%   | 22,6%   | 22,6%   | 22,6%   |
| PE                   | 16      | 16      | 25      | 35      | 25      | 16      | 16      | 8       | 6       | 8       | 16      |
| Capitalizzazione     | 81,78   | 85,79   | 140,60  | 206,49  | 154,72  | 103,88  | 108,98  | 57,17   | 44,98   | 62,92   | 132,04  |
| Numero azioni        | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     |
| Corso                | 0,82    | 0,86    | 1,41    | 2,06    | 1,55    | 1,04    | 1,09    | 0,57    | 0,45    | 0,63    | 1,32    |
| Montante dividendi   | 10,61   | 10,11   | 9,64    | 9,20    | 8,77    | 8,36    | 7,98    | 7,61    | 7,26    | 6,92    | 6,60    |
| Sommatoria dividendi |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 93,07   |

\* Tutti i valori sono espressi in Euro

sbalzi di prezzo è circoscritta all'interno delle fasi stesse del mercato. La tabella 6 illustra invece una strategia, basata sul buyback, più complessa e raffinata rispetto a quella precedentemente presentata.

Ora si ipotizza di effettuare un aumento di capitale nella fase euforica del mercato ed un buy-

dell'impresa, ma sfruttare le differenze di quotazione per portare a proprio vantaggio i differenziali di diluizione / antidiluizione delle nuove azioni emesse / riacquistate. Più esattamente, si procede all'aumento del capitale nella fase in cui il prezzo dell'azione è più alto ed al buyback nella fase in cui i prezzi sono maggiormente conve-

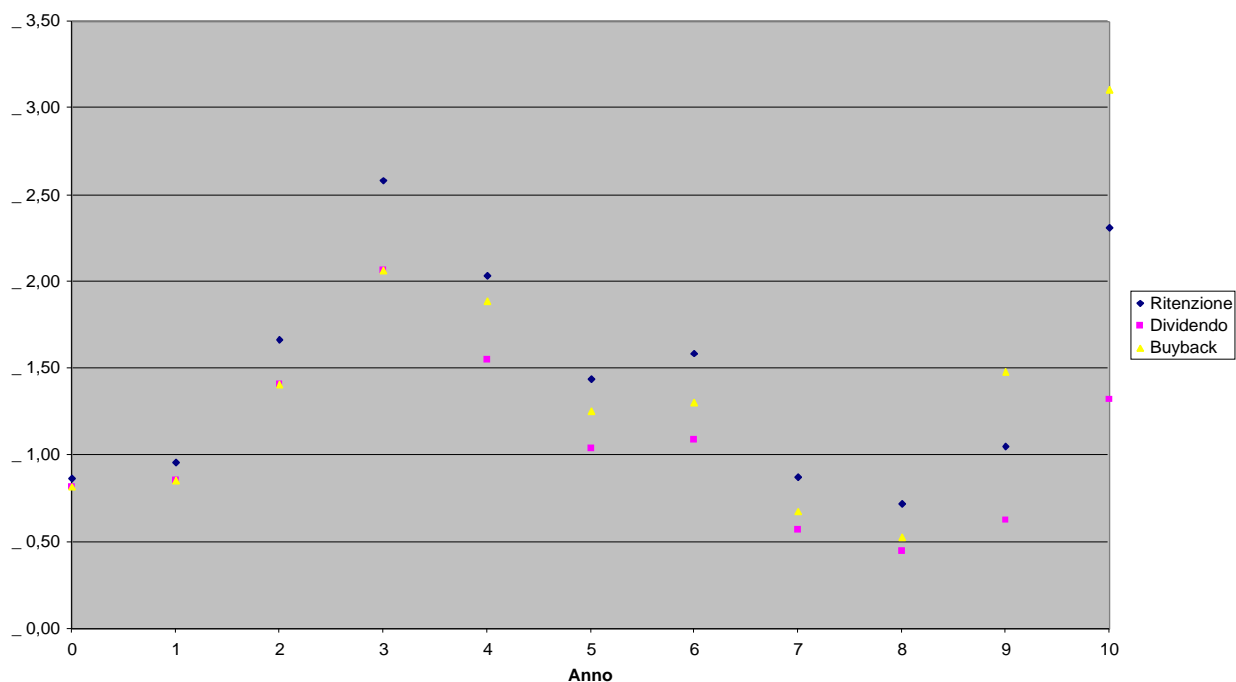
| Tabella 6 : Ciclo del price earning – Aumento di capitale e buyback * |         |         |         |         |         |              |         |         |              |         |         |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|--------------|---------|---------|
| Anno  | 0       | 1       | 2       | 3       | 4       | 5            | 6       | 7       | 8            | 9       | 10      |
| Assets  | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55  | 127,63       | 134,01  | 140,71  | 147,75       | 155,13  | 162,89  |
| Debito  | 76,98   | 80,91   | 85,03   | 89,36   | 93,91   | 98,69        | 103,71  | 108,98  | 114,52       | 120,33  | 126,44  |
| MP  | 22,00   | 23,02   | 24,09   | 25,22   | 26,40   | 27,64        | 28,94   | 30,30   | 31,73        | 33,23   | 34,80   |
| Utile   | 1,02    | 1,07    | 1,12    | 1,18    | 1,24    | 1,30         | 1,36    | 1,43    | 1,50         | 1,57    | 1,65    |
| Totale  | 100,00  | 105,00  | 110,25  | 115,76  | 121,55  | 127,63       | 134,01  | 140,71  | 147,75       | 155,13  | 162,89  |
| V   | 150,00  | 157,50  | 165,38  | 173,64  | 182,33  | 191,44       | 201,01  | 211,07  | 221,62       | 232,70  | 244,33  |
| C   | -135,00 | -141,75 | -148,84 | -156,28 | -164,09 | -172,30      | -180,91 | -189,96 | -199,46      | -209,43 | -219,90 |
| RO  | 15,00   | 15,75   | 16,54   | 17,36   | 18,23   | 19,14        | 20,10   | 21,11   | 22,16        | 23,27   | 24,43   |
| OF  | -7,70   | -8,09   | -8,50   | -8,94   | -9,39   | -9,87        | -10,37  | -10,90  | -11,45       | -12,03  | -12,64  |
| RL  | 7,30    | 7,66    | 8,03    | 8,43    | 8,84    | 9,27         | 9,73    | 10,21   | 10,71        | 11,24   | 11,79   |
| I   | -2,19   | -2,30   | -2,41   | -2,53   | -2,65   | -2,78        | -2,92   | -3,06   | -3,21        | -3,37   | -3,54   |
| RN  | 5,11    | 5,36    | 5,62    | 5,90    | 6,19    | 6,49         | 6,81    | 7,15    | 7,50         | 7,87    | 8,25    |
| Dividendo   | -4,09   | -4,29   | -4,50   | -4,72   | -4,95   | -5,19        | -5,45   | -5,72   | -6,00        | -6,29   | -6,60   |
| Debito mezzi propri   |         |         |         |         |         |              |         |         |              |         |         |
|   | 3,3     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4     | 3,4          | 3,4     | 3,4     | 3,4          | 3,5     | 3,5     |
| Roe   | 22,2%   | 22,3%   | 22,3%   | 22,3%   | 22,4%   | 22,4%        | 22,5%   | 22,5%   | 22,6%        | 22,6%   | 22,6%   |
| PE  | 16      | 16      | 25      | 35      | 25      | 16           | 16      | 8       | 6            | 8       | 16      |
| Capitalizzazione  | 81,78   | 85,79   | 140,60  | 206,49  | 154,72  | 103,88       | 108,98  | 57,17   | 44,98        | 62,92   | 132,04  |
| Numero azioni   | 100     | 100     | 100     | 100     | 100     | 100          | 100     | 100     | 100          | 100     | 100     |
| Corso   | 0,82    | 0,86    | 1,41    | 2,06    | 1,55    | 1,04         | 1,09    | 0,57    | 0,45         | 0,63    | 1,32    |
| <b>Aumento di Capitale</b>  |         |         |         |         |         | <b>40,00</b> |         |         |              |         |         |
| Numero azioni   |         |         |         |         |         | 19,37        |         |         |              |         |         |
| <b>Payback</b>  |         |         |         |         |         |              |         |         | <b>40,00</b> |         |         |
| Numero azioni   |         |         |         |         |         |              |         |         | 75,78        |         |         |
| * Tutti i valori sono espressi in Euro                                |         |         |         |         |         |              |         |         |              |         |         |

nienti. Il grafico 3 a pag. seguente, che sintetizza i livelli raggiunti dal prezzo nelle tre ipotesi appena esaminate, mostra che la strategia di aumento del capitale / payback è particolarmente profittevole. Il prezzo giunge infatti a 3,11 Euro. Questo risultato, assai pronunciato, è stato raggiunto dopo aver distribuito dividendi. Lo sfruttamento del ciclo di borsa per imprimere un effetto antidiluitivo al valore delle azioni permette infatti di accrescere il prezzo

anche nell'ipotesi di distribuzione dell'80% degli utili sotto forma di dividendo. Il grafico 4 a pag. dimostra che la capitalizzazione complessiva dell'impresa viene massimizzata con la ritenzione degli utili, e magari con ulteriori aumenti di capitale. L'effetto sul prezzo delle azioni viene tuttavia massimizzato attraverso la strategia di governo del ciclo azionario, che permette di distribuire dividendi senza subire conseguenze rilevanti. È utile sottolineare che nell'e-

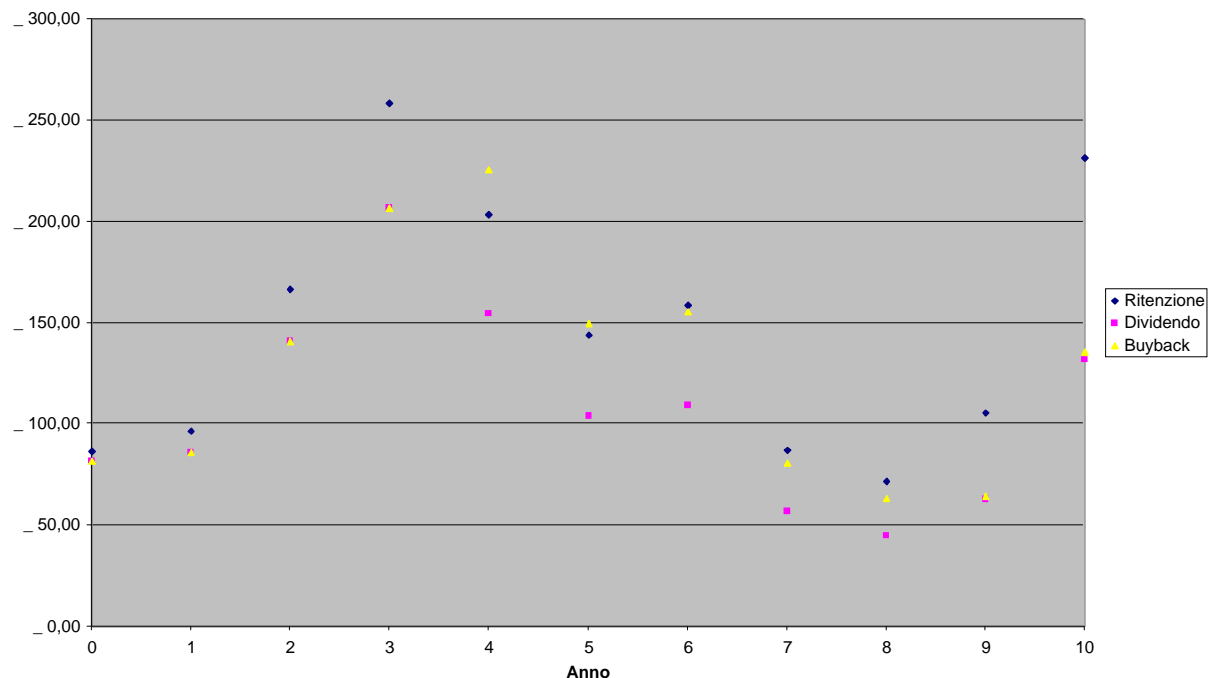
### Grafico 3

#### Grafico 3 - Ciclo del price earning - Andamento del prezzo



### Grafico 4

#### Grafico 4 - Ciclo del price earning - Andamento della capitalizzazione



semplificazione qui considerata, si è preso in esame una impresa che gode di una buona autonomia finanziaria. Tale impresa non necessita dunque di au-

mento di capitale con finalità industriali, né vi sono problemi a procedere con il riacquisto delle azioni proprie, essendovi la disponibilità delle necessarie

risorse finanziarie. L'analisi di un caso reale non è spesso così semplice: i problemi del governo del ciclo azionario – qui presentato – si sommano al problema del governo della leva finanziaria, nei suoi aspetti economici e di equilibrio finanziario.

La tabella 7 mostra infine l'evoluzione dell'utile per azione (EPS – earning per share) nei tre casi considerati alle tabelle 4, 5 e 6. La capitalizzazione dell'utile permette di passare da un EPS di 5 centesimi ad un EPS di 14 centesimi circa. La distribuzione di dividendi permette di raggiungere solo 8 centesimi. La

strategia complessa di aumenti di capitale e buyback consente di giungere a 19 centesimi, pur pagando i dividendi. È evidente che il risultato è causato dalla riduzione del numero delle azioni in circolazione; gli analisti finanziari sono consapevoli di questo fenomeno: l'incremento dell'EPS è causato da 5 a 8 centesimi dal miglioramento della redditività e da 8 a 19 centesimi dalle manovre sul capitale. È tuttavia evidente che il lettore del bilancio, anche quello relativamente smaliziato, tende ad attribuire tutto il passaggio dell'EPS da 5 a 19 centesimi al

**Tabella 7 \***

| Anno  | 0    | 1    | 2    | 3    | 4    | 5    | 6    | 7     | 8     | 9     | 10    |
|---|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Utile per azione (centesimi di Euro)</b> |      |      |      |      |      |      |      |       |       |       |       |
| Capitalizzazione utile                      | 5,42 | 6,02 | 6,67 | 7,37 | 8,15 | 8,99 | 9,91 | 10,90 | 11,99 | 13,17 | 14,45 |
| Dividendo                                   | 5,11 | 5,36 | 5,62 | 5,90 | 6,19 | 6,49 | 6,81 | 7,15  | 7,50  | 7,87  | 8,25  |
| Strategia complessa                         | 5,11 | 5,36 | 5,62 | 5,90 | 7,56 | 7,85 | 8,15 | 8,47  | 8,80  | 18,52 | 19,41 |

\* Tutti i valori sono espressi in Euro

**Tabella 8**

| <b>Impresa</b>       | <b>Paese</b> | <b>Valore del programma di Buyback</b>            |
|----------------------|--------------|---|
| Wal-Mart             | Usa          | 5 miliardi di dollari                             |
| Cisco                | Usa          | 8 miliardi di dollari                             |
| Citigroup            | Usa          | 2 miliardi di dollari                             |
| Pepsi                | Usa          | 5 miliardi di dollari                             |
| Merck                | Usa          | 10 miliardi di dollari                            |
| Basf                 | Germania     | 1,3 miliardi di euro nel 2001 – 5% del capitale   |
|                      |              | 500 milioni di euro nel 2002 – 2,4 % del capitale |
| Schering             | Germania     | 250 milioni di euro                               |
| Deutsche Bank        | Germania     | 10% del capitale                                  |
| Alliance & Leicester | UK           | 200 milioni di sterline                           |
| Colt                 | UK           | 13 milioni di sterline                            |
| Novartis             | Svizzera     | 4 miliardi di franchi svizzeri                    |
| Recordati            | Italia       | 10% del capitale                                  |

Fonte: *Il Sole 24 Ore*, 24 Agosto 2002

miglioramento della gestione industriale. Nella fase attuale ci troviamo con moltiplicatori di borsa piuttosto bassi, in relazione ad una fase di depressione, forse eccessiva, del mercato azionario. È evidente che la pressione a realizzare operazioni di buyback coerenti con la strategia della tabella 6 è molto forte, al fine di sostenere gli EPS. Anche nel 1988, dopo la caduta del mercato, si realizzarono numerosi programmi di riacquisto di azioni proprie; nella fase attuale si ha notizia di ingenti programmi di buyback, riassunti nella tabella 8. Essi hanno l'obiettivo a breve di rafforzare la domanda di titoli, causando un rallentamento della caduta in atto, coerentemente con i prezzi convenienti; essi hanno anche una funzione di ostacolo a take over ostili o, comunque, di rafforzamento delle posizioni azionarie di controllo. Più a medio termine, i buyback costruiscono i supporti dei fondamentali – attraverso il rafforzamento degli EPS – per il successivo recupero del mercato borsistico.

### **Il caso delle imprese non quotate**

Con riguardo alle società non quotate, la strategia complessa sopra delineata (aumento di capitale e buyback a seconda dei casi) non è in grado di apportare vantaggi effettivi. Ciò deriva dal fatto che il concetto di prezzo della singola azione non è di rilievo nella impresa non quotata; al contrario il concetto che

rimane di rilievo è quello di valore del patrimonio netto complessivo, analogo per certi versi a quello sopra utilizzato di capitalizzazione di borsa. Come è evidenziato dal grafico 4, la strategia complessa in discussione non apporta alcun vantaggio al valore complessivo dell'impresa e diviene quindi del tutto inutile per imprese non quotate. La strategia complessa non crea valore, sembra solo che lo faccia. Se non ci sono investitori esterni al gruppo di comando, non vale certo la pena avviare questa strategia.

È evidente che le imprese non quotate devono gestire il problema dei dividendi sotto il vincolo prioritario delle esigenze di reddito dei soci, o almeno di quelli determinanti per la governance aziendale.

Una ulteriore serie di vincoli è rappresentata dalle esigenze finanziarie dell'impresa, che possono essere coerenti o poco coerenti con la distribuzione di un flusso finanziario ai soci. L'ottenimento di un risultato economico della gestione non garantisce, infatti, un corrispondente risultato finanziario; potrebbe capitare che il risultato economico non sia accompagnato da una situazione finanziaria di sufficiente equilibrio per sostenere una uscita di cassa corrispondente.

Per l'impresa non quotata, la scelta tra dividendo e buyback è condizionata solo da due elementi: la variabile fiscale e la pariteticità tra i soci.



## Allegato

La tabella 9 seguente illustra il legame tra price / earning, poli-

tica del dividendo e creazione di valore. Se il price / earning è elevato, è poco opportuno deliberare dividendi in quanto,

**Tabella 9 : Ritenzione dell'utile\***

|  | PE alto |         | PE di equilibrio |         | PE basso |         |
|--|---------|---------|------------------|---------|----------|---------|
| Anno   | 0       | 1       | 0                | 1       | 0        | 1       |
| Assets                                       | 100,00  | 105,00  | 100,00           | 105,00  | 100,00   | 105,00  |
| Debito                                       | 72,58   | 71,57   | 72,58            | 71,57   | 72,58    | 71,57   |
| MP   | 22,00   | 27,42   | 22,00            | 27,42   | 22,00    | 27,42   |
| Utile  | 5,42    | 6,02    | 5,42             | 6,02    | 5,42     | 6,02    |
| Totale                                       | 100,00  | 105,00  | 100,00           | 105,00  | 100,00   | 105,00  |
| V  | 150,00  | 157,50  | 150,00           | 157,50  | 150,00   | 157,50  |
| C  | -135,00 | -141,75 | -135,00          | -141,75 | -135,00  | -141,75 |
| RO   | 15,00   | 15,75   | 15,00            | 15,75   | 15,00    | 15,75   |
| OF   | -7,26   | -7,16   | -7,26            | -7,16   | -7,26    | -7,16   |
| RL   | 7,74    | 8,59    | 7,74             | 8,59    | 7,74     | 8,59    |
| I  | -2,32   | -2,58   | -2,32            | -2,58   | -2,32    | -2,58   |
| RN   | 5,42    | 6,02    | 5,42             | 6,02    | 5,42     | 6,02    |
| Debito/Mezzi propri                          | 2,6     | 2,1     | 2,6              | 2,1     | 2,6      | 2,1     |
| ROE  | 19,8%   | 18,0%   | 19,8%            | 18,0%   | 19,8%    | 18,0%   |
| PE   | 30      | 30      | 14,3             | 14,3    | 8        | 8       |
| Capitalizzazione                             | 162,58  | 180,46  | 77,42            | 85,93   | 43,35    | 48,12   |
| Numero azioni                                | 100     | 100     | 100              | 100     | 100      | 100     |
| Corso  | 1,63    | 1,80    | 0,77             | 0,86    | 0,43     | 0,48    |
| Valore complessivo                           |         | 180,46  |                  | 85,93   |          | 48,12   |
| <b>Ipotesi di distribuzione dell'utile</b>   |         |         |                  |         |          |         |
| Utile distribuito all' 1/1                   | -5,42   |         | -5,42            |         | -5,42    |         |
| Montante                                     |         | -5,96   |                  | -5,96   |          | -5,96   |
| Maggiori OF netti                            |         | -0,38   |                  | -0,38   |          | -0,38   |
| RN   |         | 5,64    |                  | 5,64    |          | 5,64    |
| PE   | 30      | 30      | 14,3             | 14,3    | 8        | 8       |
| Capitalizzazione                             |         | 169,08  |                  | 80,52   |          | 45,09   |
| Valore complessivo                           |         | 174,50  |                  | 85,93   |          | 50,51   |
| Valore creato dalla distribuzione dell'utile |         | -5,96   |                  | -       |          | 2,38    |
| % di creazione del valore                    |         | -3,3%   |                  | 0,0%    |          | 5,0%    |

\* Tutti i valori sono espressi in Euro

essendo il rendimento implicito desiderato dai soci sui capitali investiti in impresa mediamente contenuto, il valore cresce con la ritenzione, attraverso il meccanismo dell'attualizzazione del sovrareddito marginale (pari agli oneri finanziari risparmiati).

Se il price / earning è invece modesto, è sempre opportuno deliberare dividendi, in quanto il rendimento richiesto ai capitali investiti in impresa è alto; il rendimento marginale degli utili ritenuti, sempre pari agli oneri finanziari risparmiati, è insufficiente. Se il price / earning è elevato, conviene distribuire gli utili del futuro (che, in pratica, vengono percepiti in modo favorevole ed inglobati in capital gain sostanziosi); se il price / earning è basso, conviene distribuire gli utili già realizzati.

Al price / earning di equilibrio – pari a  $1/r$  – è indifferente distribuire o ritenere utili. In pratica, si deve confrontare il price / earning con il reciproco del tasso medio del debito oneroso.

In questo esempio si è ipotizzato lo stesso tasso per il rendimento dei capitali attribuiti ai soci e per il costo finanziario del debito dell'impresa. In caso di tassi a livelli diversi, l'individuazione del price / earning di indifferenza è poco più complesso. La politica di non distribuzione del dividendo quando il price / earning è elevato è coerente con l'esperienza delle fasi euforiche del mercato azio-

nario e si lega anche alle buone prospettive di sviluppo delle imprese caratterizzate da moltiplicatori aggressivi. Lo sviluppo richiede infatti risorse finanziarie aggiuntive per sostenere gli investimenti di solito necessari. Si sottolinea che l'effetto sul valore della politica del dividendo risulta, sulla base dell'esempio seguente, piuttosto pronunciata.