



**Libera Università Internazionale degli Studi Sociali**

---

**DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT**

**Cattedra di Finanza aziendale**

**AZIONISTI, DIVIDENDI E FISCO:  
LA FILOSOFIA DELLA APPLE**

**RELATORE**

Prof. Arturo Capasso

**CANDIDATO**

Giorgio Cozzolongo  
Matr.199131

**ANNO ACCADEMICO: 2017/2018**

---

<b>Indice</b> .....	<b>pag.2</b>
---------------------	--------------

<b>Introduzione</b> .....	<b>pag.3</b>
---------------------------	--------------

## **Capitolo 1: La remunerazione degli azionisti**

1.1. Definizione di dividendo.....	pag.6
1.2. Payout-ratio.....	pag.10
1.3. Modalità di remunerazione.....	pag.13
1.4. Dividend Discount Model.....	pag.15

## **Capitolo 2: La politica dei dividendi**

2.1. La tesi di Modigliani e Miller.....	pag.18
2.2. Partito di destra e sinistra.....	pag.20
2.3. Tassazione Usa-Italia.....	pag.23
2.4. I paradisi fiscali.....	pag.26

## **Capitolo 3: La APPLE INC.**

3.1. L'azienda.....	pag.29
3.2. La visione di Steve Jobs.....	pag.33
3.3. La nuova gestione: Tim Cook.....	pag.35
3.4. Assoluzione o condanna?.....	pag.39

<b>Conclusioni</b> .....	<b>pag.43</b>
--------------------------	---------------

<b>Bibliografia</b> .....	<b>pag.46</b>
---------------------------	---------------

## INTRODUZIONE

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.

Ma cosa si intende per “dividendo”? Esso è in sostanza una quota di profitto che origina dalla differenza tra costi e ricavi. Con tale profitto si remunera il capitale e quindi gli azionisti.

La questione circa la possibilità di distribuire dividendi ai propri azionisti è stata oggetto di ampio dibattito fin dagli inizi del 1900. Infatti, i manager possono scegliere tra due opzioni: distribuire i dividendi e quindi sottoporli a tassazione oppure investire la liquidità disponibile in nuovi progetti che facciano crescere l'impresa.

A tal proposito è importante sottolineare che manager e azionisti perseguono un obiettivo comune: massimizzare il valore dell'impresa. Per questo motivo, se il progetto di investimento avrà un rendimento maggiore del valore del dividendo alla data di stacco della cedola, decadrà il presupposto razionale ed economico perché i manager debbano distribuire la ricchezza ai propri azionisti.

L'obiettivo di questo elaborato è mettere in evidenza la stretta relazione tra la politica dei dividendi e l'imposizione fiscale focalizzando l'attenzione sul caso specifico dell'Apple, l'azienda di Cupertino (California, USA).

**Struttura dell'elaborato.** Nel primo capitolo ci si soffermerà innanzitutto sulle nozioni fondamentali riguardo il dividendo: definizione, data di registrazione, data di stacco della cedola ecc. e su alcune norme della disciplina italiana. Successivamente saranno spiegate le differenze tra le diverse forme di erogazione dei dividendi, tra cui *ordinari*, *stock dividend* e *stock split*.

Nel secondo sottocapitolo, invece, sarà analizzato il metodo alternativo per distribuire la liquidità in eccesso: il riacquisto delle proprie azioni, evidenziando quali sono le diverse modalità tramite cui è possibile attuare questa politica (es. OPA, asta olandese, ecc.).

A conclusione del primo capitolo sarà dato risalto allo studio condotto da John Lintner. L'economista americano, attraverso numerose indagini, è giunto a conclusioni che tutt'ora ritroviamo nell'economia moderna e che possono essere riassunte in 3 punti fondamentali: 1) i manager applicano la politica dei dividendi nel lungo periodo; 2) le variazioni dei dividendi seguono le variazioni degli utili nel lungo periodo; infine, 3) i manager pongono la loro attenzione sulle variazioni dei dividendi piuttosto che sui valori assoluti.

Nel secondo capitolo sarà introdotto il modello teorico di Modigliani e Miller in base al quale le decisioni di politica dei dividendi sono del tutto irrilevanti ai fini della valutazione del valore d'impresa. Tale proposizione di irrilevanza poggia sull'ipotesi che i rapporti di investimento e indebitamento dell'impresa rimangano costanti con il trascorrere del tempo. Questo teorema presenta però dei limiti come ad esempio l'assenza di imposte e costi di transazione e l'assenza di costi per il fallimento, ecc. che ne pregiudicano l'applicabilità.

Nel secondo sottocapitolo saranno trattate le tesi sostenute dalla "sinistra" e dalla "destra" in Italia. La prima afferma che, in tutti i casi in cui i dividendi sono tassati maggiormente rispetto ai *capital gain* (CG), l'impresa dovrà distribuire dividendi nella minor quantità possibile; sul versante opposto la destra che attribuisce una valenza positiva alla distribuzione dei dividendi in quanto in tal modo aumenta il valore economico dell'impresa. L'imposizione fiscale può quindi fare la differenza poiché i dividendi sono tassati nel momento in cui sono erogati mentre i CG solo quando effettivamente arrivano a maturazione. Ciò significa che, più lontane sono le prospettive di realizzo dei CG, maggiore sarà la dilatazione dell'imposizione fiscale (e minore sarà il valore aggiunto).

Nel terzo sottocapitolo saranno esaminate le differenze di imposizione fiscale sui dividendi tra USA e Italia. In Italia la tassazione è stata modificata nel gennaio 2008 con l'introduzione di concetti quali partecipazioni qualificate e non qualificate e prevede tra l'altro l'applicazione di un'unica aliquota fissa del 26% sui dividendi provenienti da società americane, ad esclusione di SpA e SRL. A riguardo sarà descritta la normativa vigente fino al 31 dicembre 2017 in quanto l'art. 88 della legge di Bilancio per l'anno 2018 ne prevede una modifica sostanziale.

La differenza essenziale tra i due Paesi è espressa dal concetto di doppia tassazione degli utili per gli azionisti americani: la prima avviene a livello d'impresa e la seconda a livello di chi incassa il dividendo.

Negli Usa nel dicembre 2017 è stata varata dal governo Trump la riforma fiscale che abbatte l'aliquota sugli utili delle imprese (dal 35% al 21%) e a coloro che possiedono conti *offshore* consentirà di riportare in patria tale liquidità che sarà tassata all'8% una tantum piuttosto che al 35%.

Nel terzo e ultimo capitolo si analizzerà la politica dei dividendi attuata inizialmente da Steve Jobs e, dopo la sua morte, dal suo successore Tim Cook.

Dopo una introduzione sulla storia della Apple Inc. e un'analisi dell'andamento delle vendite, dei dividendi e del prezzo delle azioni, ci si soffermerà sul "pensiero" di Steve Jobs che, durante il periodo della sua gestione (1995-2011), si è fatto notare per la sua ferrea

volontà di non distribuire dividendi. Nel 2012, con Cook ormai al comando, gli investitori hanno chiesto insistentemente all'azienda di Cupertino di restituire parte della notevole liquidità accumulata.

Infine, sarà analizzata la strategia fiscale che la Apple ha adottato nel corso della sua storia con il fine ultimo di pagare la minore quantità possibile di tasse.

# Capitolo 1: La remunerazione degli azionisti

## Cap. 1.1 – DEFINIZIONE DI DIVIDENDO

Il dividendo è la porzione di utile conseguito distribuita a tutti gli aventi diritto in qualità di azionisti.<sup>1</sup> È la principale fonte di distribuzione di ricchezza per gli azionisti. Secondo la legislazione italiana il Consiglio di Amministrazione, in seduta di assemblea ordinaria, delibera le modalità e i termini dell'ammontare totale da erogare.<sup>2</sup>

La normativa italiana prevede alcune limitazioni alla distribuzione degli utili conseguiti in materia di riserve obbligatorie e approvazione del bilancio. È contemplata ad es. la facoltà di non erogare dividendi e di non distribuire utili realizzati nell'ultimo esercizio se esiste una perdita generata negli esercizi antecedenti e se non è stato raggiunto l'ammontare minimo di riserva legale.

Inoltre, l'art. 2433-bis del Codice Civile enuncia la possibilità di distribuire acconti su dividendi che devono ancora maturare. Tuttavia, tale operazione è ammessa unicamente per le società il cui bilancio è certificato da parte di società di revisione.

Hanno diritto all'incasso dei dividendi gli azionisti che risultano tali entro la data di registrazione. La data di stacco della cedola è fissata due giorni lavorativi antecedenti la data di registrazione. A partire da tale giorno le azioni sono negoziate senza il diritto al dividendo. In ultima istanza vi è la data di pagamento.

Essendo la quotazione di un'azione di tipo “*tel quel*”, il prezzo dell'azione comprende anche i diritti accessori; pertanto, nel giorno di stacco, il prezzo dell'azione verrà decurtato di un importo pari al dividendo (il titolo quoterà *ex-dividendo*).<sup>3</sup> Anche gli indici verranno corretti per lo stacco del dividendo. Qualora l'azionista decidesse di mettere in vendita, tra la data di stacco e la data di pagamento i titoli posseduti, egli conserverebbe comunque il diritto ad incassare il dividendo.

Il dividendo è classificato in ordinario e straordinario. Nel primo caso la società si impegna costantemente a distribuire la ricchezza generata accantonata sotto forma di liquidità. Il

---

<sup>1</sup>L'utile netto è la differenza positiva tra ricavi e costi emersi dal conto economico, in riferimento ad un anno d'esercizio.

<sup>2</sup>Art. 2433 del codice civile.

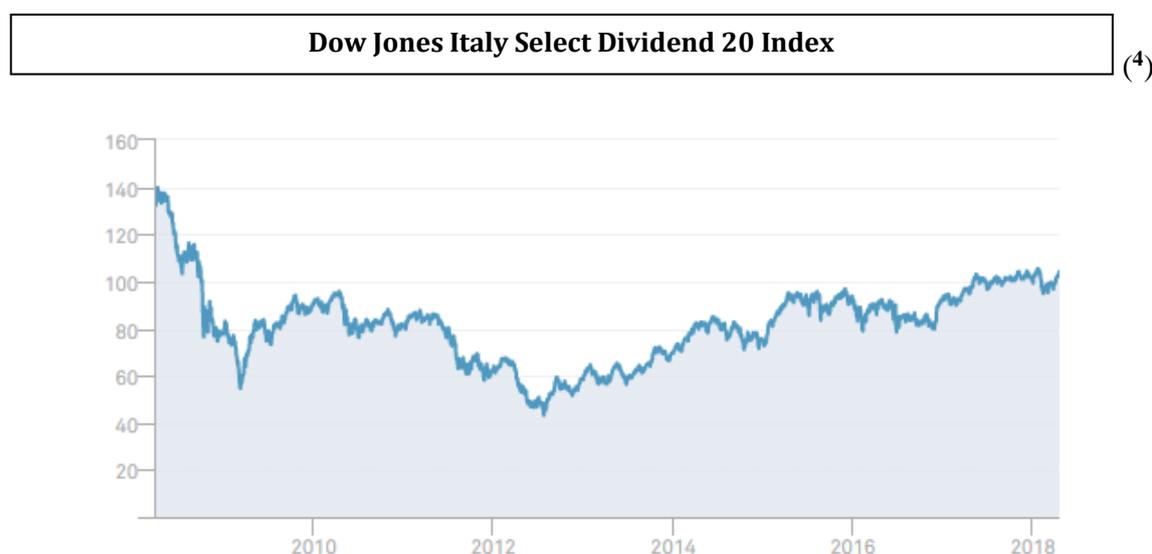
<sup>3</sup>Prezzo “*tel quel*” (*prezzo cum*) è il prezzo di negoziazione di un titolo comprensivo del rateo di interesse/dividendo maturato dal giorno dell'ultimo godimento al giorno della negoziazione (giorno di valuta). Al prezzo *tel quel* si contrappone il “*corso secco*”, cioè il prezzo del titolo escluso il dividendo (o cedola per le obbligazioni).

dividendo ordinario è quindi il flusso di cassa che gli azionisti si aspettano di ricevere lungo tutto il corso di vita dell'impresa. Di conseguenza l'importo deve essere coerente con le prospettive di mercato onde non ledere la fiducia degli investitori.

Il dividendo straordinario ha invece carattere eccezionale essendo generato da un flusso di cassa limitato ad un determinato progetto di investimento e periodo di tempo. Il dividendo può essere distribuito in via mensile, trimestrale, semestrale e annuale. In Italia si verifica maggiormente in via annuale a differenza degli USA in cui si opta per una cadenza trimestrale.

Di seguito sono riportati i due indici che rappresentano l'andamento storico della distribuzione dei dividendi rispettivamente nella realtà italiana e statunitense (fig. 1 e fig. 2).

Figura 1



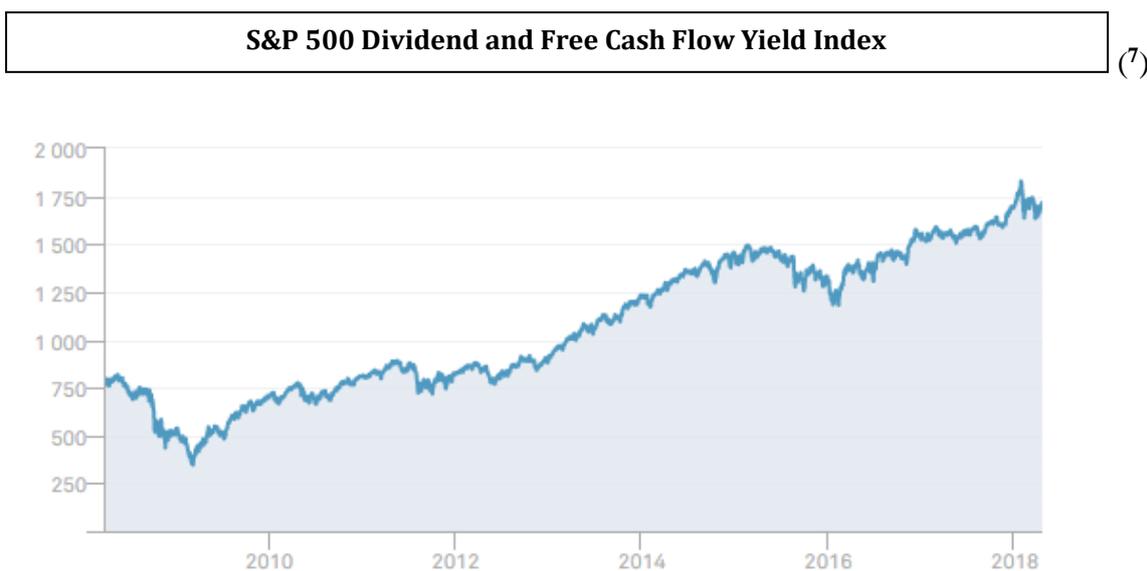
Il crollo dell'indice in questione è attribuibile alla crisi economica che colpì tutta l'Europa. Bisogna ricordare che nel 2011 scoppiò la crisi del debito sovrano (in Italia attualmente il rapporto tra debito e Pil si attesta al 132%<sup>5</sup>) a cui seguì il fenomeno del *credit crunch*, periodo in cui le banche difficilmente erogavano credito o comunque a tassi di interesse elevati, a causa del deterioramento della qualità e delle garanzie da parte di imprese e famiglie. L'inversione del trend, avvenuta intorno al 2013, è stata determinata dalla riforma fiscale che ha favorito i maggiori azionisti.<sup>6</sup>

<sup>4</sup>Il DJITSD INDEX rappresenta l'andamento dei 20 maggiori titoli azionari italiani in riferimento al dividend yield, ovvero il rapporto tra dividendi e prezzo azionario – fonte: Standard & Poors

<sup>5</sup>Fonte: Eurostat. Secondo il trattato di Maastricht il rapporto Debito/Pil non deve superare il 60%.

<sup>6</sup>Art. 2, decreto-legge 13 agosto 2011, n. 138 – Agenzia delle Entrate

Figura 2



Solitamente i dividendi sono erogati in denaro contante ma ciò non preclude la possibilità da parte dell'azienda di optare per una tipologia differente: ad es. gli *stock dividend* (o anche *scrip dividend*) secondo cui i dividendi sono distribuiti sotto forma di azioni, attraverso la sottoscrizione di nuove azioni. A ciascun azionista viene attribuita una quantità maggiore di azioni secondo le modalità indicate dal CdA.

È importante sottolineare che tale operazione non aumenta la ricchezza degli azionisti in quanto l'aumento gratuito di capitale ha come conseguenza il decremento del valore dell'azione stessa indotto dal maggior numero di azioni in circolazione.<sup>8</sup>

Il funzionamento dello *stock dividend* è assimilabile a quello dello *stock split*. Quest'ultimo corrisponde al frazionamento dell'azionariato definito in Italia come "aumento gratuito di capitale". Come nel primo caso, la società emette nuove azioni riducendo il valore nominale dell'ammontare totale poiché il valore complessivo della società non varia.

Lo *stock split* è utilizzato spesso per attrarre nuovi investitori: al termine di periodi di prosperità in cui il prezzo del titolo cresce, il frazionamento può favorirne più agevolmente l'accesso.

Un aumento di capitale a pagamento in cui il prezzo praticato per l'emissione delle nuove azioni è inferiore a quello di mercato determina una diluizione delle quotazioni azionarie nello stesso modo di un aumento di capitale gratuito o di un frazionamento di azioni. Nel

<sup>7</sup>SPDV5UP INDEX rappresenta l'andamento dei 500 maggiori titoli azionari statunitensi in riferimento al dividend yield e alla distribuzione dei dividendi in termini di cash flow – fonte: Standard & Poor's

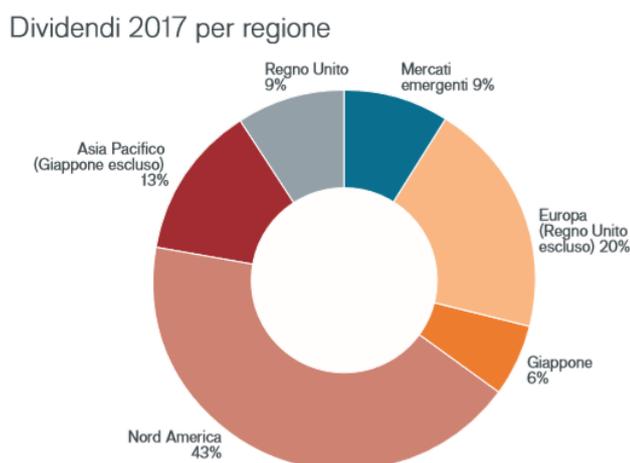
<sup>8</sup>Principi di finanza aziendale – Brealey, Myers, Allen, Sandri.

caso in cui tutti gli azionisti esercitassero il diritto di opzione<sup>9</sup> nel momento della sottoscrizione, il prezzo di emissione delle nuove azioni risulterebbe irrilevante poiché le proporzioni di esposizione al rischio e al capitale d'impresa rimarrebbero immutate. Il diritto di opzione permette quindi ai “vecchi” soci di poter acquistare nuove azioni con diritto di prelazione in proporzione a quelle già possedute.

Soffermandosi inizialmente sui dati macroeconomici, al termine del 2017 su scala globale sono stati pagati 1,252 miliardi di dollari (1,25 trilioni) di dividendi, una crescita su base annua del 7,7%.

La spinta è stata generata maggiormente dagli USA, con un incremento pari al 6%, trainato da un forte rialzo per i titoli bancari (+20%). L'Europa invece non è andata oltre un incremento dell'1,9%, prodotto principalmente dall'andamento negativo dell'ultimo trimestre (fig. 3).

Figura 3



Le variabili che influenzano i livelli macroeconomici<sup>10</sup> sono:

- il tasso di cambio - nel secondo periodo del 2017 il dollaro statunitense ha subito un forte deprezzamento, favorendo così il conseguimento di utili più consistenti e di conseguenza un ammontare di dividendi maggiore
- i dividendi straordinari – saliti dello 0,7% ma in contenimento in Europa e nel Regno Unito.

<sup>9</sup>Il diritto di opzione è il diritto dei soci attuali di venire preferiti a terzi nella sottoscrizione di aumento del capitale sociale a pagamento. La disciplina del diritto di opzione è regolata dall'art. 2441 del Codice civile.

<sup>10</sup>Janus Henderson – Global dividend index – ed.17

A livello microeconomico solo il settore delle telecomunicazioni non ha riportato un incremento, rilevando una performance invariata. La crescita di maggior rilievo è da attribuire al settore minerario con un incremento del 27,2% (fig. 3).

## Cap. 1.2 – PAYOUT RATIO

La politica di distribuzione dei dividendi è oggetto di esame sia da parte del *board* che degli azionisti. Per più anni gli economisti hanno cercato di misurare la correlazione tra andamento dei titoli azionari e utili distribuiti.

Una analisi approfondita a livello microeconomico ha evidenziato il rapporto direttamente proporzionale tra i due fattori. All'annuncio di un aumento dei dividendi, gli analisti prevedono un rialzo degli utili nello stesso anno e di conseguenza un aumento dei prezzi azionari. Rilevante è perciò non il valore *stock* del dividendo ma la sua variazione: il management è a perfetta conoscenza delle conseguenze che ciascuna decisione comporta sulla struttura azionaria.

Un'indagine su un campione di CFO<sup>11</sup> ha constatato la riluttanza dei manager a modificare la propria politica. L'azienda deve essere in grado nel lungo periodo di sostenere, in termini di utile conseguito, le modifiche apportate. L'obiettivo perseguito è la stabilità finanziaria dell'azienda nel breve e nel lungo periodo attraverso un flusso regolare di pagamento dei dividendi. L'aumento è quindi seguito solo alla certezza di poter conseguire negli anni successivi *cash flow* più alti.

Il contenuto informativo non sempre però è visto di buon occhio. La distribuzione di ricchezza liquida agli azionisti può essere analizzata sotto un altro punto di vista: l'azienda non ha in programma nessun nuovo progetto che abbia un rendimento maggiore del costo del capitale e per questo decide di 'liberarsi' della liquidità in eccesso, un'operazione che potrebbe indicare al mercato una diminuzione della competitività.

D'altro canto, gli azionisti sono ben consapevoli del *over cash flow problem*, problema che mette in luce la disimmersione informativa tra *board* e azionariato. Infatti per molti azionisti ricevere il dividendo è una forma di controllo sull'operato del *management*. Difficilmente nel lungo periodo il *board* può interessarsi esclusivamente ai propri interessi, a discapito dell'impresa e quindi degli azionisti.

---

<sup>11</sup>CFO (Chief Financial Officer) è il direttore finanziario, responsabile della gestione e della pianificazione generale delle attività finanziarie di un'azienda.

Un indicatore molto utilizzato per analizzare se gli investimenti effettuati dall'impresa sono stati eccessivi oppure insufficienti rispetto al livello ottimale è la *Q Ratio* (Q Tobin's Ratio). Esso esprime la correlazione tra il valore di mercato degli asset e il valore di rimpiazzo degli stessi:

$$Q \text{ RATIO} = \frac{EQUITY \text{ MARKET VALUE} + LIABILITIES \text{ MARKET VALUE}}{EQUITY \text{ BOOK VALUE} + LIABILITIES \text{ BOOK VALUE}}$$

*Equity market value* = valore di mercato del capitale

*Liabilities market value* = valore di mercato delle fonti di finanziamento

*Equity book value* = valore del capitale corrispondente ai dati di bilancio

*Liabilities book value* = valore delle fonti di finanziamento corrispondente ai dati di bilancio

Il valore di equilibrio corrisponde a  $q = 1$ . Per valori di  $q$  maggiori dell'unità l'impresa ha convenienza ad aumentare la spesa per investimenti, poiché lo stock di capitale è superiore al costo di rimpiazzo. Viceversa per i valori inferiori all'unità. La  $q$  sarà maggiore di 1 nel caso in cui l'impresa avrà massimizzato la propria curva di investimento e l'effetto sugli utili dell'informazione intrinseca nelle decisioni dei dividendi sarà maggiore per le imprese con  $q < 1$  (under-investment).<sup>12</sup>

I dati empirici evidenziano quindi una correlazione negativa tra il *dividend yield* e la  $q$  di Tobin (tab. 1).

Tabella 1

	$Q > 1$	$Q < 1$	$(Q < 1) - (Q > 1)$
<b>Average return</b>	0.003	0.011	0.008
<b>p-value<sup>a</sup></b>	(0.021)	(0.000)	(0.000)

In conclusione, le variabili che dominano la scelta di *payout* sono: la certezza di maggiori incassi nei periodi successivi e la richiesta da parte degli investitori. Di conseguenza sono le decisioni di investimento e di finanziamento a guidare la politica di distribuzione della ricchezza.

<sup>12</sup>La Q ratio è stata precedentemente introdotta da Kaldor in "Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani" - The Review of Economic Studies, Vol. 33, No. 4 (Oct. 1966), pp. 309-319 – Kaldor N.

Sviluppata successivamente da Tobin, vincitore del premio Nobel per l'economia nel 1981.

Ampliando la discussione, anche lo stadio di vita dell'impresa (fase di crescita – fase di maturità - fase di declino) gioca un ruolo fondamentale. Imprese nella fase di crescita possono sfruttare nuove opportunità di investimento reinvestendo gli utili conseguiti negli esercizi precedenti, limitando così anche l'eccessivo indebitamento.

Facendo riferimento al *pecking order theory*, le imprese seguono uno schema suddiviso in 3 punti circa le fonti di finanziamento:

- finanziamento interno;
- indebitamento;
- emissione di nuove azioni

La prima fonte inoltre riduce i costi (di transazione e di emissione), limita il rischio e minimizza le imposte per gli azionisti.

Nelle altre due fasi i progetti con un *Net Present Value* positivo diminuiscono e la ricchezza accumulata e disponibile potrebbe indurre il management a intraprendere progetti con rischiosità maggiore. I *manager* possono trattenere la liquidità generata all'interno dell'impresa fino a quando le richieste di rimborso da parte degli azionisti non avranno raggiunto il livello sufficiente.

Non sempre però è facile individuare lo stadio di vita aziendale, soprattutto nel caso in cui l'asimmetria informativa tra *management* e azionariato è amplificata.

Uno strumento utilizzato per indirizzare la propria politica dei dividendi è l'aumento di capitale offerto in opzione agli azionisti. L'enunciazione dell'emissione ha come conseguenza l'incremento del tasso di dividendo.

Diverso è però l'effetto a seconda del quadro istituzionale: negli Stati Uniti il prezzo di emissione viene fissato a quello di mercato a cui viene sottratto uno sconto del 0,5%.

Nella società statunitense è comunemente diffuso il concetto di *Public Company*, ovvero società ad azionariato diffuso in cui i manager detengono una piccola quota non sufficiente a esercitare il controllo totale. Grazie a questa impostazione, nei mercati statunitensi prevale l'orientamento all'emissione di azioni non più dirette ai "vecchi" azionisti (coloro che posseggono il diritto di opzione) ma al pubblico degli investitori, esponendosi così al rischio di selezione avversa.

Alla visione americana si contrappone quella italiana: una società in cui prevalgono le piccole e medie imprese governate da uno o pochi azionisti di maggioranza, spesso appartenenti a un nucleo familiare. Nel contesto italiano il prezzo delle nuove azioni è circa il 40-50% del prezzo di mercato.

Importante differenza consiste nell'incentivo che l'azionista maggioritario italiano ha di partecipare all'acquisto di azioni proprie al fine di non diluire la propria quota al di sotto della quale perderebbe il controllo dell'impresa.

Tale procedura permette di mantenere costante il dividendo unitario e aumentare l'ammontare dei dividendi, sia attraverso aumenti gratuiti di capitali che a pagamento.

Operazione finanziaria chiamata *Effetto Quasi Split (QSE)*:

$$QSE = \frac{P(cum)}{P(t_0)} - 1$$

$P(cum)$  = prezzo del titolo nell'ultimo giorno di negoziazione prima dell'avvio dell'aumento

$P(t_0)$  = prezzo al tempo 0

Tuttavia, affinché si realizzi un aumento del tasso di dividendo, è sufficiente che il dividendo unitario diminuisca in maniera meno che proporzionale rispetto al prezzo azionario.

### Cap. 1.3 – MODALITA' DI REMUNERAZIONE

La distribuzione di ricchezza agli azionisti può avvenire sia sotto forma di contante, mediante l'erogazione dei dividendi, sia attraverso il riacquisto di azioni proprie (*buyback*).<sup>13</sup> Nel secondo caso la società si impegna a riacquistare le proprie azioni entro un limite di tempo prefissato e a determinate condizioni. In seguito all'acquisto, il numero di azioni in circolazione si riduce e il valore delle azioni rimanenti aumenta. Tale procedura determina un aumento dell'EPS (*Earnings Per Share*) e del ROE (*Return On Equity*). Al termine dell'operazione gli azionisti possiederanno quindi lo stesso numero di azioni ma con un valore maggiore.

Le modalità di *buyback* sono quattro:

1. mercato azionario al prezzo corrente (OPA- offerta pubblica di acquisto);
2. mercato azionario con precise indicazioni circa il prezzo;
3. asta olandese, in cui l'impresa dichiara il range di prezzo;
4. negoziazione privata con i maggiori azionisti.

---

<sup>13</sup>L'acquisto di azioni proprie è disciplinato dall'art. 132 d.lgs. 24 febbraio 1998 n.58, in armonia con l'art. 2357 - Codice Civile

- L'offerta pubblica di acquisto è una proposta irrevocabile rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari di prodotti finanziari che ne formano oggetto.<sup>14</sup> L'offerta si svolge sotto il costante controllo della *Consob*.<sup>15</sup> Le società bersaglio devono obbligatoriamente rispettare due regole: la *passivity rule* e la *regola di neutralizzazione* che corrispondono rispettivamente al divieto di compiere atti che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta e all'introduzione di clausole circa eventuali limitazioni al trasferimento dei titoli finanziari.<sup>16</sup>
- L'asta olandese è una tipologia di asta "discendente": nella prima fase l'offerta stabilisce il prezzo iniziale che corrisponde al prezzo massimo; nelle fasi successive il prezzo diminuisce fino a quando non si palesa un acquirente.<sup>17</sup>

Secondo la normativa italiana (artt. 2357-2358 del CC) il riacquisto di azioni proprie deve essere autorizzato dall'assemblea dei soci. Il periodo di acquisto non può superare i 18 mesi. Possono essere acquistate le azioni proprie nei limiti degli utili distribuibili risultanti nell'ultimo bilancio approvato. Le azioni che vengono acquistate senza poi essere cancellate non devono superare il 20% del capitale sociale.

Al pari della distribuzione dei dividendi, anche l'operazione di *buyback* contiene delle informazioni intrinseche.

Tale politica, se promossa, suggerisce all'azionariato che le azioni sono sottovalutate dando così un forte segnale al mercato e generando un significativo apprezzamento delle stesse. Operazioni di riacquisto hanno inoltre lo scopo di ostacolare l'ingresso di nuovi soci poco graditi, per consegnare nuove *stock option* ai manager al fine di raggiungere nuovi obiettivi e per attuare operazioni di riduzione del capitale sociale.

Ciononostante, così come avviene per la distribuzione dei dividendi, anche il *buyback* diffonde l'idea che l'impresa non abbia ulteriori progetti di investimento e quindi preferisce immettere liquidità nelle casse degli azionisti.

Perché l'impresa dovrebbe optare per il riacquisto piuttosto che per la distribuzione dei dividendi? È usuale che l'impresa adotti contemporaneamente le due politiche e scelga quella più adatta in base alla situazione economico/ambientale dell'impresa.

---

<sup>14</sup>Art. 103, comma 1- Codice Civile

<sup>15</sup>La Consob (Commissione nazionale per le società e la Borsa) è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

<sup>16</sup> Manuale di diritto commerciale – Campobasso (ed.6)

<sup>17</sup>I Buoni del Tesoro americani sono collocati sul mercato obbligazionario secondo tale metodologia. All'asta olandese si contrappone l'asta inglese che si sviluppa inversamente, in maniera crescente.

Negli anni tra il vecchio e il nuovo secolo, Skinner ha studiato la relazione tra i due fattori, enunciando che la politica di riacquisto riflette meglio le variazioni degli utili futuri. Dividendo il campione in 3 gruppi (aziende che pagano dividendi e compiono azioni di buyback regolarmente; aziende che optano per il buyback regolarmente; aziende che applicano la politica di buyback occasionalmente), l'economista statunitense è giunto alla conclusione che le aziende che pagano unicamente dividendi sono scomparse e il numero di aziende appartenenti al secondo gruppo è in netto aumento.

Col trascorrere degli anni la politica di riacquisto ha sostituito quella dei dividendi. Ciò è dipeso principalmente dalla maggiore sensibilità rispetto a variazioni dell'utile.

Nei periodi di perdite e alta volatilità le imprese hanno preferito rispettivamente la prima politica. Un'analisi parallela a livello europeo è stata condotta da Denis e Osobov: nei Paesi europei si riscontra lo stesso andamento ma con un effetto più attenuato. È possibile attribuire il declino della distribuzione di dividendi ad altri fattori quali la dimensione d'impresa e alle opportunità di investimento e crescita.

#### **Capitolo 1.4 – DIVIDEND DISCOUNT MODEL**

In materia di analisi finanziaria esistono diversi modelli per valutare *l'equity* di una impresa. Essi differiscono in base a ciò che gli analisti stimano mentre ciò che li accomuna è la necessità di calcolare un valore a fronte di un orizzonte temporale infinito. Ciò determina l'inserimento del *terminal value* (TV)<sup>18</sup> che, come vedremo, ha un'incidenza rilevante sul valore stimato.

Il modello di maggior interesse è il "Dividend Discount Model".

Tre sono le diverse varianti che saranno passate in rassegna:

- I. "Zero Growth Dividend Discount Model"
- II. "Constant Growth Dividend Discount Model"
- III. "Variable Growth Dividend Discount Model"

**I.** Il modello "Zero Growth Dividend Discount" prevede che il tasso di crescita dei dividendi sia nullo e che il valore dell'*equity* sia calcolato come rapporto tra il flusso di cassa disponibile e il costo del capitale (rendita perpetua).

---

<sup>18</sup>Il terminal Value (TV) è quel valore che l'azienda assume al momento della vendita (o un valore finale che, sinteticamente, rappresenti la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa oltre una previsione fatta).

$$VA = \frac{DIV}{r}$$

$DIV =$  dividendi erogati  
 $r =$  costo del capitale

II. Il secondo modello incorpora nella formula di calcolo la crescita futura dei dividendi. Esso è stato sviluppato da Gordon nel 1956.

$$VA = \frac{DIV}{r - g}$$

$DIV =$  dividendi erogati  
 $r =$  costo del capitale  
 $g =$  tasso di crescita futura dei dividendi

La formula si basa sulla prospettiva di generazione di flussi di cassa attualizzati a un tasso costante.

Le ipotesi a base del modello sono:

- il flusso dei dividendi è perpetuo;
- il tasso di crescita dei dividendi è costante;
- il tasso di sconto è maggiore del tasso di crescita

La formula può essere riscritta anche nella seguente espressione in cui il rendimento richiesto dagli azionisti eguaglia il dividend yield (income) e la crescita (capital gain<sup>19</sup>).

$$\frac{D}{P} + g = r$$

$P =$  stock price  
 $D =$  valore dei dividendi che verranno distribuiti per tutto il ciclo di vita  
 $r =$  costo del capitale  
 $g =$  tasso di crescita dei dividendi (costante)  
 $D/P =$  *dividend yield*

---

<sup>19</sup>Il capital gain è il guadagno in conto capitale, dato dalla differenza fra prezzo d'acquisto e prezzo di vendita

L'assunzione della crescita dei dividendi costanti è la limitazione maggiore del modello presentato. Difficile ipotizzare una crescita costante anche solo focalizzandosi sulle fasi del ciclo di vita d'impresa. Inoltre, Gordon non considera la possibile incidenza della tassazione sulle scelte di politica dei dividendi. Infine, assumendo "g" come costante, egli presume che sia conto economico che stato patrimoniale crescano con lo stesso saggio di sviluppo.

Gli studi in materia da parte di M. J. Gordon non si limitano qui.

Nel 1959 pubblicò un trattato all'interno del quale analizzava la relazione tra dividendi, utili e prezzi azionari. Egli selezionò un campione di 164 imprese suddivise per settore (settore chimico, agroalimentare, siderurgico e meccanico) e cercò di analizzare cosa comprendesse il prezzo pagato da un investitore per l'acquisto di un'azione, ovvero se il prezzo incorporava il valore dei dividendi, gli utili generati dall'impresa o entrambi.

**III.** La terza variante è la versione più vicina alla realtà. Utilizzata in ambito professionale, permette di eliminare la forte assunzione della crescita costante dei dividendi.

È anche chiamato "modello a due stadi": nel primo si verifica una forte crescita mentre nel secondo la crescita è stabile.<sup>20</sup>

Il valore dell'*equity* è dato dalla somma delle due componenti:

- valore attuale dei dividendi futuri.
- il *Terminal Value*, ovvero il valore dell'impresa al termine del periodo di previsione dei flussi di dividendi, ottenuto dall'attualizzazione del dividendo a regime di lungo periodo.

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+ke)^t} + \frac{TV}{(1+ke)^n} \quad TV = \frac{DIV_{t-1}}{(ke-g)}$$

È possibile osservare che il *Terminal Value* influisce in maniera rilevante sul valore di una impresa o il prezzo di una azione in misura maggiore rispetto al primo termine. Il *Terminal Value* corrisponde alla componente più lontana al tempo di calcolo (tempo 0) e per questo è meno preciso e più probabilistico.

In conclusione quindi gli analisti devono necessariamente valutare in maniera prudentiale il calcolo del valore dell'*equity* attraverso tale modello.

---

<sup>20</sup> Economia dei mercati e degli intermediari finanziari – Saunders, Cornett, Anolli, Alemanni

## Capitolo 2: La politica dei dividendi

### Cap.2.1 –LA TESI DI MODIGLIANI E MILLER

È pensiero comune che la teoria sviluppata da Modigliani e Miller (M&M) in merito alla politica dei dividendi abbia rivoluzionato la finanza aziendale.

L'obiettivo era ed è quello di massimizzare il valore d'impresa ma fino al 1961 la domanda che maggiormente preoccupava il *management* era se la distribuzione della ricchezza generata nelle casse degli azionisti potesse influire sul valore aziendale.

In risposta a tale dubbio, Merton Miller (1923-2000) e Franco Modigliani (1918-2003), ipotizzando un mercato finanziario efficiente (le attività sono correttamente valutate), pubblicavano nel 1958 il famoso trattato in cui dimostravano la totale irrilevanza delle decisioni di politica dei dividendi sul valore aziendale. In altre parole, la scelta di distribuire o non distribuire gli utili generati agli azionisti non incide sul valore di mercato dell'impresa. Lo studio condotto dai due economisti ha tentato di risolvere le incertezze riguardanti le ipotesi e i test effettuati negli anni precedenti.

Il trattato si sviluppa in cinque sezioni:

1. effetti delle differenti politiche dei dividendi sul prezzo delle azioni in un'economia ideale caratterizzata da un mercato dei capitali perfetto, comportamento razionale e informazione perfetta;
2. cosa gli investitori effettivamente capitalizzano quando comprano azioni;
3. le relazioni tra prezzo, il tasso di crescita dei profitti e il tasso di crescita del dividendo per azione;
4. rivalutazione delle precedenti conclusioni eliminando l'ipotesi di certezza;
5. influenza di alcuni tipi di imperfezione dei mercati sulla politica dei dividendi.

Analizzando le forti assunzioni che caratterizzano le prime 3 sezioni, gli autori hanno voluto sottolineare il corretto significato dei suddetti termini.

Per “mercato dei capitali perfetto” si intende che:

- nessun compratore o venditore di titoli può influenzare il prezzo;
- tutti gli operatori hanno uguale accesso all'informazione circa il prezzo corrente;
- non esistono costi di transazione;
- non è presente la tassazione sugli utili e dividendi.

Per “comportamento razionale” si intende che gli investitori preferiscono sempre una situazione di maggior benessere economico e che non c'è differenza se tale benessere deriva da dividendi incassati o dall'aumento del valore azionario.

Per “informazione perfetta” si intende la garanzia dei rendimenti per i futuri progetti di investimento.

Il principio che governa l'intera discussione consiste nel seguente enunciato: “il prezzo di ogni azione dovrà essere tale che il tasso di profitto su ogni azione dovrà essere lo stesso in ogni dato intervallo temporale”.

Analiticamente il valore dell'impresa corrisponde a:

$$V(t) = \frac{1}{1 + p(t)} + [D(t) + n(t) \times p(t + 1)]$$

$p(t)$  = prezzo azione al tempo  $t$

$D(t) = n(t)p(t)$  = ammontare di dividendi distribuito al tempo  $t$

$n(t)$  = numero di azioni al tempo  $t$

La formula può essere riscritta nella seguente espressione:

$$V(t) = \frac{1}{1 + p(t)} + [D(t) + V(t + 1) - m(t + 1) \times p(t + 1)]$$

$m(t+1)$  = numero di azioni vendute al tempo  $t$  al prezzo  $p(t+1)$

Considerando quindi un investimento  $I(t)$  con un profitto  $X(t)$  e dividendi  $D$  allora:

$$m(t + 1) \times p(t + 1) = I(t) - [X(t) - D(t)]$$

Andando a sostituire quest'ultima equazione nella formula del valore d'impresa otteniamo:

$$V(t) = \frac{1}{1 + p(t)} + [X(t) + V(t + 1) - I(t)]$$

Come si può osservare l'equazione è priva dell'elemento  $D(t)$  il che significa che il valore di mercato aziendale è indipendente dalle decisioni prese in merito alla politica dei dividendi.

Per concludere quindi, partendo dall'assunto che le scelte di investimento e indebitamento rimangono costanti, se l'impresa decidesse di aumentare i dividendi, essa dovrebbe emettere nuove azioni per poter finanziare tale procedura. Se invece decidesse di ridurli, la liquidità disponibile potrebbe essere utilizzata unicamente per l'acquisto di azioni già emesse.

La caratteristica che contraddistingue tale ragionamento è il trasferimento di valore dai vecchi azionisti ai nuovi; ciò avviene poiché le restanti variabili rimangono costanti.

Il valore delle azioni in circolazione si riduce rispetto al valore prima della data di stacco del dividendo ma i vecchi azionisti bilanciano esattamente tale diminuzione con l'ammontare del dividendo.

A conclusione simile si giungerebbe se i vecchi azionisti decidessero di vendere parte delle proprie azioni; ciò avrebbe come conseguenza la costanza del valore dell'azione ma la riduzione del numero di azioni possedute.

## **Cap.2.2 – IL PARTITO DI DESTRA E DI SINISTRA**

In opposizione al partito di centro sostenuto da M&M, si collocano il partito di destra di cui i maggior esponenti sono Graham, Dodde Lintner (1951) e il partito della sinistra radicale.

In prima analisi mi soffermerò su quanto sostenuto dal partito di destra, successivamente sull'opposta fazione.

### **IL PARTITO DI DESTRA**

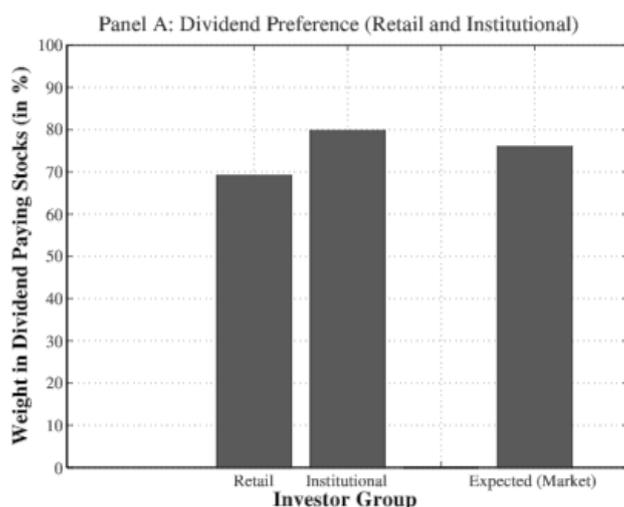
La tesi sostenuta dal partito di destra parte dal presupposto che le ipotesi di mercato perfetto, adottate dal partito di centro, non possono essere applicate, con la conseguenza che all'interno del mercato è presente una più ampia quota di azionisti che preferisce ricevere dividendi piuttosto che ottenere un guadagno attraverso il capital gain (CG).

Secondo tale visione la distribuzione di alti dividendi in proporzione agli utili conseguiti influisce positivamente sul valore aziendale. Ciò è determinato da alcuni fattori tra cui:

- l'esistenza di una clientela naturale propensa all'incasso dei dividendi;
- un fattore temporale e psicologico;
- il controllo sul management.

Quanto al primo fattore, uno studio condotto da Graham e Kumar ha evidenziato come gli operatori al dettaglio, in contrapposizione agli organi istituzionali, preferiscano investire in imprese che non distribuiscono dividendi tra cui anche fondi di investimento e fondazioni (fig. 4).

Figura 4



La relazione tra organi istituzionali e aziende che distribuiscono dividendi è stata analizzata anche da Grinstein e Michaely.

Il risultato della loro indagine ha mostrato una correlazione positiva tra i due fattori ma ha anche evidenziato come le istituzioni preferiscono aziende che pagano bassi e costanti dividendi. L'aumento dei dividendi non è condizione sufficiente per attrarre nuovi investimenti provenienti da istituzioni. Inoltre, le istituzioni preferiscono il riacquisto di azioni al pagamento dei dividendi.

Circa i fattori temporali e comportamentali, l'influenza deriva dalla concezione psicologica umana che, ottenere oggi una determinata quota di denaro, da un lato rassicura la mente data la costanza del pagamento, mentre dall'altro evita la possibilità di intaccare il proprio patrimonio investendo denaro e facendo leva sui sentimenti piuttosto che su una scelta ragionata.

Infine, il fattore di controllo manageriale ha origine da un problema che accomuna le grandi aziende quotate (*public company*): *l'agency theory*. Ciò consiste nel quasi illimitato potere decisionale e amministrativo che i *manager* di alto livello hanno nei confronti dell'azionariato. A sua volta questo può comportare situazioni in cui i *manager* non operano più nell'interesse dell'azienda e nella creazione di valore ma agiscono unicamente nel proprio interesse. Un esempio è quello riconducibile alle operazioni di investimento a breve termine con alto rendimento ma anche alta rischiosità.

Il pagamento dei dividendi quindi è uno "strumento" che gli azionisti di minoranza hanno a disposizione per evitare che una elevata disponibilità di ricchezza, sotto forma di liquidità, possa invogliare i *manager* a intraprendere investimenti troppo rischiosi o addirittura utilizzarla per scopi propri.

## IL PARTITO DI SINISTRA

Secondo i sostenitori di tale partito, è l'imposizione fiscale a determinare se un'impresa deve distribuire dividendi oppure trasferire ricchezza sotto forma di *CG*.

Il *CG* è il guadagno che un azionista ricava dalla differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di acquisto di una azione.

In tutti i casi in cui le tasse pagate dagli azionisti sui dividendi sono maggiori di quelle sul *CG*, allora l'impresa ha interesse nel distribuire l'ammontare di dividendi più basso possibile. La liquidità disponibile può essere utilizzata per riacquistare le proprie azioni o per possibili nuove acquisizioni.

Le motivazioni che supportano tale teoria si possono racchiudere in un unico fattore: il tempo. Questo perché nella normativa fiscale è presente una discrepanza tra dividendi e *CG*: i dividendi sono tassati nel momento in cui vengono erogati mentre la tassazione sui *CG* incide solo nel momento in cui esso viene realizzato. E, poiché è a totale discrezione dell'azionista decidere quando vendere l'azione, la differenza temporale incide sulla quota di tasse pagate.

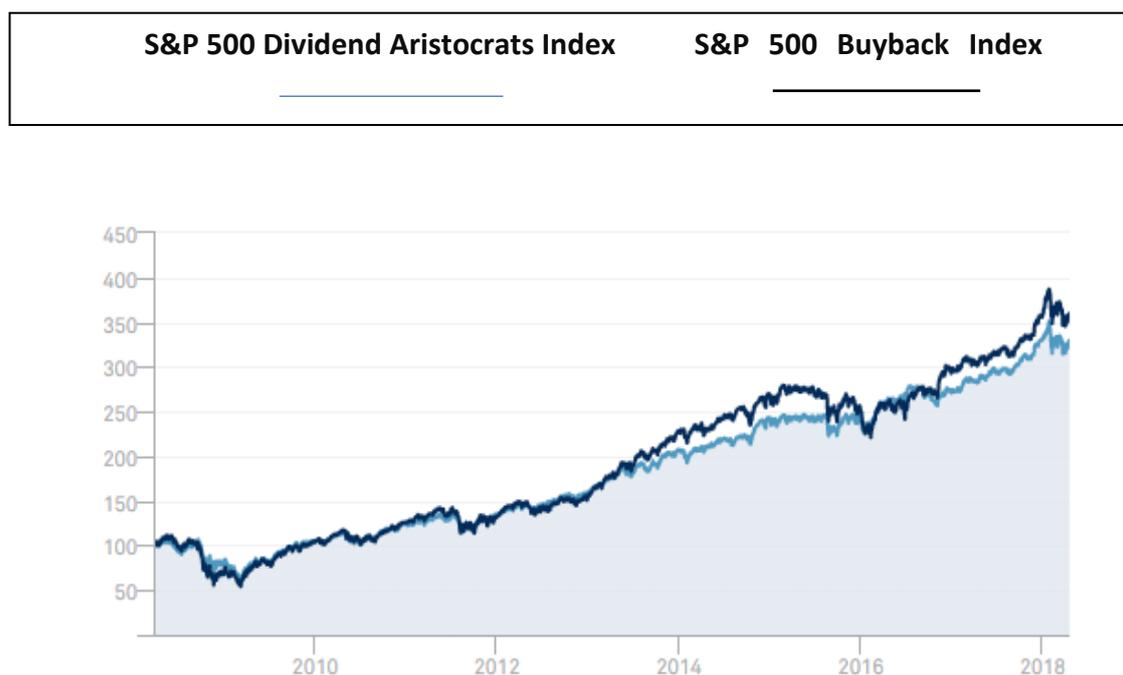
Nel momento in cui l'azionista riceve il dividendo al tempo 0 paga un'imposta di importo pari a  $T_1$ . Se invece lo stesso azionista realizza il *CG* al tempo  $t$ , paga un'imposta di importo pari a  $T_2$ . La tassazione viene quindi differita al tempo  $t$ . Con la finalità di un confronto, è necessario attualizzare, al tempo 0 e al tasso di interesse di mercato, l'importo dovuto mediante il *CG*. È intuitivo quindi che i due importi possono variare a seconda dell'orizzonte temporale in cui l'azionista ottiene il *CG*: più le prospettive saranno lontane dal tempo 0, minore sarà l'aliquota effettiva pagata dall'azionista.

Le posizioni più estremiste indicano persino la strada della totale assenza di erogazione dei dividendi. In questo caso la liquidità deve essere distribuita unicamente attraverso il riacquisto di azioni proprie, ma difficilmente ciò avviene anche in relazione alle possibili reazioni dell'autorità fiscale.

Una volta esplicitate le opinioni dei differenti partiti, è lecito chiedersi quali strategie e di conseguenza quali aziende hanno nel tempo ottenuto una performance migliore.

A tal fine è utile comparare l'indice S&P 500 Dividend Aristocrats Index e l'indice S&P 500 Buyback Index. Rispettivamente il primo indice racchiude le imprese statunitensi che hanno aumentato i propri dividendi negli ultimi 25 anni consecutivamente, il secondo rappresenta le 100 imprese che hanno effettuato operazioni di *buyback* di maggior importo (fig. 5).

Figura 5



I risultati su una base di 10 anni mostrano che attualmente il livello di riacquisti di azioni proprie è di gran lunga superiore, con un rendimento del 13,03% annuo su base decennale, in confronto al 12,15% ottenuto grazie al pagamento dei dividendi.<sup>21</sup> Inoltre, è possibile osservare l'andamento quasi parallelo fino all'ultimo trimestre del 2014.

La società americana fu definita "drogata di *buyback*". Tutto ovviamente a favore dei *manager* che così facilitano la salita vertiginosa di utili e quotazioni azionarie e quindi incassano maggiori "*premium gain*" grazie all'andamento fiorente dell'impresa da loro gestita.

È opportuno, però, osservare anche l'altro lato della medaglia: gonfiare utili ed EPS attraverso questo espediente può essere controproducente per la stessa azienda. Acquisti troppo costosi (costi di transazione) e non efficienti corrodono il capitale e le prospettive di lungo periodo.

### Cap.2.3 – TASSAZIONE USA-ITALIA

Il 19 dicembre dello scorso anno la Camera del Congresso degli Stati Uniti ha approvato la riforma fiscale proposta dall'ormai consolidato Presidente Donald Trump. La riforma, approvata successivamente anche dal Senato e divenuta effettiva a partire dall'inizio del

<sup>21</sup> Fonte: Standard & Poor's

2018, prevede un taglio complessivo di tasse pari a 1500 mld di dollari in 10 anni ma allo stesso tempo un aumento del debito pubblico dello stesso importo per i prossimi 10 anni.

I pilastri della riforma che maggiormente interessano l'oggetto in questione sono:

- le imposte sugli utili d'impresa che scenderanno dal 35% al 21%;
- il rimpatrio dei capitali detenuti in territorio estero a cui sarà applicata una aliquota tantum dell'8% (15,5% nel caso di titoli liquidi).

In riferimento al primo punto è possibile constatare come l'agevolazione incide sulle imprese che pagano imposte con aliquota fiscale maggiore del 20% per cui saranno coloro che supportato un carico fiscale maggior a poter trarre vantaggio da tale riforma.

Dal punto di vista settoriale, quanto precedentemente affermato si rispecchia nell'industria *retail*, telecomunicazioni e *utilities*, nonostante vi siano, anche all'interno di uno stesso settore, aziende che pagano le tasse in quantità nettamente inferiore rispetto ai concorrenti (es. Colgate-Palmolive 34,3% - P&G 24,4%).<sup>22</sup>

In relazione al secondo punto è evidente l'enorme vantaggio che Trump ha concesso alle multinazionali che, secondo i dati raccolti, possiedono nel complesso 2,4 trilioni di dollari nelle casse di conti stranieri con ritenute fiscali inferiori (vedasi paragrafo 2.4).

Infine, si prevede una mancanza di tassazione sui dividendi generati da aziende controllate con sede all'estero purché la società madre Usa abbia una quota di almeno il 10% nelle società che li hanno prodotti.

Considerando le conseguenze della riforma è comunque indispensabile analizzare come i dividendi vengono tassati negli USA. L'imposizione fiscale prende il nome di *doppia imposizione*. Ciò significa che l'azionista subisce una doppia trattenuta fiscale: la prima aliquota è applicata a livello societario, colpendo direttamente l'utile, la seconda ricade a livello personale manifestandosi come imposta sul dividendo o sul *CG*.

Quindi, con l'approvazione della riforma fiscale di Trump, l'aliquota aziendale (società di capitali) scende dal 35% al 21%.

In Italia la normativa in materia di tassazione sui dividendi è stata modificata dalla Legge 205/2017 (c.d. Legge di Bilancio). La legge riguarda le persone fisiche non in regime di impresa, parificando inoltre il trattamento relativo alle partecipazioni qualificate e non qualificate.

La riforma prevede:

- aliquota secca al 26% sui dividendi percepiti da persone fisiche non in regime di impresa;

---

<sup>22</sup> Fonte: Standard & Poor's

- tassazione progressiva Irpef sulla base imponibile del 58,14% (esenzione del 41,86%) per le società di persone e le persone fisiche operanti in regime di impresa (ditte individuali). Su tale base imponibile si applicheranno le aliquote IRPEF ordinarie<sup>23</sup>.
- Base imponibile pari al 5% (esenzione del 95%) per le società di capitali.

L'aliquota fissa al 26% favorisce i percettori di redditi elevati in conseguenza dell'applicazione del principio di progressività su cui si basa il nostro sistema fiscale.

Nonostante l'entrata in vigore a partire del 2018, essa prevede comunque un regime di passaggio o transitorio per cui "*... per le distribuzioni di utili deliberate dal 1° gennaio 2018 al 31 dicembre 2022 si applicano le regole precedenti*".

La doppia imposizione fiscale può avvenire anche quando uno stesso reddito, bene o atto sia tassato più volte in Paesi diversi. Essa è determinata cioè dalla generazione di reddito da operazioni trans-nazionali.

In tal caso, mancando il coordinamento tra i vari Stati, prende corpo un conflitto di potestà impositiva. Ciascuno Stato cerca di estendere il più possibile la propria potestà tributaria, essendo libero di tassare tutti i redditi riconducibili a un criterio proprio a prescindere dalla localizzazione.<sup>24</sup>

Già a partire dal 1999 l'Italia e gli Stati Uniti avevano siglato un accordo per evitare la doppia imposizione fiscale, accordo rinnovato nel 2009, aggiungendo e modificando alcuni profili riguardanti le imposte sul reddito delle persone fisiche e giuridiche, l'imposta regionale sulle attività produttive per l'Italia e l'imposta federale sul reddito per gli Stati Uniti. L'Irap, ai fini dell'applicazione della Convenzione, è considerata soltanto per la parte che colpisce il reddito.

La Convenzione, inoltre, non fornisce un'autonoma nozione di residenza ma rimanda alla legislazione degli Stati contraenti. Pertanto, è residente in uno Stato contraente chi, in base alla legislazione tributaria, ha la residenza nello Stato.

Per quanto riguarda la stabile organizzazione, essa deve intendersi non soltanto come una sede fissa d'affari in cui l'impresa eserciti in tutto o in parte la propria attività, ma rileva anche il fatto che fornisca servizi o attrezzature utilizzate nello Stato che ha firmato l'accordo.

Per una più approfondita analisi si rimanda al testo della Gazzetta Ufficiale.<sup>25</sup>

---

<sup>23</sup>IRPEF: Imposta sul Reddito delle Persone Fisiche. Sono soggetti passivi a tale imposizione i residenti e non che hanno percepito un reddito nell'arco dell'anno solare.

<sup>24</sup>TARIGO P., *Il concorso di fatti imponibili nei trattati contro le doppie imposizioni*, Giappichelli editore, Torino, 2008.

<sup>25</sup> Fonte: Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana.

## Cap.2.4 – I PARADISI FISCALI

Esistono diverse tipologie di evasione fiscale; una di queste è rappresentata dai Paradisi Fiscali.<sup>26</sup>

I *Tax Havens* sono Paesi all'interno dei quali è presente una normativa fiscale molto allettante in termini di contributi fiscali da versare. Aliquote al minimo incentivano l'afflusso dall'estero di ingenti somme di capitale. I conti depositati presso i Paesi sotto tale dicitura sono chiamati *off-shore*, ovvero “fuori dalle acque”: conti correnti posseduti appunto oltre i confini nazionali in quei Paesi ritenuti paradisi fiscali ma in cui effettivamente non viene svolta nessuna attività operativa.

Il tema dei paradisi fiscali, diversamente da quanto si potrebbe pensare, è noto fin dall'antica Grecia. Specifiche isole erano funzionali al deposito di materiali commerciali al fine di evitare la tassazione applicata da Atene sui beni importati. Stessa logica per l'America del Nord: in molti si trasferirono nel nuovo continente per sfuggire all'imposizione inglese. Attualmente circa il 10% del Pil mondiale, pari a 220 mld di dollari, è custodito su conti *off-shore*.

Secondo i dati macroeconomici Oxfam, la “forbice” tra ricchi e poveri a livello globale continua ad espandersi.<sup>27</sup> Nel 2017 l'82% dell'incremento della ricchezza globale è finito in mano all'1% più ricco della popolazione mondiale, dati che confermano la continua crescita dei conti *off-shore* negli ultimi decenni.

Tra i vari Paesi emergono: Panama, Gibilterra, Mauritius, Svizzera, Bahamas, Bermuda, Hong Kong, Irlanda, Singapore, Cayman e altre isole inglesi.

In seguito alla crisi del 2007-2008, l'OCSE ha sviluppato una lista in cui venivano elencati tutti i Paesi considerati “paradisi fiscali”, chiamata *black list*.<sup>28</sup>

Inoltre, l'OCSE definisce “paradiso fiscale” un Paese che presenta:

- imposizione fiscale bassa o prossima allo zero;
- sistema *ring fenced*, cioè una tassazione con grande disparità tra redditi generati all'interno e all'esterno;
- assenza di trasparenza sulle transazioni effettuate;

---

<sup>26</sup>Evasione fiscale: comportamenti illeciti di occultamento parziale o totale della base imponibile al fine di evitare l'imposizione fiscale.

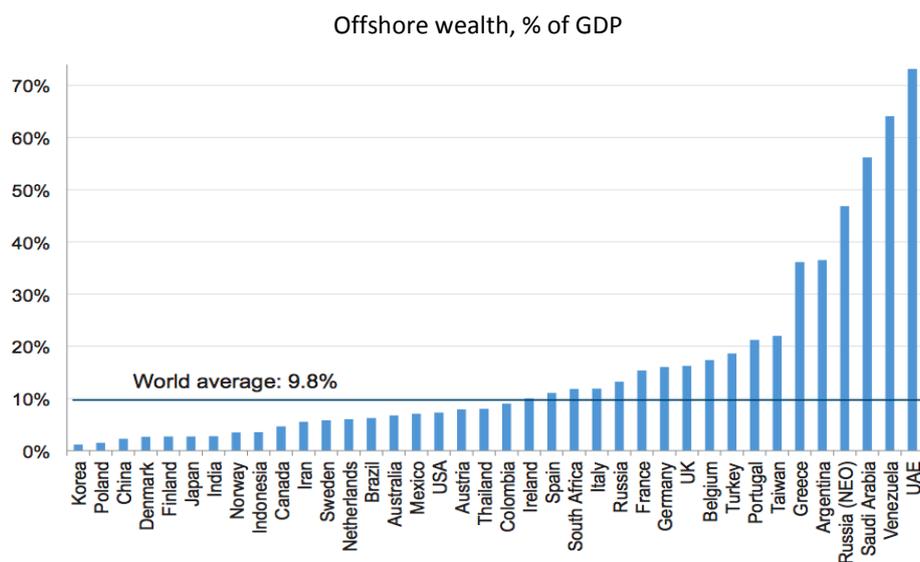
<sup>27</sup>OXFAM (Oxford Committee for Famine Relief) è una confederazione internazionale di organizzazioni no-profit che si dedicano alla riduzione della povertà globale, attraverso aiuti umanitari e progetti di sviluppo.

<sup>28</sup>OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico), è un'organizzazione internazionale di studi economici per i paesi membri, paesi sviluppati aventi in comune un'economia di mercato.

- mancanza di scambio di informazioni con altri Paesi;
- elevata capacità di attrarre società aventi come unico scopo quello di occultare movimenti di capitale.

In accordo poi all'analisi di Forbes, la crescita dei depositi in tali paradisi pesa almeno per il 10% del PIL (fig. 6).<sup>37</sup>

Figura 6



Il processo di evoluzione è stato facilitato dalla globalizzazione e dall'innovazione degli strumenti finanziari a cui si sono poi aggiunte lacune nelle normative nazionali. Il tutto inevitabilmente a discapito delle casse delle nazioni in cui il reddito è generato. In sostanza mld di dollari si spostano da un Paese all'altro e ad avvalersi di tale sgravio non sono solo i "super-ricchi", ma anche le multinazionali.

I vantaggi offerti dai paradisi fiscali non si limitano ad aliquote basse o nulle ma anche all'offerta di vari servizi: discrezione sui nomi dei depositanti, rifiuto di collaborare con le autorità dei Paesi d'origine per identificare i titolari dei depositi e conversione immediata in dollari o euro.

Tuttavia, le società *off-shore* non servono solo ed esclusivamente per eludere le tasse ma anche per occultare le proprietà: dalla protezione del capitale da coniugi o credito all'esclusione di imposte relative al tetto fiscale. Ad esempio nel Principato di Monaco non si pagano le tasse dei redditi personali mentre le società sono altamente tassate. Nello Stato di Panama accade invece l'esatto contrario.

<sup>29</sup> Forbes: "Tax Haven Cash Rising, Now Equal to at least 10% of World GDP" – 15/09/17

È di facile intuizione come organizzazioni criminali possano avvalersi di una normativa apparentemente legale per riciclare e immettere nel sistema bancario denaro proveniente da attività illecite. Capitali provenienti dall'Europa continentale sono diretti principalmente nella nota Svizzera in cui il segreto bancario è invalicabile.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, essendo uno Stato confederato, è possibile trasferire la sede legale della propria impresa negli Stati a bassa tassazione. In Delaware, piccolo Stato a un'ora e mezzo di treno da New York, hanno sede più di metà delle società quotate negli Stati Uniti. Non a caso la Coca Cola, Citigroup, General Motors, Ford, Wal-Mart, Merrill Lynch, Walt Disney, Google, McDonald's, APPLE e molte altre società hanno sede in Delaware.

Negli Stati Uniti d'America sussistono ben 50 diverse normative fiscali e societarie. Di recente notevole risonanza mondiale ha avuto il caso dei c.d. "Panama Papers": nel 2016 la società Mossack Fonseca, azienda con sede a Panama che si occupa di gestione di società *offshore*, ha pubblicato 11,5 milioni documenti in cui sono stati elencati migliaia di possessori di conti *off-shore*, da esponenti della politica a sportivi, società e banche di tutto il mondo.<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup>Fonte: Financial Times

## Capitolo 3: La APPLE INC.

### Cap.3.1 – L’AZIENDA

*“Your time is limited, so don’t waste it living someone else’s life. Don’t let the noise of others’ opinions drown out your own inner voice. And most important, have the courage to follow your heart and intuition... Stay hungry. Stay foolish.” - Steve Jobs, 2011*

In queste poche righe, tratte dal famoso discorso alla Stanford University nel 2011, è riassunta l’essenza di un uomo che, grazie unicamente alle sue capacità, è riuscito a fondare una azienda dal valore odierno di quasi 1000 mld di dollari. Jobs ha affrontato un percorso di vita e affari tumultuoso ma, attraverso le difficoltà e grazie alla sua determinazione e a uno spirito orientato alla perfezione, è riuscito a comprendere ciò che realmente sarebbe stato il suo futuro.

#### ***La storia di un grande successo.***

Jobs, assieme al suo amico Steve Wozniak, nel 1976 fonda la Apple. Tra gli anni Settanta e Ottanta del secolo scorso comparvero sul mercato i primi prototipi di telefoni cellulari e computer; di lì a poco sarebbe esplosa l’evoluzione tecnologica che avrebbe influenzato pesantemente il mondo degli affari e la vita di qualsiasi persona, un processo che è tutt’ora in continuo sviluppo.

Il primo computer, chiamato “Apple I”, era in grado di collegarsi alla TV e registrare documenti. Il tutto fu progettato all’interno di un garage, grazie anche al contributo di un altro collega, Ronald Wayne. La prima difficoltà che i 3 esperti di informatica dovettero affrontare fu l’insufficienza di capitali, una problematica comune alle *start-up*. Infatti, oltre al costo per lo sviluppo dei processori e per l’approvvigionamento delle componenti, il mercato richiedeva che il dispositivo fosse venduto già montato e pronto all’utilizzo: una caratteristica difficilmente atualizzabile operando all’interno di un garage.

Negli anni successivi, grazie a nuovi finanziamenti, la Apple diede vita a nuovi computer. Uno tra questi fu la chiave del successo: il “Macintosh”. Il “Macintosh” fu introdotto il 24 gennaio 1984 e presentava una importante novità: l’interfaccia GUI (Graphical User Interface) la quale permetteva una facile e rapida interattività con l’utente.

La già accesa rivalità con la Microsoft, fondata da Bill Gates un anno prima, non solo non permise il successo commerciale del Mac ma segnò anche il primo periodo di crisi per la

Apple, periodo di crisi non solo a livello commerciale ma anche decisionale. Infatti, nel 1985 il Board decise di licenziare Jobs. L'azienda dopo appena 10 anni di vita valeva già 2 miliardi di dollari. A differenza di quanto si possa immaginare, Jobs definì così quell'evento: “*esser stato licenziato dalla Apple è stata la miglior cosa che mi sarebbe potuta capitare*”.

Il carisma che lo ha sempre contraddistinto gli permetterà infatti di fondare qualche mese dopo Next, una società di informatica, e Pixar, società di produzione cinematografica.

L'assenza di Jobs all'interno del *board* aziendale si era riversata in una mancanza di innovazione e, di riflesso, in perdite in conto economico consistenti. Così, nel 1996 la Apple decise di acquistare per 400 mln di dollari la Next, con conseguente ritorno di Jobs nell'azienda da lui fondata.

Agli inizi del nuovo millennio la Apple serviva solo il 3% del mercato, a discapito principalmente della concorrente Microsoft. La quota di mercato era diminuita in pochi anni del 15% circa.

Jobs riprese il comando, tentò di risollevarne l'azienda da questo circolo vizioso, introducendo un nuovo sistema operativo (MacOS) e cambiando la politica di distribuzione dei propri prodotti. Infatti, nel 2001, decise di aprire i primi Apple Store attraverso i quali vendere direttamente i propri prodotti e instaurare una connessione più profonda con i clienti. Nello stesso anno fu lanciato l'Ipod, un lettore musicale digitale che rivoluzionerà l'industria discografica, grazie all'introduzione nel mercato pochi anni più tardi della piattaforma iTunes.

L'imprenditorialità di Jobs e le abilità dei suoi collaboratori permisero all'azienda di passare dall'orlo del fallimento a un trend positivo. Il board decise di eliminare dalla produzione alcuni dispositivi facilitando così il contenimento dei costi.

Nel 2007 Jobs presenta il “gioiello della casa”: l'iPhone, ossia un telefono cellulare che permette di racchiudere in un unico strumento molteplici funzionalità.

La crisi statunitense dei mutui *sub-prime* però colpisce inevitabilmente tutti i settori, Apple compresa. Ma ciò che maggiormente accende i riflettori sull'azienda non sono le ormai strabilianti performance quanto la morte di Jobs (2011) e il conseguente passaggio di consegne a Tim Cook che tutt'ora è a capo della multinazionale.

Le performance economiche continuano a stupire gli analisti. Attualmente la capitalizzazione raggiunge quasi 1000 mld di dollari (\$916,74mld) e le azioni sono negoziate al prezzo di \$176,57.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> Fonte: Nasdaq

Il grafico mostra l'andamento della quotazione azionaria Apple a partire dall'anno in cui Jobs fu riassunto.<sup>32</sup> (fig.7)

Figura 7



Il *board* ha inoltre pubblicato recentemente i dati relativi all'ultimo semestre 2018:

- I ricavi totali si attestano a \$61,1 mld, in salita del 16% rispetto al relativo trimestre dell'anno precedente, e un EPS pari a \$2,73, in crescita del 30%.<sup>33</sup>
- Il numero delle azioni in circolazione è:5.074.010.000.

Bisogna però considerare anche un fattore determinante al fine di analizzare l'utile di bilancio: la riforma fiscale attuata da Trump. Come riportato nei paragrafi precedenti, la riforma fiscale ha permesso all'azienda di Cupertino un vantaggio fiscale sia in termini di aliquota fiscale (14,5%) sia grazie alla possibilità di smobilizzare e riportare in patria un capitale del valore di \$47 mld. L'attuale CFO, l'italiano Luca Maestri, ha aggiunto che *"la riforma ha permesso una migliore efficienza della gestione delle risorse"*.<sup>34</sup>

Paragonando le realtà fiscali dell'azienda americana in questione con quella dell'Italia è però evidente il netto *gap* a favore degli USA, con la pressione fiscale che incide infatti notevolmente sulle aziende italiane.

Contro alcuni scettici circa il successo della vendita dell'ultimo iPhone (iPhone X), in calo in termini di pezzi venduti, l'utile è aumentato, spinto soprattutto da altri dispositivi (es. Apple Watch, Apple TV, AirPods). (fig.8)

<sup>32</sup> Fonte: Nasdaq

<sup>33</sup> Fonte: Apple Inc.

<sup>34</sup> Fonte: Financial Times

Figura 8

**Apple Inc.**  
**Q2 2018 Unaudited Summary Data**  
(Units in thousands, Revenue in millions)

Reportable Segments	Q2 2018		Q1 2018		Q2 2017		Sequential Change		Year/Year Change	
	Revenue		Revenue		Revenue		Revenue		Revenue	
Americas	\$24,841		\$35,193		\$21,157		-29%		17%	
Europe	13,846		21,054		12,733		-34%		9%	
Greater China	13,024		17,956		10,726		-27%		21%	
Japan	5,468		7,237		4,485		-24%		22%	
Rest of Asia Pacific	3,958		6,853		3,795		-42%		4%	
<b>Total Apple</b>	<b>\$61,137</b>		<b>\$88,293</b>		<b>\$52,896</b>		<b>-31%</b>		<b>16%</b>	

Product Summary	Q2 2018		Q1 2018		Q2 2017		Sequential Change		Year/Year Change	
	Units	Revenue	Units	Revenue	Units	Revenue	Units	Revenue	Units	Revenue
iPhone (1)	52,217	\$38,032	77,316	\$61,576	50,763	\$33,249	-32%	-38%	3%	14%
iPad (1)	9,113	4,113	13,170	5,862	8,922	3,889	-31%	-30%	2%	6%
Mac (1)	4,078	5,848	5,112	6,895	4,199	5,844	-20%	-15%	-3%	0%
Services (2)		9,190		8,471		7,041				31%
Other Products (1)(3)		3,954		5,489		2,873		-28%		38%
<b>Total Apple</b>		<b>\$61,137</b>		<b>\$88,293</b>		<b>\$52,896</b>		<b>-31%</b>		<b>16%</b>

Come riportato sotto, si registrano flessioni di vendita riguardo i dispositivi di maggior rilievo tra cui iPhone (-32%), iPad (-31%) e il pc Mac (-20%).

Elemento che incide inevitabilmente è l'aumento costante del prezzo base per le nuove generazioni di iPhone:

❖ iPhone X	\$1.189	+42%
❖ iPhone 8	\$839	+5%
❖ iPhone 7	\$799	+9,6%
❖ iPhone 6	\$729	

35

## Cap.2.2 – LA VISIONE DI STEVE JOBS

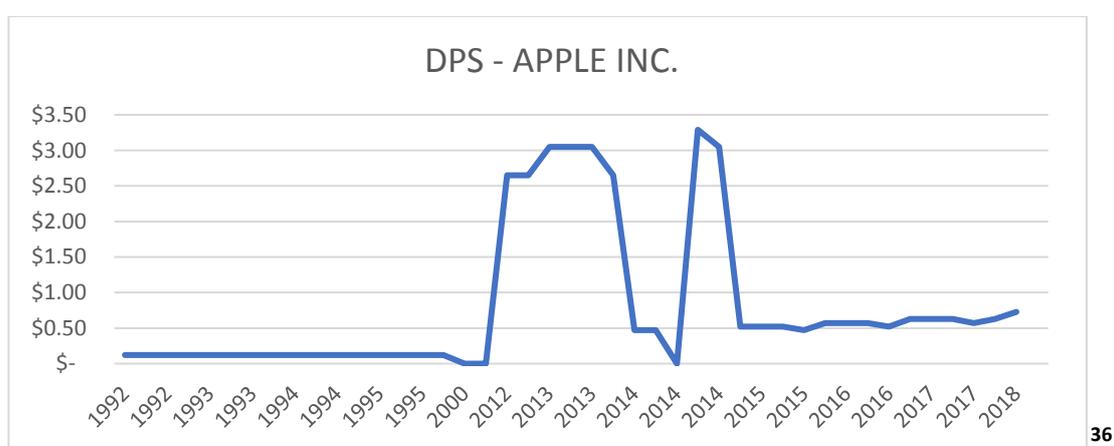
“Apple ha perso un genio creativo e visionario e il mondo ha perso un formidabile essere umano”. Queste le parole espresse dalla Apple il giorno dopo la morte nel 2011 di colui il quale ha fondato, sviluppato e reso grande l'azienda. Jobs è stato da sempre il leader dell'azienda nonostante il licenziamento. La caratteristica di *leadership* è l'emblema della sua identità e le performance che negli anni ha raggiunto non sarebbero state eccellenti se non fosse stato per il suo carisma.

<sup>35</sup> Fonte Apple Inc. – i prezzi sono relativi al momento del lancio sul mercato.

Particolari sono state le scelte di politica dei dividendi adottate da Jobs. È sempre stato contrario alla distribuzione dei dividendi poiché egli riteneva che il rendimento delle attività di investimento di lungo periodo fosse superiore al costo-opportunità di remunerare gli azionisti al tempo t. Ciò derivava dalle prospettive di crescita che la Apple, pur essendo sull'orlo del fallimento nel 1997, ha perseguito durante la gestione Jobs.

Prova dell'ideologia di Jobs è il grafico sottostante in cui emerge chiaro come la distribuzione dei dividendi è stata nulla fino al 2012 (considerando il periodo "zero" l'anno 1996 allorquando Jobs fu riammesso nel board) (fig. 9).

Figura 9



36

La scelta di Jobs di non distribuire l'enorme quantità di liquidità lasciò molto perplessi gli azionisti: a fine 2012 la liquidità disponibile si aggirava infatti sui \$70 mld ma sarà il suo successore, Tim Cook, a distribuire nel 2012 un totale di \$46 mld.

Jobs era cosciente delle enormi possibilità che il campo dell'informatica poteva offrire e allo stesso tempo era consapevole della necessità di avere nelle casse la liquidità sufficiente per acquisire o stipulare accordi con altre imprese che potessero accelerare il processo di sviluppo.

Tra queste si distinguono:

- P.A. Semi (2008): *chipmaker* specializzato in soluzioni a basso voltaggio e basso consumo, essenziali per il settore dei device portatili.
- Siri (2010): la voce robotica che ha contraddistinto i *device* Apple. È diventato uno dei fattori trainanti delle vendite di iPhone 4S e successivi.
- C3 Technologies (2011): l'acquisizione ha permesso la produzione di cartografie 3D in proprio.

<sup>36</sup> DPS (DIVIDEND PER SHARE): ammontare di dividendo distribuito per ciascuna azione. Fonte: Apple Inc.

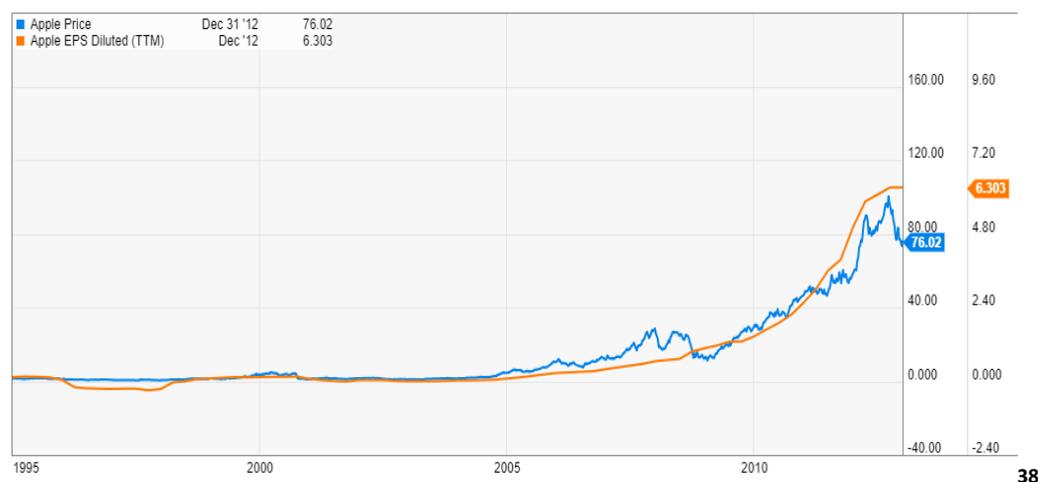
Non distribuire dividendi quindi da un lato permetteva di investire in nuovi progetti con ottimi rendimenti nel medio-lungo periodo e dall'altro consentiva agli azionisti di accrescere la loro ricchezza senza essere sottoposti a tassazione.

Nelle lettere diffuse ai propri azionisti, Jobs ribadiva le condizioni favorevoli di mercato per una continua espansione e sottolineava il concetto che le azioni erano ancora sottovalutate. Inoltre, la liquidità è stata utilizzata per investimenti in R&D, per l'apertura degli Apple Store e nuove infrastrutture.

Il desiderio di accumulare sempre più ricchezza deriva anche dalla realtà che Jobs, nel 1997-1998, aveva affrontato: in quel periodo la Apple registrava profonde perdite di centinaia di mln di dollari.

Il grafico di seguito riporta l'andamento dell'EPS<sup>37</sup> e del prezzo del titolo azionario durante il ciclo di vita dell'azienda, sotto il controllo di Jobs. Soffermandosi sull'analisi quantitativa, al termine del 1997 il Conto economico registrava una perdita pari a \$1,2 mld con un EPS pari a -0,30 (minimo nella storia Apple) e il prezzo si attestava a \$0,67 per azione. Negli anni successivi la crisi, il titolo raggiungeva quota \$28,55 con EPS pari a \$0,56. Al periodo di prosperità segue la crisi dei mutui sub-prime in cui vendite e utili diminuiscono per poi riprendere il corso rialzista (fig. 10).

Figura 10



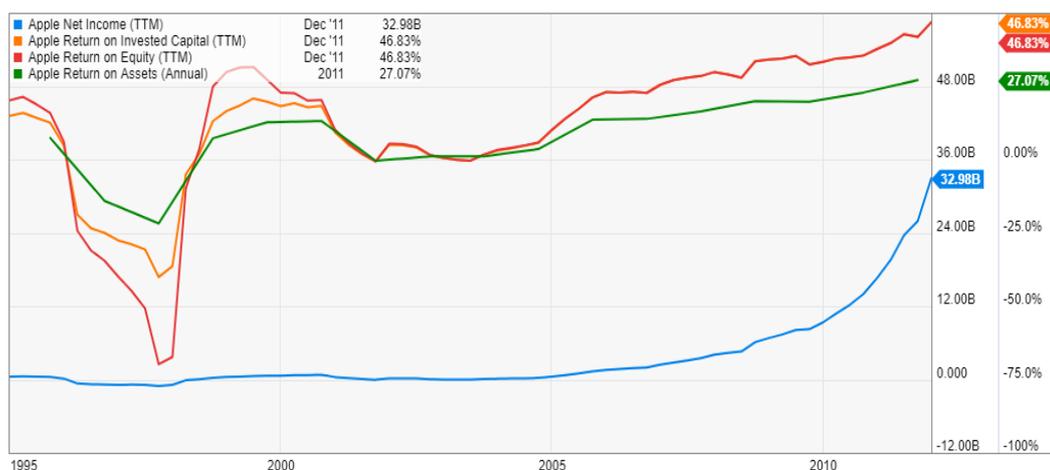
38

Al fine di completare il quadro finanziario principale il successivo grafico mostra l'andamento degli utili (perdite) nel periodo 1995-2011 (fig.11), con il fine di evidenziare la redditività per un'azionista Apple.

<sup>37</sup> EPS: Earnings Per Share, utile generato per ciascuna azione in circolazione.

<sup>38</sup> Fonte: YCharts

Figura 11



In conclusione, tutti gli azionisti, che hanno posto fiducia e creduto in Jobs, al termine del 2011 hanno ottenuto un utile per più di \$32 mld di dollari, con gli indicatori di redditività pari a:

- ROI<sup>39</sup>: 46,83%
- ROE<sup>40</sup>: 46,83%
- ROA<sup>41</sup>: 27,07%

Dal 1997 al 2010 il prezzo del titolo ha avuto un incremento del 7214%.

Per quanto concerne gli Stock Split, la Apple ne ha effettuati 4, di cui 3 promossi da Jobs. Il primo risale al 1987. Si tratta di una scissione 2 per 1 il che significa che, per ogni azione posseduta pre-split, l'azionista riceve 2 azioni. La seconda e la terza scissione si sono verificate rispettivamente nel 2000 e nel 2005, sempre nel rapporto 2:1.

Quindi, considerando tale periodo, un azionista che possedeva 100 azioni ad inizio 1987, al termine del 2005 ne possedeva 800. Infine, nel 2014, Cook ha effettuato un ulteriore stock split, con il rapporto 7:1.<sup>42</sup>

### Cap. 3.3 – LA NUOVA GESTIONE: T. COOK

Nel 2011 Jobs annunciò la sua decisione di ritirarsi per gravi problemi di salute. Il 21 agosto dello stesso anno il Board della Apple, su suggerimento dello stesso Jobs, deliberò di nominare a capo dell'azienda T. Cook. Già al fianco di Jobs nel 1998, Cook assunse la guida dell'azienda nel periodo in cui il fatturato si aggirava attorno a \$63 mld con un utile pari a \$23 mld.

<sup>39</sup> ROI (Return of Investment): tasso di rendimento sul totale degli investimenti operativi

<sup>40</sup> ROE (Return of Equity): tasso di rendimento sul capitale proprio

<sup>41</sup> ROA (Return of Assets): tasso di rendimento del totale degli attivi

<sup>42</sup> Fonte: Nasdaq – Apple Inc.

L'insediamento non fu facile e il prezzo delle azioni, a causa di ripetute sedute al ribasso, sollevò dei dubbi negli azionisti, abituati da anni alle ottime performance di Jobs, sulle effettive capacità gestionali di Cook.

Come già precedentemente accennato, la decisione assunta da Cook circa la distribuzione della liquidità sia attraverso dividendi che *buyback* stravolse la precedente e opposta strategia adottata da Jobs. Su una simile decisione ebbe comunque un impatto non indifferente la pressione esercitata costantemente dagli azionisti.

Nel marzo del 2012, nella dichiarazione di fine trimestre, Cook enunciava quali sarebbero state le decisioni di politica dei dividendi per il triennio successivo. Esse comprendevano:

- dividendo trimestrale pari a \$2,65 per azione;
- operazione di *buyback* per un valore totale di \$1,30 miliardi.

La politica di *buyback* è stata eseguita anche al termine del 2014, con un programma che prevedeva il riacquisto di azioni proprie, per un valore complessivo di \$14 mld, in due settimane. Tra il 2013 e il 2014 l'ammontare di *buyback* è salito oltre la quota di \$40 mld (fig.12).

Figura 12



Nell'ultimo dato trimestrale (vedi par.3.1), il comunicato ufficiale ha annunciato l'approvazione di una nuova manovra di riacquisto di azioni per un importo pari \$100 mld e di un aumento del 16% del dividendo, pari a \$0,73. Scelte di politica dei dividendi che dimostrano la fiducia del board per le annate a venire e che, come precedentemente sottolineato, hanno fatto subito schizzare a rialzo il titolo del 4,5%.

Inoltre, come spiegato nei precedenti paragrafi, le dichiarazioni racchiudono delle informazioni intrinseche. Quando Cook, nel marzo 2012, rese noto il programma di *payout*, l'utile di fine anno fu pari a \$41,75 mld (+26,59%). C'è però da menzionare l'anno pressoché

disastroso che seguì al 2012. Infatti il 2013 fu il primo anno in cui la Apple, sotto il controllo di Cook, registrò dei cali in termini di utile (-11,30%) a cause di malfunzionamenti dell'iPhone 5 (oltre 8 milioni di iPhone difettosi ritirati dal mercato) e a causa del «Mapplegate», il disastro delle iMap. Nonostante le presunte voci circa un addio di Cook, la Apple riprendeva comunque la strada del successo registrando ottime performance. Successivamente al comunicato del 2014 la Apple poteva nuovamente registrare un record negli utili, con un incremento del 35,14%.

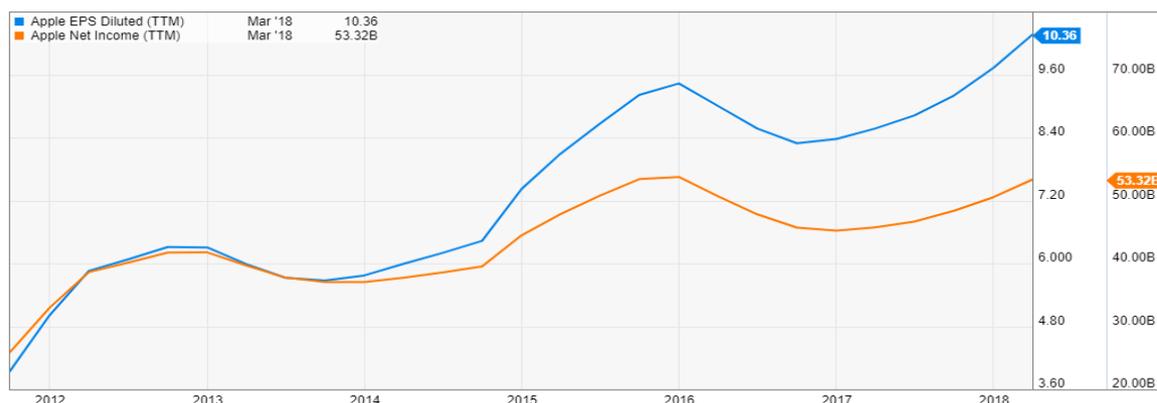
### ***Due leader, due visioni.***

Tentando di paragonare i due leader sia in termini di leadership che di visione strategica, emergono i seguenti punti:

- è aumentata la comunicazione con i dipendenti; c'è più attenzione per i diritti civili; i dividendi per gli azionisti sono più consistenti e frequenti e ciclicamente vengono pubblicati resoconti sugli impianti di produzione in Cina e in Indonesia.
- Apple di oggi punta sui servizi e sul software molto di più di quanto non abbia fatto in passato e tale dato è riscontrabile nell'aumento della voce *service*.
- Cook ha colto l'importanza delle acquisizioni che gli hanno permesso di introdurre nuove tecnologie di successo sui dispositivi Apple. Tra le più importanti negli ultimi anni troviamo l'acquisizione di: Beats, multinazionale specializzata in impianti musicali; VocalIQ, un'azienda britannica che ha realizzato un software in grado di apprendere dal riconoscimento vocale; Shazam, azienda che ha sviluppato la nota app. di riconoscimento musicale.

Dal punto di vista finanziario, le performance dell'azienda sotto il comando di Cook hanno registrato risultati oltre le aspettative. Dal momento del suo insediamento al termine del 2017, l'EPS è salito a 10,36, con un incremento del 64,45% mentre l'utile oltrepassa la soglia dei 50 mld (\$53,3B), corrispondenti a un aumento del 105,7% (rispetto al periodo Jobs) (fig.13).

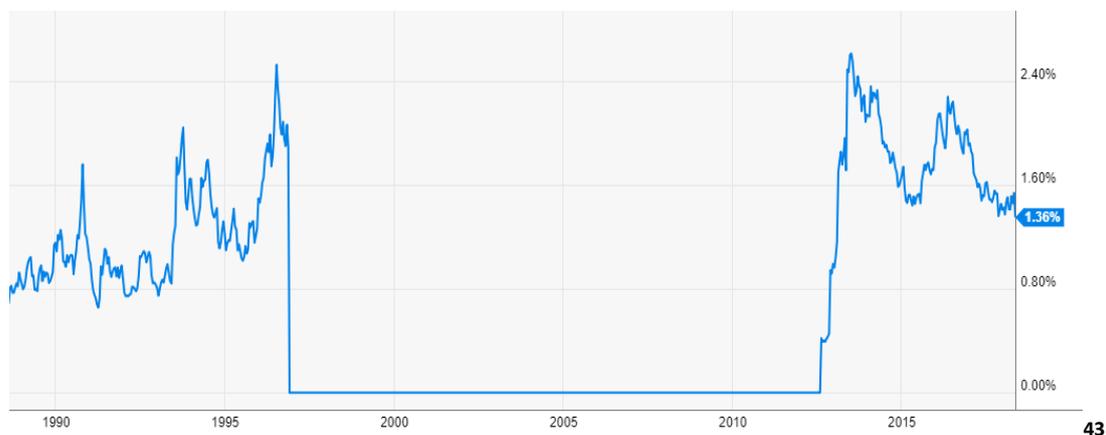
Figura 13



In fig. 14 è poi riportato l'andamento del Dividend Yield su base annuale e lungo tutto il ciclo di vita dell'impresa.

Negli ultimi 5 anni l'andamento di tale indice ha registrato una media del 1,85%, con un picco del 2,79% nel 2013 e un minimo del 1,36% nel 2018.

Figura 14



Il forte ribasso nell'ultimo triennio è stato generato principalmente dall'aumento repentino dello stock azionario, grazie agli ultimi ottimi risultati al di sopra delle stime e a dichiarazioni positive da parte di alti esponenti della finanza, come Warren Buffet e Bill Gates.

Buffet è l'amministratore delegato e presidente della Berkshire Hathaway, una società finanziaria con \$478 mld di capitalizzazione. *“Ci piace la loro attività, la loro gestione, il modo in cui pensano e il modo in cui agiscono”* - queste le parole dell'Oracolo di Omaha, soprannome dovuto alla sua grande capacità di individuare e investire in imprese sottostimate dal mercato. Attualmente la Berkshire Hathaway possiede il 5% del totale delle azioni Apple, pari a 240 mln.

Anche Bill Gates, co-fondatore della Microsoft e rivale fin da sempre di Jobs, ha espresso un parere positivo sulla società di Cupertino: *“è una società straordinaria. [...] Le principali compagnie tecnologiche oggi godono di una posizione di profitto decisamente forte ma Apple è quella che ha la posizione più forte di tutte”*. Inoltre, bisogna ricordare che Microsoft giocò un ruolo fondamentale nel periodo di crisi della Apple, con l'acquisto nel 1997 di azioni Apple per un valore di \$150 mln.

Attualmente (fine 2017) gli indicatori di redditività sono, sec. YCharts<sup>43</sup> pari a:

- ROI: 21,60%
- ROE: 39,93%
- ROA: 13,87%

<sup>43</sup> Fonte: YCharts

Se Jobs fu costretto a vendere parte delle azioni Apple alla storica rivale Microsoft onde evitare il fallimento, Cook invece ha adottato una politica di quasi completa apertura alla Samsung.

Attualmente la Samsung è la rivale più temuta dalla Apple, nonostante i progressi ottenuti di recente dalla emergente società Huawei. Sul territorio statunitense, Apple domina con il 46% in termini di quota di mercato, seguita da Samsung col 20%. In Europa la spartizione delle quote è più omogenea: Samsung possiede il 28%, Apple il 26%, Huawei il 13%.

Apple concentra le sue competenze chiave sul valore aggiunto riscontrabile nel design e nel marketing, caratteristiche che il consumatore percepisce di primo impatto e che creano la concezione di ‘fidelity’; di contro esternalizza tutte le altre procedure che comprendono la produzione e il montaggio.

Grazie a questa strategia di produzione in *outsourcing*, Apple riesce a creare una rete di aziende, affermate ma anche esordienti, che riescono a produrre sinergie e contribuiscono allo sviluppo dei prodotti. Infatti, come riportato nel comunicato riferito ai dati di bilancio del secondo trimestre 2018, la Apple ha investito in R&D più di \$3 mld, pari a circa ¼ degli utili di periodo.

Numerose sono state le dispute giudiziarie tra i due colossi degli smartphone. Apple ha accusato più volte Samsung di aver copiato il design e di aver violato alcuni brevetti.

Ciononostante, a partire dal 2017, le due parti hanno firmato un accordo che prevede la fornitura del display OLED (Organic Light Emitting Diode) da parte di Samsung alla Apple. D'altronde Cook conosce perfettamente l'esperienza che la rivale ha in materia. Il contratto prevede la fornitura di 70-92 mln di pannelli OLED entro la fine del 2017. Questo significa che circa il 30% degli iPhone, che Apple si aspetta di vendere entro fine anno, saranno dotati di schermo OLED. E, dato che mediamente l'azienda vende circa 200 mln di smartphone all'anno, l'accordo ha un valore di \$2.59 mld.

La strategia di Cook, quindi, segue indirettamente già quella praticata da Jobs. C'è da chiedersi però se una decisione così “delicata” sarebbe stata accettata da Jobs. La risposta è probabilmente negativa.

### **Cap. 3.4 – ASSOLUZIONE O CONDANNA?**

Ma la strategia adottata dall'Apple per incrementare vertiginosamente negli anni sempre più i suoi profitti è da assolvere o condannare?

È ormai nota all'opinione pubblica la tipica pratica da parte delle multinazionali di registrare fiscalmente i propri flussi di cassa in Paesi con aliquote fiscali vantaggiose. Non fa eccezione la Apple che ha adottato tale pratica dai tempi di Jobs per poi ampliarla con Cook. D'altronde aumentare indirettamente la ricchezza dei propri azionisti incrementa la fedeltà degli stessi e attrae nuovi capitali provenienti dall'estero.

Negli Stati Uniti la FASB Accounting Standards Codification (ASC) disciplina gli obblighi di divulgazione in riferimento alle imprese che generano ricavi sul suolo americano e all'estero.

La normativa prevede che l'impresa deve riportare la differenza di *tax rate* ("rate reconciliation") tra l'ammontare di tasse che avrebbero pagato se fosse stata applicata l'aliquota federale ("hypothetical tax") e l'ammontare effettivamente pagato. Una differenza superiore al 5% è ritenuta "significant" e ciò comporta l'iscrizione di tali valori in report separati.

Già a partire dal 1980 Jobs ebbe l'idea di creare delle filiali in Irlanda: la Apple Operations International (AOI), la Apple Operations Europe (AOE) e la Apple Sales International (ASI). Tali filiali assumono un ruolo strategico non indifferente. La AOI è una società fantasma con nessun dipendente la cui unica funzione è quella di detenere liquidità per tutte le operazioni necessarie in tutto il mondo. La peculiarità di tale *holding* è che non può essere considerata "residente fiscale" né secondo la normativa statunitense, poiché non è fisicamente sul territorio USA, né secondo quella irlandese dato che il controllo è esercitato direttamente dagli USA. Di fatto la AOI ha registrato per anni l'incasso di dividendi senza mai pagare un dollaro di tasse.

La ASI è la società che vende i dispositivi Apple assemblati in Cina, nel resto dell'Europa e dell'Asia attraverso altre filiali sul territorio. La AOE svolge la stessa funzione della AOI ma in ambito europeo.

Tra queste società è vigente un accordo di condivisione dei costi per cui la Apple riceve da esse pagamenti per coprire parte dei costi relativi alla ricerca e allo sviluppo. In cambio, ASI e AOE possiedono i diritti di proprietà intellettuale dei prodotti Apple venduti in Africa, Europa e Medio Oriente. I ricavi registrati presso la ASI permettono poi la distribuzione dei dividendi nelle casse della AOI e AOE.

Il rapporto tra quanto la Apple Inc. genera negli USA e nei Paesi stranieri è riportato nella seguente tabella (tab. 2).

**Tabella 2**

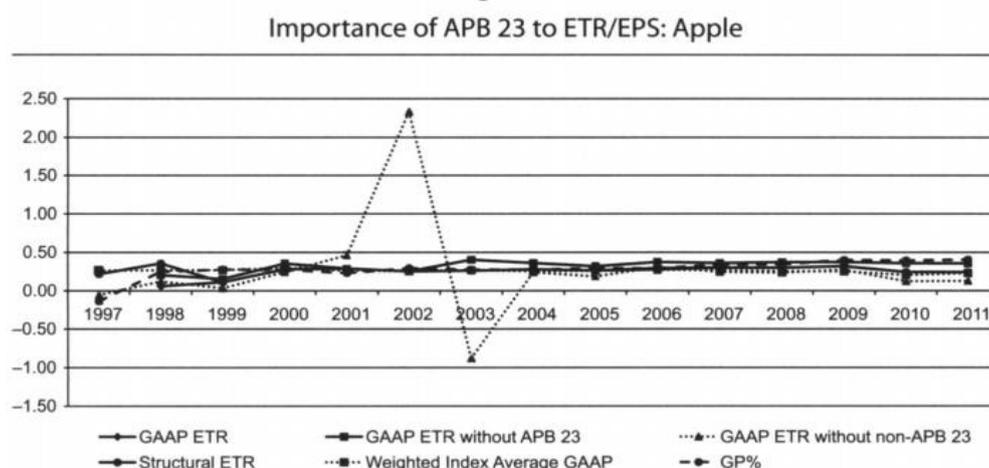
Factors	US portion	Foreign portion
<i>Effective tax rates</i>		
Revenue	39%	61%
2011 tax provision	US \$6.9 billion	US \$0.6 billion
Effective tax rate	20.1%	1.8%
<i>Profit shifting</i>		
Employee number	52,000 (65%)	28,000 (35%)
R&D activities	95%	5%
Profits to cost ratio under the cost sharing arrangement	7:1 (for Apple Inc)	15:1 (for ASI)

Nel periodo 2009-2011, la Apple Inc. non ha versato al fisco americano l'ammontare di \$44 mld in quanto i suoi proventi sono stati tassati all'estero (principalmente in Irlanda). L'aliquota effettivamente applicata ai ricavi è stata pari allo 0,06%.<sup>44</sup>

Il reddito estero ante-imposte relativo al suddetto triennio è stato pari a \$34 mld.

Nella fig. 15 è rappresentato l'impatto dell'agevolazione fiscale sull'utile, in riferimento al lasso di tempo in cui Jobs ha assunto le vesti di CEO. A tal fine le variabili prese in considerazione sono l'EPS e l'ETR<sup>45</sup>. La regolamentazione APB 23 permette alle multinazionali di dichiarare che il reddito generato all'estero sarà reinvestito nelle stesse sedi e per questo non devono essere sottoposte a tassazione statunitense. È chiaro come l'APB 23 abbia permesso di ridurre il GAAP ETR<sup>46</sup> e di conseguenza di aumentare l'EPS. Il vantaggio fiscale è maggiormente evidente per gli *asset* intangibili come la proprietà intellettuale.

Figura 15



<sup>44</sup>Fonte: IlSole24Ore

<sup>45</sup>ETR (effective tax rates): aliquota effettivamente applicata al reddito che determina l'ammontare di tasse pagate dall'azienda.

<sup>46</sup>GAAP (Generally Accepted Accounting Principles): principi fiscali in merito alla contabilità.

Nel comunicato deliberato dalla Apple nel 2012, Cook sottolineò che la liquidità utilizzata per pagare i dividendi proveniva dai *cash flow* generati all'interno del territorio statunitense, perché “*il rimpatrio della liquidità posseduta nei conti off-shore comporterebbe il pagamento di ingenti tasse*”.

Il dibattito sull'argomento è tuttora aperto. L'Irlanda è stata accusata dal governo americano di non vigilare a sufficienza al fine di contrastare queste pratiche.

Nel giugno 2014 anche la Commissione Europea ha condotto le proprie indagini su Apple. Si è concentrata in particolare sull'accordo di tassazione tra i suoi stati membri, Irlanda e Apple, e ha concluso nel 2016 che Apple deve versare all'Irlanda €13 mld (\$15,4 mld) di tasse arretrate. A causa dell'aumentare delle pressioni internazionali, l'Irlanda ha introdotto nell'ottobre 2014 un nuovo codice fiscale che afferma che tutte le società costituite in Irlanda saranno trattate come residenti fiscali irlandesi entro il 2020.

Per effetto di tale normativa la Apple all'inizio del 2015 ha spostato la residenza fiscale di AOI e ASI a Jersey, una piccola località della Normandia. Ovviamente scelta non casuale dato che la località possiede una propria legislatura e l'aliquota societaria è pari allo 0%.

C'è da ricordare inoltre che nel 2017 la Apple è stata coinvolta nello scandalo “Paradise Papers”, i 13.4 mln di documenti elettronici relativi ad investimenti *offshore*. In uno di questi documenti proveniente da una società con sede nelle Bermuda, denominata Appleby, si afferma che la Apple Inc. avrebbe richiesto consulenza alla società Baker McKenzie per la apertura di nuovi conti *off-shore*.

Un radicale cambiamento nella strategia fiscale dell'Apple è stato provocato dall'approvazione della riforma fiscale di Trump a fine 2017. Per effetto di tale legge, lo scorso gennaio l'azienda ha dichiarato che riporterà sul suolo americano gran parte dei profitti generati all'estero e che quindi pagherà al governo \$38 mld in tasse.

Circa il 94% della liquidità rientrerà in patria e parte di essa sarà spesa per la creazione di 20.000 nuovi posti di lavoro e investimenti nell'economia degli Stati Uniti.

## CONCLUSIONI

In questo elaborato si è voluto mettere in evidenza un tema particolarmente sensibile al *management*, vale a dire che visioni contrastanti generano opzioni differenti che il Board può sfruttare al fine di raggiungere la massimizzazione del valore d'impresa.

Le nozioni teoriche generate nel corso degli anni si sono più volte scontrate con una realtà in continua evoluzione in cui diventa sempre più difficile stabilire i confini di una società. La globalizzazione e il fenomeno del Fintech permettono oggi di allocare le risorse in maniera più efficiente, incidendo così notevolmente sui bilanci.

L'intreccio tra la normativa attualmente vigente a livello globale e gli strumenti finanziari disponibili può avere un effetto potenzialmente logorante per le casse di un Paese che si può vedere privato di ingenti risorse. Ecco quindi che oggi la capacità di sfruttare a proprio vantaggio le lacune normative può generare introiti che inevitabilmente favoriscono una più stretta relazione con gli *stakeholder*.

È ben noto che generare ricchezza e aumentare i volumi degli scambi crea un circolo virtuoso all'interno del quale finanziamenti e crescita si alimentano reciprocamente. La crescita a livello globale può determinare da un lato una riduzione dei costi in termini di manodopera, economie di scala e, dall'altro lato, aumentare i ricavi sfruttando i mercati non ancora pienamente sviluppati. Se a tali fattori si aggiunge anche la componente fiscale allora non c'è da meravigliarsi se l'andamento negli ultimi anni riporta un notevole incremento.

La politica dei dividendi assume quindi, in tale contesto, una importanza decisiva poiché, come già intuito da Jobs, la possibilità di non distribuire dividendi o effettuare *buyback* ha permesso alla Apple una crescita costante, senza dover alterare il rapporto debito-equity.

Nonostante gran parte degli azionisti non accettassero tale politica, i risultati alla fine hanno dato ragione a Jobs.

A questo punto si potrebbe pensare che Jobs abbia voluto correre il rischio di perdere parte degli investitori a causa della sua ideologia. Più volte ha assicurato il proprio azionariato che l'impresa in cui stavano investendo migliaia di dollari un giorno sarebbe diventata una delle più prospere società al mondo.

Leadership, determinazione e visione di lungo periodo sono le caratteristiche che hanno permesso tutto ciò. E queste sono le qualità che un buon manager oggi deve avere per sopravvivere in un mercato altamente volatile.

Esattamente come riportato nella letteratura accademica, possiamo oggi riscontrare gli effetti delle decisioni di politica dei dividendi sulla crescita di una impresa. Già negli anni scorsi, lo

studio approfondito di queste relazioni ha portato a concludere che le scelte in merito alla distribuzione dei dividendi hanno ripercussioni sull'andamento attuale e futuro dell'impresa. Vien da chiedersi allora perché Jobs è stato altamente criticato.

Come già evidenziato, nel momento in cui gli investimenti in progetti producono un Valore Attuale Netto (VAN) positivo e il rendimento di tali attività è maggiore rispetto al costo del capitale, allora le scelte intraprese da Jobs sono pienamente accettabili. In più, durante il periodo in cui egli era al comando, la fase del ciclo di vita che meglio rispecchiava la situazione Apple era lo sviluppo tanto che vendite e prezzo delle azioni salivano in parallelo. Perché allora non incrementare ulteriormente la ricchezza degli azionisti sviluppando nuove tecnologie e una più fitta rete di mercato?

Il cambio al timone dell'azienda ha rivoluzionato la situazione. Cook, quasi costretto dagli azionisti, ha deciso contemporaneamente di distribuire dividendi ed effettuare il *buyback*. E tale scelta, anche se totalmente disallineata con quella del suo predecessore, si è rivelata scelta astuta in quanto da un lato ha soddisfatto le richieste insistenti degli azionisti e dall'altro ha inglobato l'effetto positivo implicito in essa. Perché distribuire quella "montagna" di liquidità ha generato un segnale forte di solidità e benessere della società, poi espresso finanziariamente dal rapido balzo in avanti del titolo in seguito alle dichiarazioni di Cook.

Inoltre, a conferma delle ipotesi promosse dalla teoria accademica, Cook, negli anni a seguire, ha mantenuto costante la sua politica dimostrando fedeltà ai propri azionisti e tentando di soddisfare le loro richieste.

Ci si chiede, però, se la capacità di generare questo enorme ammontare di flussi di cassa positiva sarebbe stata possibile se non ci fosse stata l'abilità di eludere, in maniera evidente, le tasse. È un aspetto questo che influisce sulla redditività delle imprese a livello globale. La pressione fiscale sul territorio italiano si aggira sul 42% e si può ben comprendere le difficoltà che essa genera in termini di competitività. La possibilità per le multinazionali di depositare i propri utili presso Paesi a tassazione agevolata crea un ampio e ingiusto divario nei confronti delle medie e grandi imprese.

In conclusione, sulla base di quanto descritto e analizzato nel lavoro da me svolto, non posso non ritenere che l'*escamotage* fiscale adottato dalla Apple (e non solo) è probabilmente nel lungo termine controproducente per l'economia nel suo complesso. E ciò vale specialmente per l'Italia il cui tessuto economico vitale è rappresentato da una miriade di piccole e medie imprese, spesso a gestione familiare. Una politica fiscale meno oppressiva ed equa è ora più che necessaria nel nostro Paese se si vuol far ripartire l'economia, rilanciare il PIL e quindi ridurre il debito pubblico che oggi pesa per circa € 30000 su ogni italiano già dalla nascita.

Ancora, bisognerebbe ridurre la burocrazia e agire sul cuneo fiscale al fine di ridurre il costo del lavoro, fattori questi che sono disincentivanti per gli stranieri che vogliono investire in Italia.

Senza investimenti non si creano posti di lavoro e non ci sono progresso e benessere. Servono riforme fiscali adeguate ai giorni nostri e, con la promessa della Apple di 20000 nuovi posti di lavoro, gli Usa hanno dimostrato che le grandi aziende troveranno ancora interessante e profittevole investire sul suolo americano.

## BIBLIOGRAFIA

- Abuaf N. “Excess Cash and Shareholder Payout Strategies”. *Journal of Applied Corporate Finance* 2012, vol. 24, issue 3, 39-54.
- Bigelli M. “The Quasi-Split Effect, Active Insiders and the Italian Market reaction to Equity rights issues”. *European Financial Management* 1998, Vol 4, n. 2, pp. 185-206.
- Bortot P, Magnani U, Olivieri G, Rossi FA, Torrigliani M. *Matematica finanziaria*. II edizione, 1998.
- Brav A, R. Graham R. Harvey R. “Payout policy in the 21st century”. *Journal of Financial Economics* 2005, 77, pp. 483-527.
- Brealey RE, Myers SC, Sandri S. “Principi di finanza aziendale”. VII edizione.
- Choi WK. “The Sisyphus’s Rock of Prosperity and Disparity in the Global Economy: Giovanni Arrighi and Apple Inc’s Tax Avoidance Strategies from Obama to Trump”. *New Political Science* 2018, 40:2, 285-308.
- Denis DJ, Osobov I. “Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy”. *Journal of Financial Economics* 2008, n.89, pp. 62-82.
- Donohoe MP, McGill GA and Outslay E. “Through a glass darkly: what can we learn about a u.s. multinational corporation's international operations from its financial statement disclosures?”. *National Tax Journal* 2012, 65(4), pp.961-984.
- Gordon MJ, Shapiro E. “Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit”. *Management Science* 1956, Vol. 3, No. 1, pp. 102-110.
- Gordon MJ. “Dividends, Earnings and Stock Prices”. *The Review of Economics and Statistics* 1959, vol. 41, No. 2, Part 1 (May, ), pp. 99-105.
- Graham JR, Kumar A. “Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors”. *Journal of Finance* 2006, n.61, pp. 1305-1336.
- Grinstein R, Michaely Y. “Institutional Holdings and Payout Policy”. *The Journal of Finance* 2005, vol. 3.
- Healey P. and Palepu K. “Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions”. *Journal of Economics* 1998, n.21, pp. 149-175.
- Lang LHP, Litzenberger RH. “Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?”. *Journal of Financial Economics* 1989, pp 181-191.
- Miller MH, Modigliani M. “Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares”. *The Journal of Business*, 1961, Vol.34, No. 4, pp.411-433.
- Saunders A, Cornett MM, Anolli M, Alemanni B. “Economia dei mercati e degli intermediari finanziari”. 2010 McGraw-Hill, III edizione.
- Skinner DJ. “The Evolving Relation between Earnings, Dividends and Stock Repurchases”. *Journal of Financial Economics* 2008, n.87, pp. 582-609.
- Son I and Kim S. “Does Partner Volatility Have Firm Value Relevance? An Empirical Analysis of Part Suppliers”. *Sustainability* 2018,10(3), 736.
- Ting A. “iTax -Apple’s International Tax Structure and the Double Non-Taxation Issue”. *British Tax Review* 2014 No.1.