

*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Finanza Aziendale*

*Anno accademico 2019/2020*

Dividendi e riacquisti di azioni proprie:  
impatto del Covid-19 sulla politica di distribuzione dell'utile

RELATORE

---

Professore Roberto Mazzei

CANDIDATO

---

Andrea Aldo Orlando

Matricola: 218961

# Indice

<b>Introduzione</b> .....	3
<b>Capitolo I – Basi teoriche</b>	
1.1 Il prezzo delle azioni: Dividend Discount Model.....	5
1.1.1 Il valore delle azioni: come è variato nel tempo.....	9
1.2 Dividendi.....	13
1.3 Riacquisti di azioni proprie.....	18
<b>Capitolo II – Dividendi e riacquisti di azioni proprie a confronto</b>	
2.1 Informazioni contenute nell'erogazione dei dividendi e nei riacquisti di azioni...24	
2.2 La teoria di Miller e Modigliani.....	34
2.2.1 La politica dei dividendi in condizioni di incertezza.....	38
2.2.2 I partiti di centro, di destra e di sinistra.....	40
2.3 Tassazione dei redditi da azioni.....	43
2.3.1 Doppia imposizione e sistema di imputazione.....	45
2.4 Payout e ciclo di vita dell'impresa.....	46
<b>Capitolo III – Evidenze empiriche</b>	
3.1 Evidenze empiriche su dividendi e riacquisti di azioni proprie.....	49
3.1.1 S&P 500 Dividend Aristocrats e S&P 500 Buyback Index.....	58
3.2 Impatto del Covid-19 sulla distribuzione dei dividendi a livello globale.....	62
<b>Conclusioni</b> .....	72
<b>Bibliografia e Sitografia</b> .....	74

## Introduzione

*“I veri guadagni negli investimenti dovranno provenire non dal comprare e vendere, ma dal possedere e mantenere titoli, ricevendo interessi e dividendi, e beneficiando dell’aumento di valore nel lungo periodo”*

Benjamin Graham,  
dal libro “The Intelligent Investor”

Come affermava l’economista e imprenditore statunitense Benjamin Graham, il vero obiettivo di un investitore non dovrebbe mai essere quello di speculare sul prezzo delle azioni per ottenere guadagni facili in breve tempo, ma piuttosto gli azionisti dovrebbe acquistare titoli perché credono realmente in una particolare azienda, perché vedono in essa una risorsa con potenzialità di generare profitti e credono nei valori portati avanti dalla società e, ovviamente, perché vogliono accrescere la loro ricchezza tramite la creazione di valore, obiettivo che può essere raggiunto nel lungo periodo tramite una struttura organizzativa solida e un management competente. Le imprese che rispondono a queste caratteristiche creano ricchezza che può essere utilizzata per finanziare nuovi investimenti redditizi tramite il cosiddetto auto-finanziamento, o in alternativa possono scegliere di distribuire la liquidità in eccesso ai soci come forma di remunerazione del capitale investito. A tal proposito si parla di politica di distribuzione dell’utile, con cui si intende la decisione presa dal management su come disporre degli utili che l’impresa ha generato durante l’esercizio. La società può scegliere di erogare con regolarità una somma in favore degli azionisti, essa prende il nome di dividendo ed è la forma di pagamento che da più tempo le imprese utilizzano per remunerare i propri investitori. In alternativa le imprese possono scegliere di riacquistare le proprie azioni e corrispondere agli investitori una somma sotto forma di capital gain (guadagno in conto capitale). Questa forma di distribuzione della liquidità è cresciuta molto nel passato recente grazie alla flessibilità che la caratterizza. Le operazioni di buyback (altro nome per indicare i riacquisti di azioni) non hanno infatti il carattere della regolarità e possono essere attuate dal management nei momenti in cui la situazione finanziaria lo permette. Inoltre tramite questi programmi è possibili perseguire anche altri obiettivi, tra cui la riduzione della dimensione del capitale e il miglioramento degli indici finanziari dell’impresa.

Il primo capitolo di questa trattazione fornisce le basi teoriche necessarie per comprendere appieno le dinamiche che caratterizzano la politica di distribuzione dell’utile, vi è quindi un focus sul valore dei titoli azionari il quale è strettamente legato ai dividendi erogati dall’impresa. Nella seconda parte del capitolo si enunciano in modo esaustivo le due forme con cui il management può distribuire ricchezza, trattando l’argomento sia da un punto di vista economico che giuridico.

Dopo aver introdotto l'argomento a livello teorico, iniziamo l'esposizione del secondo capitolo con un confronto tra le due forme di reddito, in particolare vengono analizzate le informazioni contenute nei programmi di distribuzione dei dividendi e in quelli di riacquisto di azioni proprie. Quest'analisi viene approfondita tramite l'esposizione delle indagini portate avanti nel 2003 da Brav, Graham, Harvey e Michaely nell'articolo "Payout policy in the 21th century", studio che, riprendendo le ricerche di Lintner del 1956, cerca di comprendere le motivazioni che spingono i manager a optare per i dividendi piuttosto che per le operazioni di buyback e viceversa. In seguito si prende in analisi una pietra miliare della letteratura economica, la teoria dell'irrelevanza della politica di distribuzione degli utili enunciata da Miller e Modigliani nel 1961 nell'articolo "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", concentrandoci brevemente sui tre filoni di pensiero che storicamente caratterizzano la materia, i quali sono rappresentati da tre partiti: il partito centrista rappresentato dai due autori appena menzionati, il partito della sinistra radicale a favore delle operazioni di riacquisto di azioni proprie per motivi di tipo fiscale e infine il partito conservatore di destra con una netta preferenza per l'erogazione dei dividendi. Il secondo capitolo si conclude con la teoria di De Angelo sul ciclo di vita dell'impresa secondo cui ogni società sceglie la quantità di liquidità da erogare in base alla "fase di vita" in cui si trova, storicamente infatti le imprese più mature sono quelle che distribuiscono dividendi più alti rispetto alle imprese più giovani le quali hanno maggiori opportunità di investimento in progetti redditizi e quindi maggiore necessità di denaro liquido, per questo evitano distribuzioni generose ai soci e utilizzano buona parte degli utili per l'auto-finanziamento.

Partendo dalle basi teoriche e dagli studi fatti in passato, il terzo capitolo affronta la tematica da un punto di vista pratico. Vengono infatti mostrate le evidenze empiriche e i dati storici che caratterizzano i redditi da azioni, con un'analisi che partendo dagli ultimi due decenni del ventesimo secolo arriva ai giorni nostri. La nostra analisi empirica si focalizza principalmente sul contesto statunitense a causa della grande quantità di dati disponibile e della significatività che tale contesto assume rappresentando la prima economia globale, storicamente pioniera in ambito aziendale, con moderni sistemi di corporate governance e con l'orientamento anglosassone mirato alla creazione di valore per gli shareholders (azionisti), piuttosto che per tutti coloro che portano interessi nell'impresa (stakeholders), aspetto tipico del modello continentale ed europeo. La trattazione viene approfondita con l'analisi di due indici di mercato che sono molto significativi per il nostro studio, l'indice S&P 500 Dividend Aristocrats formato dalle imprese che negli ultimi 25 anni hanno perseguito una politica di mantenimento e/o aumento dei dividendi, e l'indice S&P 500 Buyback costituito dalle 100 imprese statunitensi con i più alti livelli di buyback ratio nell'anno di riferimento. Infine si pone l'attenzione sulla situazione emergenziale causata dalla pandemia globale da coronavirus, in particolare si sottolinea l'impatto che il Covid-19 ha avuto sulle distribuzioni dei dividendi, con riferimenti specifici al Nord America, all'Europa e all'Asia Pacifica, nonché ai paesi emergenti i quali occupano una posizione sempre più di rilievo nelle dinamiche economiche globali.

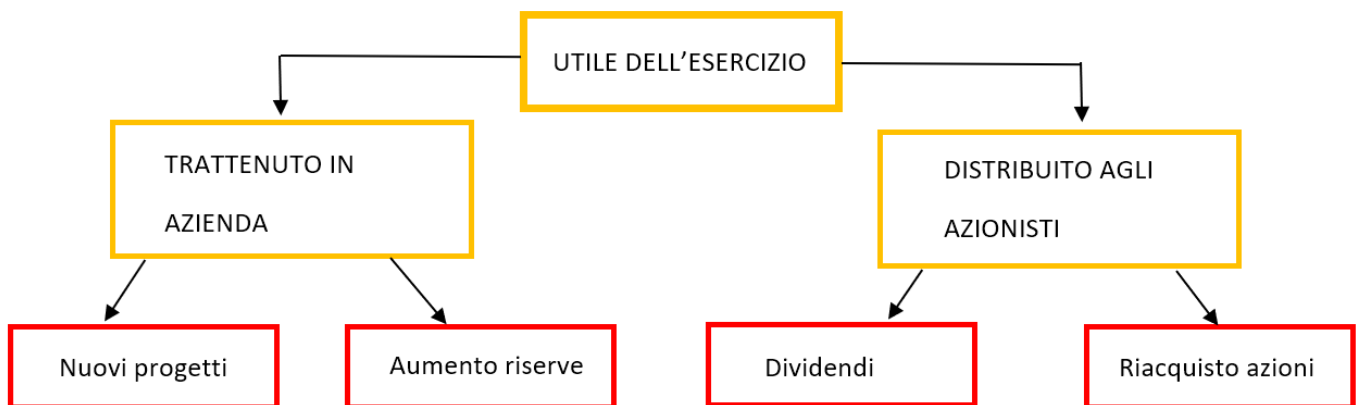
# CAPITOLO 1

## 1.1 IL PREZZO DELLE AZIONI: DIVIDEND DISCOUNT MODEL

Le imprese per definizione creano valore, e per fare questo è necessaria la raccolta di capitale di rischio che può avvenire sostanzialmente in due modi, il primo consiste nell'emissione di nuove azioni che verranno acquistate da nuovi azionisti o dagli azionisti esistenti, il secondo invece presuppone il reinvestimento in nuove attività di parte dei flussi di cassa generati dagli investimenti in essere<sup>1</sup>. In entrambi i casi il beneficio derivante dall'attività di impresa va a favore degli azionisti, i quali sono i veri proprietari dell'impresa e quindi gli attori principali del sistema economico. L'utile d'esercizio può essere considerato come il valore creato dall'azienda tramite la sua gestione operativa<sup>2</sup>; esso può prendere due "strade": il management può decidere di trattenerlo in azienda per finanziare nuovi progetti senza dover ricorrere al mercato dei capitali o dover emettere nuove azioni, in alternativa può invece decidere di distribuirlo agli azionisti come forma di remunerazione del loro investimento.

Possiamo schematizzare quanto appena detto nel seguente modo:

Figura 1.1 - Destinazione dell'utile



Fonte: Berk e DeMarzo, 2015.

Gli azionisti di qualunque impresa sono molto diversificati in termini di propensione al rischio, preferenze temporali, gusti, età, ricchezza, strategie d'investimento e molti altri fattori "personali". Fortunatamente l'obiettivo finanziario fondamentale di un'impresa è comune a tutte le categorie di azionisti e investitori, la massimizzazione del valore del capitale investito, ovvero la massimizzazione del valore delle azioni. Le imprese distribuiscono cassa e remunerano gli azionisti in due modi principalmente: tramite l'erogazione

<sup>1</sup> Principi di finanza aziendale, VIII edizione, 2020 - Brealey, Myers, Allen, Sandri.

<sup>2</sup> La gestione operativa o caratteristica di un'azienda è costituita dalla sua attività tipica o core business, o meglio l'attività principale svolta allo scopo di produrre utili.

di dividendi e il riacquisto di azioni proprie<sup>3</sup>, ma come vedremo ampiamente le due modalità di distribuzione dell'utile sono molto diverse fra loro e ciascuna può dare informazioni specifiche sul valore reale delle azioni stesse. Focalizzandoci su quest'ultimo aspetto, il valore delle azioni può essere calcolato in molti modi differenti che dipendono dai flussi di cassa che si prendono in considerazione. Per tale stima si usa la formula del flusso di cassa attualizzato (discounted cash flow), la stessa che si prende in considerazione per valutare qualsiasi altra attività e progetto all'interno dell'impresa. Semplicemente, si attualizzano i flussi di cassa a un tasso  $r$  che rappresenta il rendimento che sul mercato dei capitali si può ottenere investendo in titoli con rischio simile, questo perché i titoli appartenenti a una classe di rischio equivalente sono valutati in modo da offrire lo stesso rendimento. Come abbiamo già accennato, gli investitori che acquistano azioni si aspettano due possibili forme di reddito e quindi due possibili flussi di cassa, il dividendo da un lato e il capital gain dall'altro. Quest'ultimo non è altro che il cosiddetto guadagno in conto capitale, ovvero ciò che l'investitore riceve vendendo a un altro potenziale investitore la propria azione (o il proprio pacchetto azionario). Per calcolare il valore dell'azione bisognerebbe attualizzare entrambe le tipologie di flussi, un flusso periodico consistente nel dividendo che l'impresa eroga in favore degli azionisti come remunerazione del loro investimento, e un flusso ipotetico più lontano nel tempo che consiste nel valore di realizzo della partecipazione azionaria. Se chiamiamo  $H$  il periodo finale di realizzo, dovremmo attualizzare il valore della futura vendita azionaria di  $H$  periodi, e nella teoria della finanza aziendale questa  $H$  viene posta uguale a infinito ( $H=\infty$ ) in quanto se escludiamo alcuni rischi aziendali come il fallimento e le acquisizioni, le azioni sono in un certo senso "immortali". Se  $H$  si avvicina all'infinito, il valore attuale del prezzo finale di avvicina a zero. Possiamo quindi evitare di considerare il prezzo finale ed esprimere il prezzo corrente delle azioni sotto forma di un flusso perpetuo di dividendi in contante.

Tre sono le diverse varianti del modello che vengono prese in considerazione:<sup>4</sup>

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

Il modello "Zero Growth Dividend Discount" prevede che il tasso di crescita dei dividendi sia nullo e che il pagamento dei dividendi avvenga per un periodo di tempo illimitato, e proprio per questo motivo possiamo utilizzare la formula della rendita perpetua secondo cui il valore dell'*equity* sia calcolato come rapporto tra il flusso di cassa disponibile e il costo del capitale

---

<sup>3</sup> I riacquisti di azioni proprie possono anche essere chiamati con i termini inglesi "Share Repurchase" o "Buyback".

<sup>4</sup> Giorgio Cozzolongo, Azionisti, dividendi e fisco: la filosofia della Apple, 2018.

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r}$$

$DIV_1$  = dividendi attesi dell'anno successivo

$r$  = costo del capitale

$P_0$  = prezzo corrente di un'azione

Il secondo modello incorpora nella formula di calcolo la crescita futura dei dividendi. Esso è stato sviluppato da Gordon nel 1956 e per ottenere il valore attuale, ovvero il prezzo dell'azione, dobbiamo dividere il pagamento in contante annuo per la differenza tra il tasso di attualizzazione e il tasso di crescita.

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r-g}$$

$P_0$  = prezzo corrente di un'azione

$DIV_1$  = dividendi attesi

$r$  = 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. Questa formula può essere utilizzata solo quando  $g$ , il tasso di crescita previsto, è inferiore a  $r$ , il tasso di attualizzazione, infatti con l'approssimarsi di  $g$  a  $r$ , il prezzo dell'azione diventa infinito. Riassumiamo le ipotesi alla base del modello:

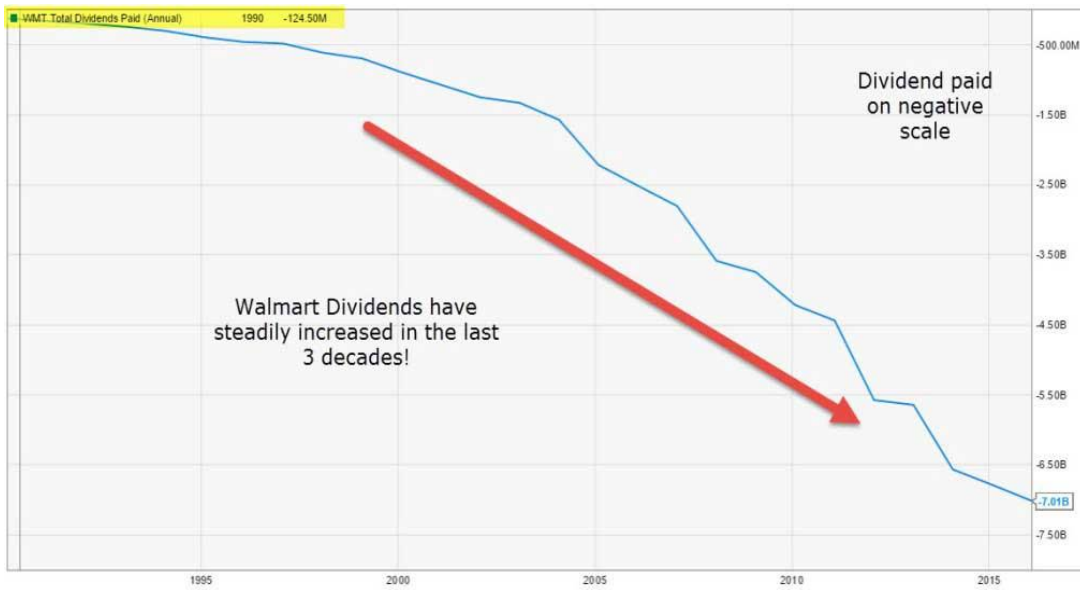
- il flusso dei dividendi è perpetuo;
- il tasso di crescita dei dividendi è costante;
- il tasso di sconto è maggiore del tasso di crescita;

Inoltre essa viene utilizzata anche per ottenere una stima del rendimento atteso  $r$ :

$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + g$$

Alcune imprese presentano tassi di crescita dei dividendi che fanno sì che esse siano candidati ideali per essere valutate secondo il "Constant Growth Dividend Discount Model", una di queste è la Walmart Stores Inc, multinazionale statunitense proprietaria dell'omonima catena di negozi al dettaglio Walmart. Analizzando la figura 1.2 si può evincere che negli ultimi 30 anni i dividendi pagati dall'azienda sono aumentati a un tasso costante, proprio come prevede il modello di Gordon, e proprio per questo motivo una valutazione del prezzo delle azioni seguendo questo modello risulta essere accurata e precisa in situazioni di questo genere.

Figura 1.2 – Dividendi distribuiti dall'azienda Walmart Stores Inc.



Fonte: ycharts.com

Elaborazione: wallstreetmojo.com

Una delle maggiori limitazioni di tale modello è proprio l'ipotesi di crescita costante dei dividendi. Infatti è molto complesso ipotizzare una crescita costante anche solo focalizzandosi sulle fasi del ciclo di vita dell'impresa, inoltre Gordon non considera la possibile incidenza della tassazione sulle scelte di politica dei dividendi.

Il terzo modello, chiamato "Variable Growth Dividend Discount Model" or "Non-Constant Growth", è quello più vicino alla realtà in quanto non considera costante la crescita dei dividendi. Questo modello può assumere varie forme in base a quanti diversi tassi di crescita dei dividendi si prendono in considerazione, per questo motivo indicare il prezzo dell'azione tramite un'unica formula risulterebbe una semplificazione eccessiva della realtà e di conseguenza la nostra analisi peccherebbe di superficialità; dobbiamo infatti pensare che il tasso di crescita dei dividendi potrebbe essere diverso ogni anno o potrebbe variare per un periodo di tempo e poi tornare sui livelli precedenti, così per evitare previsioni e calcoli che risulterebbero eccessivamente complessi si prende in considerazione il modello a due stadi, in cui si considerano solo due diversi tassi di crescita dei dividendi: nella prima fase si assiste a una crescita molto forte, successivamente essa inizia a diminuire (fase di transizione) fino a stabilizzarsi su livelli più bassi. I valori attuali di ciascuna fase vengono sommati per trovare il prezzo corrente dell'azione.



### 1.1.1 CRESCITA DEL VALORE AZIONARIO NEL TEMPO

Nella pubblicazione “Triumph of the Optimism: 101 years of Investments Returns” gli autori (Dimson, Marsh e Staunton) analizzano serie storiche di dati relative ai mercati azionari e obbligazionari di 19 paesi arrivando a importanti conclusioni circa la crescita reale del valore delle diverse tipologie di titoli nel corso del ventesimo secolo, con successivi aggiornamenti relativi agli ultimi due decenni. Bisogna quindi partire da una regola che accomuna tutte le attività economiche: maggiore è il rischio di un investimento, maggiore sarà il rendimento richiesto dall’investitore.

I tre autori prendono in considerazione tre portafogli di titoli statunitensi:

1. Un portafoglio di Buoni del Tesoro (Bills), cioè i titoli del debito pubblico con scadenza inferiore all’anno;
2. Un portafoglio di Titoli del debito pubblico a lungo termine (Bonds);
3. Un portafoglio di Azioni (Equities);

Questi portafogli hanno ovviamente un grado di rischio molto diverso, infatti i Buoni del Tesoro rappresentano i più sicuri tra tutti i possibili investimenti in quanto non vi è alcun rischio di inadempimento e la loro breve durata implica che il prezzo rimanga stabile. Un investitore che investe in buoni del tesoro a breve termine ottiene un risultato assolutamente certo e conosce quindi il rendimento nominale preciso che il suo investimento a 3 o 6 mesi genererà. L’unico dubbio che permane riguarda il tasso di inflazione e quindi il tasso di rendimento reale. I Titoli di Stato a lungo termine permettono agli investitori di acquistare attività il cui prezzo varia al variare dei tassi di interesse, in particolare il prezzo dei titoli scende quando salgono i tassi di interesse e sale al diminuire degli stessi (Brealey, 2020). Il mercato obbligazionario è un mercato stabile e più sicuro di quello azionario, esso permette a Stati e imprese di finanziarsi emettendo dei titoli speciali chiamati obbligazioni. Questa obbligazione è una forma di prestito dotata di un tasso di interesse e di una data di scadenza alla quale lo stato o l’impresa devono rimborsare il proprio debito. Le azioni sono in assoluto l’investimento più rischioso, in quanto l’investitore partecipa a tutti gli effetti al capitale di un’impresa e quindi si assume anche i rischi associati all’attività d’impresa, ovvero quelli di non guadagnare somme certe o perdere l’intero capitale investito.<sup>5</sup>

La figura 1.3 mostra la performance cumulativa in termini reali di azioni, obbligazioni e Buoni del tesoro statunitensi nel periodo di 101 anni dal 1900 al 2000<sup>6</sup>. Esso mostra la ricchezza che si sarebbe accumulata alla fine di ogni anno dal 1900 al 2000 da un investimento iniziale in ogni titolo di \$ 1 alla fine del 1899. Si presume inoltre che dividendi e interessi siano stati reinvestiti e non vengano prese in considerazione tasse né costi di transazione. Un investimento iniziale in azioni di \$ 1, col reinvestimento dei dividendi, ha aumentato il suo

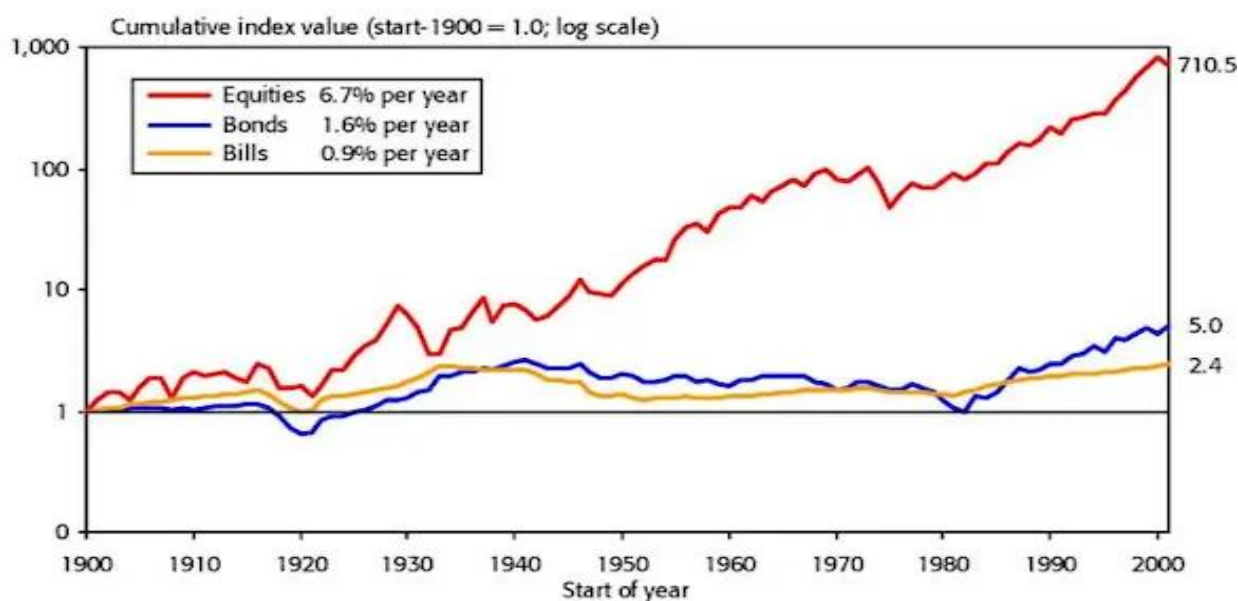
---

<sup>5</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., “Principi di Finanza Aziendale”, 2020, VIII Edizioni, McGraw Hill.

<sup>6</sup> Fonte: Dimson E., Marsh P., Staunton M., «Triumph of the Optimism: 101 Years of Investment Returns», Princeton University Press, Princeton, NJ, 2002

valore di 711 volte in termini di potere di acquisto. I risultati equivalenti di obbligazioni e Buoni del Tesoro indicano una crescita in termini reali rispettivamente di 5,0 e 2,4 volte l'investimento iniziale. Analizzando questi dati possiamo inoltre evidenziare il rendimento medio annuo in termini reali del 6,7% per le azioni, dell'1,6% per le obbligazioni e dello 0,9% per i Bills.

Figura 1.3 - Rendimenti azionari, obbligazionari e di titoli di stato in termini reali, ipotizzando l'investimento di 1 \$ all'inizio del 1900 nel mercato USA. (Dimson, 2002)



Se consideriamo anche i due decenni successivi, l'investimento di un dollaro in azioni nel 1900 avrebbe raggiunto un valore reale di 851 dollari nel 2010 e di 1654 dollari alla fine del 2017, con un valore quasi raddoppiato nell'arco di 7 anni. Anche il valore dell'investimento in titoli del debito pubblico a lungo termine è continuato a crescere fino ad attestarsi sui 7,5 dollari alla fine del 2010 e raggiungendo quota 10,2 dollari alla fine del 2017. Come pronosticabile, il valore dell'investimento in Buoni del Tesoro è invece quello cresciuto meno in quanto più sicuro degli altri, raggiungendo il valore di 2,9 dollari nel 2010 e successivamente perdendo valore nei 7 anni successivi fino ad attestarsi sui 2,6 dollari nel 2017.

Come possiamo vedere le azioni statunitensi hanno sempre "dominato" obbligazioni e Buoni del Tesoro in termini di rendimento, anche se è possibile notare delle battute d'arresto anche importanti, in particolare durante la prima guerra mondiale, durante lo shock petrolifero OPEC degli anni '70 e dopo il crollo di Wall Street del 1929 in cui il Dow Jones Industrial Index aveva perso l'89% del proprio valore, portando alla rovina moltissimi investitori che avevano acceso dei prestiti per poter acquistare sul mercato azionario.

Finora abbiamo confrontato i rendimenti tra classi di attività senza tenere conto del rischio, termine con cui si intende la probabilità di ottenere un rendimento più basso su un'attività o strumento finanziario o in generale

su un investimento rispetto a quello atteso, e un classico esempio di attività rischiosa è l'investimento in titoli azionari: non si può sapere in anticipo se il prezzo aumenterà o diminuirà, né se la società che lo ha emesso pagherà periodicamente i dividendi. Se indichiamo il rendimento atteso di un titolo con  $r_m$ , possiamo introdurre il concetto di varianza come misura della variabilità e quindi misura sintetica di rischio. Essa è il valore atteso del quadrato dello scarto dal rendimento atteso (rendimento medio).

$$\sigma^2 = \frac{1}{n-1} \sum (r_i - r_m)^2$$

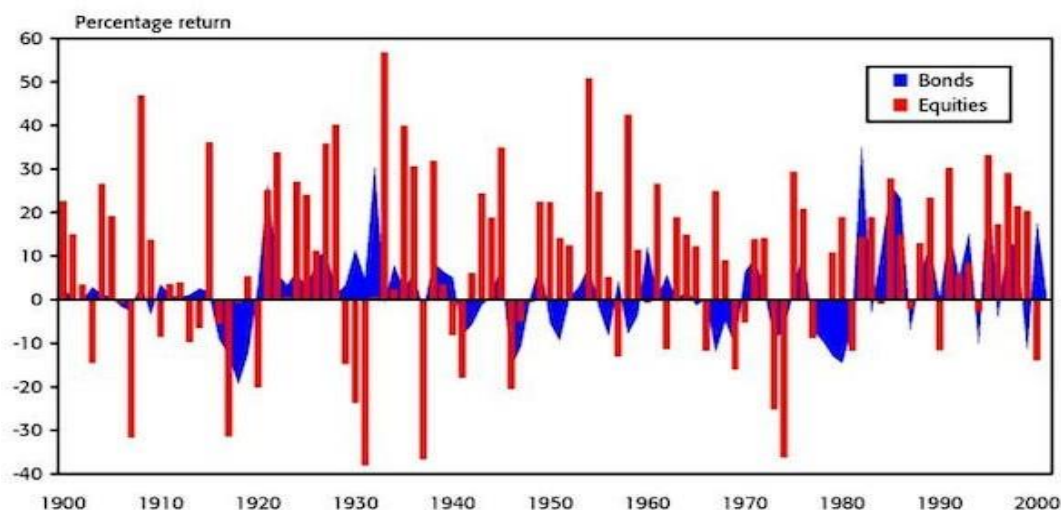
$r_i$  = rendimento effettivo     $r_m$  = rendimento atteso

Il rischio associato ad un titolo, dunque, sarà tanto maggiore quanto maggiori saranno gli scostamenti dei rendimenti effettivi dal corrispettivo valore atteso. In alternativa molto spesso si usa lo scarto quadratico medio che indichiamo con  $\sigma$  ed è semplicemente la radice quadrata della varianza. Più variabile è il rendimento di un asset, più rischioso è l'asset.

Fatte queste considerazioni possiamo analizzare la figura 1.4, la quale fornisce una rappresentazione visiva del rischio e della volatilità visualizzando i rendimenti reali annuali delle azioni statunitensi (tracciate come barre) e delle obbligazioni (tracciate come aree) dal 1900 al 2000. La performance annuale delle azioni è stata chiaramente più volatile, e quindi più rischiosa, di quella di obbligazioni. I rendimenti azionari avevano una volatilità (deviazione standard) di poco superiore al 20 per cento, molto superiore rispetto ai rendimenti obbligazionari che hanno registrato una volatilità del 10 per cento. Risulta evidente che l'elevata remunerazione dell'investimento in azioni è controbilanciato da una forte variabilità dello stesso. La natura stessa dell'investimento azionario giustifica gli elevati rendimenti potenziali ad esso associati: fornire capitale a titolo di rischio espone in maniera considerevole al rischio di perdere completamente il capitale investito; d'altro canto, fornire capitale a titolo di debito, attraverso un investimento obbligazionario, posiziona il prestatore di fondi in una situazione economica, e anche giuridica, meno rischiosa e più tutelata.

Tale scostamento medio del rendimento azionario è ancora più evidente se confrontato con i rendimenti da investimento in titoli di stato a breve termine, a basso rischio di default, detti anche risk-free.

Figura 1.4 - Rendimenti annuali su mercato azionario e obbligazionario USA 1900-2000<sup>7</sup>



Infine facciamo un confronto con 15 paesi con mercati azionari e obbligazionari sviluppati per valutare se le evidenze scaturite dall'analisi del mercato statunitense trovano conferma anche nelle altre economie avanzate. La tabella 1.1 mostra i rendimenti reali di azioni, obbligazioni e buoni del tesoro di diversi paesi nel periodo 1900-2000 e indica come l'esperienza statunitense sulle maggiori performance delle azioni rispetto alle altre categorie di titoli venga confermata in ogni economia presa in considerazione. Tabella 1.1 – Rendimenti di azioni, obbligazioni e buoni del tesoro di 16 paesi nel periodo 1900-2000

Country	Equities	Bonds	Bills
Australia	7.5	1.1	0.4
Belgium	2.5	-0.4	-0.3
Canada	6.4	1.8	1.7
Denmark	4.6	2.5	2.8
France	3.8	-1.0	-3.3
Germany*	3.6	-2.2	-0.6
Ireland	4.8	1.5	1.3
Italy	2.7	-2.2	-4.1
Japan	4.5	-1.6	-2.0
The Netherlands	5.8	1.1	0.7
South Africa	6.8	1.4	0.8
Spain	3.6	1.2	0.4
Sweden	7.6	2.4	2.0
Switzerland†	5.0	2.8	1.1
United Kingdom	5.8	1.3	1.0
United States	6.7	1.6	0.9

\* Bond and bill figures for Germany exclude the years 1922-23; † Swiss equities from 1911.

Fonte: Dimson E., Marsh P., Staunton M., op.cit.

Inoltre è utile evidenziare che nei mercati obbligazionari, i cinque paesi con i risultati peggiori, tra cui Italia, Germania e Francia, sono stati quelli con i rendimenti azionari più bassi. Questi sono i paesi che sono stati

<sup>7</sup> Fonte: Dimson E., Marsh P., Staunton M., op.cit.

duramente colpiti dall'iperinflazione, ciò rappresenta una prova empirica del fatto che l'inflazione sembra avere un effetto negativo su tutti i mercati dei titoli, sia azionari che obbligazionari.

## 1.2 DIVIDENDI

Il dividendo è la porzione di utile che viene distribuito da una società ai suoi azionisti. Un investitore acquista azioni per due motivi principali, per ottenere dividendi regolarmente e per ricevere un valore di realizzo, detto capital gain, in caso di vendita delle proprie partecipazioni azionarie. La decisione di distribuire l'utile attraverso il pagamento di un dividendo viene ratificata dall'assemblea ordinaria che approva il bilancio (art. 2433 c.c.). Questa decisione dipende da uno studio preliminare in cui vengono analizzate le opportunità di investimento di un'impresa. Infatti dopo aver generato un utile d'esercizio, l'impresa e in particolare il management può decidere circa l'utilizzo di queste "risorse in eccesso". A questo punto è opportuno definire il concetto di VAN, ovvero il Valore Attuale Netto di un investimento. Esso è uguale alla differenza tra il valore attuale dei flussi di cassa generati da un progetto e l'investimento iniziale. Esso rappresenta quindi la creazione netta di valore di un investimento ed è il principale indicatore che viene preso in considerazione nella valutazione dei progetti, infatti se un'impresa ha opportunità di investimento con VAN positivo, le risorse generate dall'attività aziendale verranno utilizzate per intraprendere queste operazioni per evitare di reperire capitale in modi più dispendiosi, come per esempio l'indebitamento o l'emissione di nuove azioni. In genere le aziende nelle loro prime fasi di vita hanno un elevato numero di progetti redditizi in cui investire e per questo la distribuzione di dividendi è più rara rispetto alle imprese più mature che hanno minori opportunità d'investimento. Dopo questa analisi si evince che non tutti gli utili vengono distribuiti agli azionisti sotto forma di dividendi, ma solo una parte che viene decisa dagli amministratori in seguito ad attente valutazioni aziendali ed economiche, infatti dopo la definizione del bilancio sono i manager stessi che decidono l'erogazione definendo tempi, modi e quantità, in base alle necessità d'investimento della società.

Il dividendo può essere di due tipi, il *dividendo ordinario* è una somma che gli azionisti si aspettano di continuare a ricevere anche in futuro, quindi presenta il carattere della "regolarità" e può essere una determinante fondamentale nella scelta degli investitori i quali decidono di acquistare azioni di una particolare società piuttosto che di un'altra. Esso non deve essere pagato necessariamente in un'unica soluzione. Ha diritto a ricevere il dividendo l'azionista che risulta intestatario dei titoli il giorno prima della data di stacco del dividendo presso Monte Titoli (Brealey, 2020), ovvero il Deposito Centrale Titoli italiano con funzione di custodia e di gestione accentrata dell'intestazione dei titoli azionari e delle altre attività finanziarie. I *dividendi straordinari* invece differiscono da quelli ordinari in quanto non hanno alcuna regolarità e quindi possono non essere ripetuti. Essi spesso vengono distribuiti nelle operazioni di finanza straordinaria, come fusioni e ristrutturazioni aziendali, e vengono utilizzati per attuare cambiamenti nelle strutture proprietarie. Una delle principali motivazioni della distribuzione di questa tipologia di dividendi può essere quella di compensare gli

azionisti a fronte di entrate straordinarie, ed è ciò che avvenne nel Maggio 2019 quando FCA decise di vendere Magnati Marelli per 5,58 miliardi di euro alla società giapponese Kalsonic Kansei, e in seguito a questa operazione decise di pagare un dividendo straordinario ai suoi azionisti di 1,3 euro per azione, esattamente il doppio del dividendo ordinario annunciato dalla società, con un esborso complessivo di 2 miliardi di euro.

L'articolo 2433 del codice civile pone delle limitazioni relative alla distribuzione dei dividendi, viene infatti specificato che possono essere distribuiti solo gli utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio regolarmente approvato. Inoltre se negli esercizi precedenti si sia verificata una perdita che abbia portato a una riduzione del capitale sociale, non è possibile distribuire gli utili realizzati nell'ultimo esercizio fino a quando il capitale sociale non sia stato reintegrato o ridotto in misura corrispondente alla perdita. L'articolo 2433-bis del codice civile prevede la possibilità di distribuire acconti sui dividendi che devono ancora maturare, ma ciò deve essere previsto dallo statuto e la distribuzione deve essere deliberata dagli amministratori dopo l'approvazione del bilancio dell'esercizio precedente, a condizione che non si siano registrate perdite d'esercizio né che siano presenti perdite in sospeso. Sono infine previsti anche vincoli quantitativi riguardanti l'ammontare degli acconti, non è infatti possibile superare il minore fra i seguenti importi:

- Ammontare degli utili conseguiti alla chiusura dell'esercizio precedente dedotte le quote da destinare a riserva legale e statutaria;
- Ammontare delle riserve disponibili esistenti.<sup>8</sup>

Per facilitare l'analisi introduciamo due indicatori, il tasso di dividendo (*dividend yield*) ovvero il dividendo espresso in percentuale del prezzo dell'azione, e il rapporto di distribuzione degli utili (*payout ratio*) che consiste nella percentuale di utili che vengono distribuiti agli azionisti sotto forma di dividendi. Si presuppone quindi che la parte che non viene distribuita sia quella reinvestita all'interno dell'azienda in progetti d'investimento redditizi, ovvero in tutti quei progetti con un Valore Attuale Netto maggiore di zero.

$$\text{dividend yield} = \frac{\text{dividendo per azione}}{\text{prezzo di mercato dell'azione}}$$

$$\text{payout} = \frac{\text{dividendi distribuiti}}{\text{utili conseguiti}}$$

Per quanto riguarda le modalità di pagamento dei dividendi, la maggior parte di essi viene erogata in contante, ma ci sono anche imprese che distribuiscono dividendi in azioni, i cosiddetti *stock dividend*. In Italia questa modalità di pagamento viene chiamata "aumento gratuito di capitale" ed è un'operazione molto frequente.

---

<sup>8</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", 2020, VIII Edizioni, McGraw Hill.

Essa consiste nell'attribuzione di nuove azioni a ciascun azionista, secondo una proporzione che viene decisa dal Consiglio d'Amministrazione. Tale operazione non rende più ricchi gli investitori e porta a un decremento del valore dell'azione stessa a causa del maggior numero di titoli azionari in circolazione, ma nonostante questo in seguito all'erogazione da parte delle imprese di questo tipo di dividendi il prezzo di mercato delle azioni cresce, questo avviene poiché diminuendo il prezzo dell'azione e restando invariato il dividendo unitario il tasso di dividendo inevitabilmente aumenta. Questo fenomeno è tipico anche di operazioni come il frazionamento di azioni (stock split) e gli aumenti di capitale tramite azioni offerte in opzione ai vecchi azionisti. Con ognuna di queste operazioni, seppur in modo diverso, il numero delle azioni aumenta e il valore di ognuna di esse diminuisce. In particolare, in un aumento di capitale offerto in opzione, il prezzo di emissione viene fissato a un livello inferiore al prezzo di mercato, e ciò origina una diluizione delle quotazioni azionarie uguale a quella dovuta a un aumento di capitale gratuito (stock dividend). Così facendo, come già anticipato, se il dividendo unitario viene mantenuto costante il tasso di dividendo aumenta. Questa operazione prende il nome di Quasi-Split Effect (QSE), e viene misurata nel seguente modo:

$$QSE = \frac{P_{cum}}{P_{to}} - 1^9$$

Si deve sottolineare inoltre che affinché si realizzi un incremento del tasso di dividendo, non è necessario che il dividendo unitario rimanga costante, basta infatti che esso diminuisca in maniera meno proporzionale rispetto al prezzo azionario. Attraverso gli aumenti di capitale la società molto spesso persegue delle politiche dei dividendi vere e proprie, molte imprese preferiscono infatti non aumentare direttamente il dividendo unitario ma ricorrere ad aumenti gratuiti di capitale per ottenere il medesimo risultato.<sup>10</sup>

In Italia i dividendi vengono in genere pagati con cadenza annuale (o semestrale), mentre negli Stati Uniti di solito vengono pagati trimestralmente, ma vi sono anche imprese che li pagano mensilmente, semestralmente o annualmente.

Nella figura 1.5 possiamo osservare la politica di dividendi di alcune delle più importanti società statunitensi come McDonald's, PepsiCo, Coca Cola, Johnson & Johnson nel decennio 2006-2016. Osserviamo che vi è una grande differenza nel tasso di dividendo di ogni azienda in quanto esso dipende da molteplici fattori, tra i quali evidenziamo la "fase di vita" in cui si trova un'azienda, gli utili conseguiti durante l'esercizio, le opportunità di investimento, le decisioni strategiche del management e la possibilità di remunerare diversamente gli azionisti (tramite l'acquisto di azioni proprie).

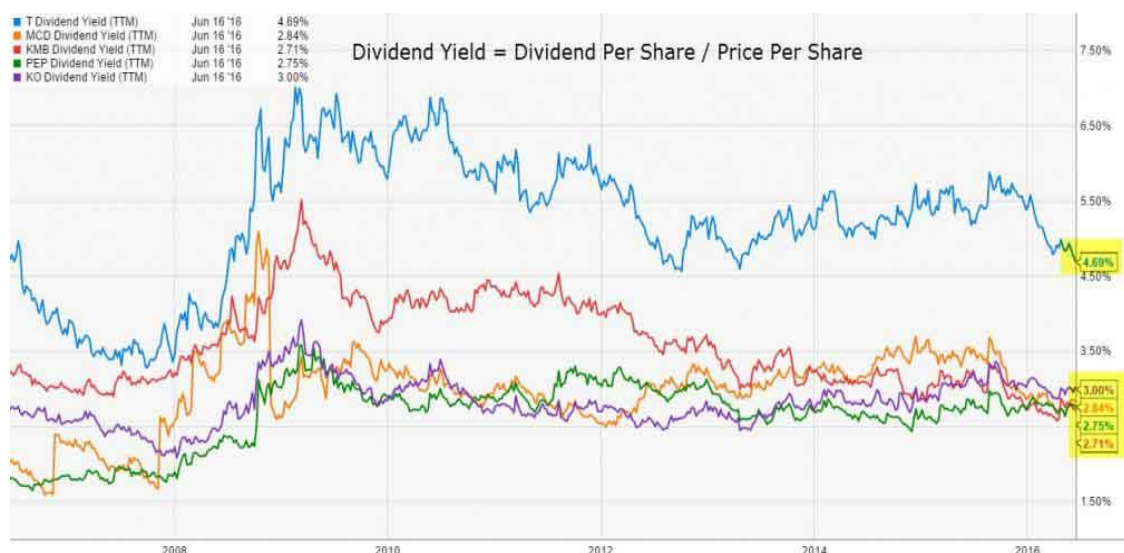
---

<sup>9</sup>  $P_{cum}$  = Prezzo con diritto di opzione, ovvero l'ultimo prezzo in cui il titolo quota ancora "cum diritto", ovvero con diritto di opzione incorporato;

$P_{to}$  = Prezzo teorico optato, ovvero il valore teorico delle azioni dopo l'inizio dell'operazione;

<sup>10</sup> Principi di finanza aziendale, VIII edizione- Brealey, Myers, Allen, Sandri.

Figura 1.5 – Tasso di dividendo di 5 imprese statunitensi nel decennio 2006-2016



Fonte: ycharts.com

Come possiamo notare l'impresa con il maggior dividend yield (tasso di dividendo) è stata AT&T, la quale nel giugno 2016 distribuiva ai suoi azionisti un dividendo pari al 4,69% del prezzo dell'azione, fino ad attestarsi su un tasso di dividendo del 7,01 % nel mese di Agosto 2020, con un esborso di 2,08 \$ per azione. Così facendo la società paga il 58,26% dei suoi utili come dividendo (payout ratio).

Di seguito è riportato l'indice che rappresenta l'andamento storico della distribuzione dei dividendi in Italia, il Dow Jones Italy Select Dividend 20 Index, il quale mira a rappresentare le principali azioni italiane in base al rendimento dei dividendi.

Figura 1.6 – Dow Jones Italy Select Dividend 20 Index



Fonte: Standard & Poors



Come si evince facilmente, nel periodo della crisi finanziaria e della successiva crisi dei debiti sovrani (che colpì l'Italia in prima linea) questo indice ha subito un crollo, per poi invertire la tendenza a partire dal 2013. Da qui in poi la distribuzione dei dividendi ha visto una crescita quasi continua fino a quando recentemente non ha subito un crollo verticale nel primo trimestre del 2020 a causa dell'emergenza sanitaria Covid-19 che ha abbattuto gli utili aziendali e con essi anche i dividendi distribuiti dalle società.

La distribuzione dei dividendi segue un preciso “percorso” ed è necessario tenere a mente diverse date per capire il funzionamento dell'intero processo. Come abbiamo già detto la decisione di erogare un dividendo viene presa dal Consiglio di Amministrazione, il quale nella “Data di dichiarazione” annuncia che tutti gli azionisti registrati fino a una certa data, chiamata Data di registrazione, avranno diritto a una determinata somma (dividendo) per ogni azione posseduta. Generalmente le azioni vengono scambiate “cum dividend” (o with dividend), ovvero a un prezzo che ingloba anche il diritto a percepire un dividendo nell'eventualità in cui la società decida di erogarlo. Tuttavia vi è un lasso di tempo in cui le transazioni di azioni avvengono senza dividendo (ex dividend); Il giorno in cui le azioni iniziano a essere scambiate senza dividendo prende il nome di “Data di stacco della cedola” e corrisponde al giorno lavorativo che precede la data di registrazione. Gli acquisti effettuati in quella data non vengono quindi iscritti nei registri della società e non si ha alcun diritto a percepire il dividendo. Alcune settimane dopo gli azionisti ricevono un versamento sui loro conti bancari con la cifra dovuta.

Tabella 1.2 – Date relative al pagamento di un dividendo ordinario da parte di Ferrari

Data di dichiarazione	Data di stacco della cedola	Data di registrazione	Data di pagamento
Il CdA di Ferrari delibera un dividendo di 1,13 euro per azione ordinaria.	Le azioni Ferrari vengono negoziate senza dividendo (ex dividend)	Gli azionisti registrati entro questa data acquistano il diritto a ricevere il pagamento.	Un importo pari a 1,13 euro per azione viene distribuito agli azionisti ordinari.
16 Aprile 2020	20 Aprile 2020	21 Aprile 2020	5 Maggio 2020

Fonte: Il sole 24 ore. Elaborazione personale.

Nella tabella 1.2 è possibile osservare la sequenza degli eventi dell'ultimo pagamento di un dividendo da parte di Ferrari nel 2020. La data di stacco della cedola è stata fissata il 20 Aprile 2020, e il giorno seguente è avvenuta la legittimazione a percepire il dividendo (data di registrazione) per tutti i possessori di azioni ordinarie negoziate sia presso l'MTA italiano che presso il NYSE negli Stati Uniti. L'operazione ha avuto un esborso complessivo di circa 210 milioni di euro, pari a circa l'8% di incremento rispetto alla distribuzione dell'anno precedente.

Nella maggior parte dei paesi un'impresa ha completa autonomia nella scelta del pagamento di un dividendo ai suoi azionisti, esistono infatti numerose imprese in ottima salute che non hanno mai distribuito dividendi nella loro storia senza nessun motivo apparente, oppure imprese che erano solite distribuirli che smettono di farlo a causa di minori utili conseguiti, particolari strategie aziendali o recessioni economiche. Questa libertà viene però limitata in alcuni paesi, come Cile e Brasile, in cui le società devono distribuire per legge una proporzione minima dei loro utili ( $\text{payout} > 0$ ). Inoltre vi sono spesso restrizioni anche sull'ammontare massimo distribuibile, esse rispondono però a un'altra esigenza, ovvero quella di tutela dei creditori dell'impresa contro possibili distribuzioni troppo generose agli azionisti, le quali potrebbero non lasciare denaro liquido in cassa per il pagamento dei debiti commerciali e finanziari. Inoltre le imprese, per pagare i dividendi, non possono intaccare il capitale sociale, definito come la somma corrispondente al valore nominale delle azioni sul mercato, e devono accantonare a "riserva legale" una parte dell'utile che quindi risulta non distribuibile. In alcuni casi le imprese offrono ai loro azionisti l'opportunità di reinvestire automaticamente i dividendi ricevuti in azioni. Queste azioni vengono vendute con uno sconto rispetto al valore di mercato.<sup>11</sup>

### **1.3 RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE**

L'acquisto di azioni proprie o Buyback si ha quando un'azienda impiega la sua liquidità per acquistare sul mercato il proprio titolo, con il risultato che, dopo l'operazione, il valore della società viene ripartito su un quantitativo minore di titoli e quindi il valore per singola azione cresce. Il buyback è un'operazione con cui si distribuisce valore agli azionisti e tramite il quale è possibile perseguire finalità economiche di diversa natura. Consiste in una pratica che può essere alternativa o complementare alla distribuzione dei dividendi, con l'obiettivo di massimizzare il valore per l'azionista, ridurre la dimensione del capitale e migliorare gli indici finanziari dell'impresa. (Mazzei, 2013)

I riacquisti di azioni proprie sono un fenomeno che ha avuto grande successo nel passato recente; essi sono aumentati moltissimo negli ultimi trent'anni, a tal punto che oggi negli Stati Uniti competono con i dividendi in termini di importanza. In passato queste operazioni venivano viste in maniera negativa e venivano considerate non-etiche, proprio per queste motivazioni in alcuni stati è stata limitata l'opportunità di intraprendere questo tipo di operazioni e in altri è stata addirittura vietata. Proprio a causa di queste dure restrizioni, le imprese in buona salute investivano le grandi quantità di denaro di cui disponevano a tassi di rendimento molto bassi e in progetti non redditizi piuttosto che restituirlo agli azionisti. L'esempio più eclatante è riscontrabile nell'esperienza statunitense, infatti fino al 1982 le operazioni di buyback venivano considerate come una forma di manipolazione del prezzo di mercato e per questo le imprese che le attuavano andavano incontro a numerose cause legali. La situazione cambiò nel Novembre del 1982 quando la SEC

---

<sup>11</sup> Principi di finanza aziendale, VIII edizione- Brealey, Myers, Allen, Sandri.

approvò la Rule 10b-18 la quale attribuì finalmente una forma di protezione nei processi di buyback contro la possibilità di venire citati in giudizio per manipolazione del prezzo azionario, a condizione che venissero rispettate 4 condizioni con riferimento alle transazioni:

1. essere effettuate solo attraverso un *broker*;
2. non essere eseguite all'apertura o durante l'ultima mezz'ora di scambi;
3. non avere un prezzo maggiore del più alto tra il prezzo denaro corrente più alto e l'ultimo prezzo di vendita indipendente;
4. il volume totale non doveva eccedere il 25% del volume di scambi giornalieri calcolato sulle 4 settimane antecedenti.

Con queste 4 semplici regole di fatto il fenomeno del riacquisto di azioni proprie da parte delle aziende negli Stati Uniti venne percepito come un'opportunità per poter perseguire diverse finalità, e non più come un'azione illegale e poco etica. La maggior parte degli stati attuò interventi di deregolamentazione da lì in avanti, come fece la Germania nel 1998, altri invece resero "legale" il fenomeno che fino a quel momento non veniva consentito, è ciò che avvenne in Giappone nel 1995 e in Svezia nel 2000. Da qui in avanti, sia in USA che nel resto del mondo il buyback ha assunto un'importanza sempre maggiore fino a concorrere con la distribuzione dei dividendi in termini di dimensioni del fenomeno.

A livello normativo, l'articolo 2357 del Codice Civile tratta l'argomento nello specifico e ne regola tutti i possibili aspetti. In esso il legislatore afferma che la società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata per la quale l'autorizzazione è accordata, non superiore ai diciotto mesi, il corrispettivo minimo e il corrispettivo massimo. Il valore nominale delle azioni acquistate dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale<sup>12</sup>, ovvero il 20% dello stesso (limite introdotto dalla Legge n. 33 del 9 Aprile 2009, introdotta per fronteggiare la crisi finanziaria del 2008-2009), a meno che le azioni non vengano acquistate per essere annullate. Finché le azioni restano di proprietà della società, il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni che ha emesse; il diritto al voto è sospeso, ma le azioni proprie vengono comunque computate nel capitale ai fini dei quorum richiesti per le costituzioni e le deliberazioni dell'assemblea (Brealey, 2020).

Le finalità per le quali le aziende optano per questo tipo di operazioni possono essere molteplici:

- 1) In primis come *politica di remunerazione degli azionisti*. Ci può essere la volontà di *distribuire parte degli utili* agli azionisti con modalità differenti rispetto all'erogazione di un dividendo, infatti in

---

<sup>12</sup> Art. 2357 c.c.

quest'ultimo caso gli investitori si aspettano che il dividendo venga mantenuto anche in futuro o che venga addirittura aumentato nel corso del tempo, il riacquisto invece non da questa tipologia di informazioni in quanto è per definizione saltuario e non presenta il carattere della regolarità. Vi sono numerose altre ragioni, tra cui quelle di tipo fiscale, per cui i buyback possono essere preferiti alla distribuzione dei dividendi come forma di remunerazione degli azionisti; queste verranno analizzate e approfondite nel prossimo capitolo.

- 2) Un'altra motivazione che spinge gli amministratori di un'impresa a compiere un riacquisto di azioni proprie si può cercare nelle *informazioni* stesse che questa particolare operazione dà ad azionisti e potenziali investitori. Con i riacquisti si mandano segnali di ottimismo circa le prospettive future dell'azienda, infatti molto spesso il management considera il valore delle azioni sottovalutato. Ciò può avvenire per varie cause, principalmente perché ci possono essere determinate aspettative su utili e cash flow futuri che non sono invece condivise dal mercato e dalla platea degli investitori, o anche perché la valutazione stessa della performance aziendale espressa dal mercato è sottostimata. Si tratta in entrambi i casi di un problema di tipo economico che è presente in tutte le attività che vengono negoziate sul libero mercato, cioè la possibilità che il valore reale (fair value) di un determinato prodotto non coincida con il prezzo che si forma liberamente sul mercato. I manager molto spesso trasmettono le loro informazioni e le loro sensazioni attraverso i buyback, i quali hanno come effetto quello di aumentare il prezzo delle azioni subito dopo che l'operazione viene conclusa, riportandole a un livello di prezzo più in linea con le valutazioni degli amministratori.
- 3) Un altro motivo che spinge verso operazioni di buyback è quello relativo *all'eccessivo accumulo di liquidità* che in mano agli amministratori potrebbe essere utilizzato in modo errato. Gli azionisti si preoccupano dei possibili comportamenti opportunistici dei manager (agency problem), o del fatto che essi possano usare la liquidità in eccesso di cui dispone l'impresa in maniera poco prudente. In presenza di Free Cash Flow<sup>13</sup>, gli investitori si preoccupano principalmente del possibile sovrainvestimento, ovvero della possibilità che vengano intrapresi progetti d'investimento con un VAN negativo. Un altro problema potrebbe riguardare i compensi dei manager che potrebbero crescere vertiginosamente a discapito degli azionisti. Proprio per questo molto spesso avviene la distribuzione di contante, anche in maniera mista con operazioni di riacquisto di azioni proprie ed erogazione di dividendi.
- 4) Il buyback può anche essere uno strumento utilizzato per modificare la struttura finanziaria di un'impresa, portando a un mutamento del grado di *leverage* della società verso un livello-obiettivo, in modo tale da massimizzare il valore di mercato. Se infatti consideriamo il rapporto d'indebitamento  $\frac{\text{debiti}}{\text{equity}}$ , esso inevitabilmente aumenterà se gli acquisti vengono finanziati tramite maggior ricorso al debito. Questa operazione è anche considerata un passaggio di ricchezza dalle mani dei creditori a

---

<sup>13</sup> Flusso di cassa disponibile, ovvero contante che l'impresa può distribuire agli investitori dopo aver realizzato tutti gli investimenti necessari alla propria crescita.

quelle degli azionisti della società, il contante ottenuto è però controbilanciato da una diminuzione del valore del diritto di proprietà dei vecchi azionisti. Inoltre vi è anche la possibilità che le azioni riacquistate vengano annullate, così facendo il denominatore diminuirebbe e il rapporto d'indebitamento crescerebbe ulteriormente.

- 5) Vi sono inoltre un insieme di altre possibili motivazioni che spingono un'impresa a attuare operazioni di riacquisto di azioni proprie. Tra queste menzioniamo la volontà del management di ridurre il capitale sociale e di modificare la composizione dell'attivo, tramite l'annullamento delle azioni riacquistate. Può inoltre essere utilizzato come strumento di difesa da eventuali scalate ostili da parte di un raider, infatti quest'operazione consente un consolidamento del controllo e la sottrazione di azioni dal mercato. Infine quest'operazione potrebbe essere necessaria per possibili accordi strategici (acquisizioni o joint venture) per la realizzazione di programmi di stock options per la remunerazione del management (Mazzei, 2013).

Le azioni proprie che vengono acquistate possono essere conservate nella tesoreria della società, esse rappresentano delle attività liquide che possono così essere vendute in caso di necessità di liquidità. In alternativa, come già anticipato, esse possono essere annullate tramite richiesta formale di annullamento che deve essere approvata dall'assemblea degli azionisti e omologata dal tribunale (Brealey, 2020), questo avviene poiché è necessario verificare che il capitale aziendale utilizzato per il riacquisto sia in esubero e che quindi non si stia arrecando alcun danno a tutti coloro che portano interessi nei confronti dell'azienda, gli stakeholders.

Esistono 5 modalità attraverso cui le imprese generalmente decidono di riacquistare azioni proprie<sup>14</sup>:

- a) *Open market repurchase*, consiste nel riacquisto delle azioni sul mercato aperto. Questa modalità è la più comune, la società annuncia di voler avviare un programma di buyback direttamente sul mercato come un qualsiasi investitore. L'assemblea decide i parametri (ad esempio la fascia di prezzo) che caratterizzeranno l'operazione, ma è importante precisare che in questa tipologia di buyback non vi è alcun obbligo ad acquistare per la società, la quale potrà quindi decidere di non completare il programma, di riprenderlo in futuro o di non attuarlo affatto. Proprio per questo motivo il riacquisto sul mercato aperto è considerato l'alternativa più flessibile ed è la più utilizzata nel contesto internazionale, possiamo infatti osservare nella tabella 1.3 che questa modalità ha dominato le altre forme di buyback nel mercato americano dal 1980 al 2005.
- b) *Dutch Auction tender offer (asta olandese)*, in cui l'impresa dichiara un intervallo di prezzi ai quali è disposta a riacquistare i titoli. Gli azionisti devono così indicare la quantità di azioni che sono disposti a vendere a ciascun prezzo della fascia, a questo punto la società sceglie il prezzo più basso che consente di acquistare il numero di azioni desiderato. Un aspetto positivo di questa tipologia di

---

<sup>14</sup> Azioni proprie e distribuzione del valore, Roberto Mazzei, 2013.

riacquisto consiste nel fatto che gli azionisti siano portati a rivelare la loro disponibilità a vendere, ovvero fanno sapere all'impresa il prezzo a cui sono disposti a cedere le azioni, riducendo così il rischio di mispricing.

- c) *Fixed-price tender offer (Offerta diretta a prezzo fisso)*, consistente in un'offerta pubblica di acquisto (OPA) in cui vengono definiti la quantità massima di azioni da acquistare, il periodo di tempo entro cui realizzare il programma e soprattutto il prezzo a cui la società decide di acquistare le azioni. Questo elemento è molto importante in quanto l'impresa non conosce, come invece avviene nell'asta olandese, il *reservation price* degli azionisti, ovvero il prezzo minimo a cui sono disposti a vendere, e questo implica una maggiore probabilità di mispricing. Per incentivare gli azionisti ad aderire al programma di solito viene scelto un prezzo che sia più alto del prezzo medio di mercato.
- d) *Target repurchase*, consiste nella negoziazione diretta con uno dei maggiori azionisti dell'impresa (o con più azionisti principali). Di solito questa tipologia di acquisto viene attuata congiuntamente a un'altra tipologia di programma, in genere con l'open market repurchase.
- e) Vi sono inoltre altre due modalità che vengono attuate quasi esclusivamente negli Stati Uniti, esse sono *l'acquisto di azioni proprie mediante l'utilizzo di strumenti derivati*, in cui la società acquista opzioni call e/o vende opzioni put sulle proprie azioni, e i *programmi di riacquisto accelerato*, attraverso cui una società può acquistare azioni proprie immediatamente al prezzo medio di mercato (Mazzei, 2013).

Tabella 1.3 – Forme di buyback nel mercato statunitense dal 1980 al 1995<sup>15</sup>

Anno	Open Market	Privately Negotiated Purchases	Fixed Price Tender Offers	Dutch Tender Offers
1980	100%	0%	0%	0%
1981	69%	0%	31%	0%
1982	73%	0%	27%	0%
1983	63%	0%	37%	0%
1984	59%	0%	41%	0%
1985	45%	11%	40%	3%
1986	62%	14%	17%	7%
1987	82%	7%	8%	3%
1988	68%	6%	9%	17%
1989	84%	6%	3%	7%
1990	78%	9%	8%	5%
1991	76%	17%	4%	4%
1992	87%	4%	3%	5%
1993	90%	4%	2%	3%
1994	92%	2%	5%	1%
1995	83%	16%	1%	1%
1996	91%	6%	2%	2%
1997	88%	7%	2%	3%
1998	95%	2%	2%	1%
1999	94%	2%	1%	3%
2000	88%	1%	9%	2%
2001	95%	3%	1%	0%
2002	93%	5%	1%	1%
2003	94%	3%	2%	2%
2004	95%	2%	1%	2%
2005 E	93%	3%	1%	3%
<b>MEDIA</b>	<b>82%</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>	<b>3%</b>

Fonte: Azioni proprie e distribuzione del valore, Roberto Mazzei, 2013.

<sup>15</sup> Azioni proprie e distribuzione del valore, Roberto Mazzei, 2013.

Nella tabella 1.3 sono riportate le principali forme di buyback che hanno caratterizzato il mercato statunitense dal 1980 al 1995. I riacquisti di azioni su mercato aperto hanno dominato la scena, venendo preferiti alle altre forme di buyback nell'82% dei casi (valore medio). La seconda modalità che le imprese hanno adottato è l'offerta diretta a prezzo fisso, utilizzata nel 10% delle operazioni avvenute nei 15 anni presi in esame. Seguono la negoziazione diretta (5%) e l'asta olandese, utilizzata dalle imprese statunitensi nel 3% delle operazioni di riacquisto di azioni proprie.

## CAPITOLO 2

### 2.1 DIVIDENDI E RIACQUISTI DI AZIONI PROPRIE A CONFRONTO

La politica dei dividendi ricomprende l'insieme delle decisioni finanziarie assunte in relazione alla remunerazione del capitale azionario: la distribuzione dell'utile sotto forma di dividendo, l'acquisto di azioni proprie, la distribuzione di azioni a titolo gratuito della stessa società o di società controllate, il frazionamento del valore nominale dei titoli e la corresponsione di dividendi in natura<sup>16</sup>. Come già detto, i buyback hanno avuto un grande successo a partire dalla metà degli anni ottanta, quando l'intera disciplina è stata regolarizzata. I dati empirici ci mostrano che nelle società con fatturati minori (inferiori a 250 milioni di euro), ovvero nelle imprese a ristretta base azionaria, il riacquisto di azioni proprie è stato considerato come una modalità *alternativa* alla distribuzione dei dividendi nella remunerazione degli azionisti. La situazione è diversa nelle società a larga base azionaria e nelle società quotate, in cui i due redditi vengono considerati *complementari* dalla maggior parte delle imprese. In tale ipotesi, la finalità che l'acquisto di azioni proprie sembrerebbe svolgere è quella di distribuzione di risorse una tantum, agendo alla stregua di un dividendo straordinario, che permetta di perseguire una politica di stabilizzazione del dividendo, ovvero di non influenzare il normale flusso dei dividendi. È noto, del resto, che le imprese preferiscono mantenere i dividendi stabili nel tempo, mutandoli soltanto in presenza di una crescita stabile degli utili (Mazzei, 2013). I manager si interrogano spesso su quale sia la migliore alternativa tra le due, e nella decisione su quale via intraprendere per distribuire ricchezza agli azionisti prendono in considerazione due aspetti fondamentali. La prima considerazione riguarda l'aspetto fiscale: quando una società riacquista azioni proprie dai suoi azionisti, il guadagno di questi ultimi viene sottoposto al regime di tassazione dei capital gain che mediamente è sempre stato inferiore rispetto alla tassazione che grava sui dividendi. In Italia entrambi i redditi sono sottoposti a un'aliquota fiscale del 26%, permangono tuttavia numerose differenze che verranno analizzate nel paragrafo 2.3. Una seconda variabile che viene presa in considerazione dai manager riguarda il contenuto informativo che le singole operazioni danno alla platea degli azionisti e al mercato in generale. Una società che aumenta i propri dividendi da un chiaro segnale di aumento dei profitti futuri. Secondo un'altra interpretazione, l'aumento dei dividendi non indica una previsione degli utili futuri, ma piuttosto che gli utili e i flussi di cassa in futuro saranno meno volatili e incerti del solito, e quindi più sicuri, e proprio per questo il management si può impegnare a distribuire maggiore liquidità con regolarità. Nessun manager aumenterebbe mai i dividendi sapendo che le prospettive per il futuro non siano rosee e che gli utili futuri siano incerti o inferiori rispetto al passato. Proprio per queste motivazioni, un aumento dei dividendi causa sempre un aumento del prezzo delle azioni, mentre una riduzione degli stessi causa quasi immediatamente una caduta del valore del titolo.

---

<sup>16</sup> Azioni proprie e distribuzione del valore, Roberto Mazzei, 2013; Elaborazione della definizione del volume "Principi di Finanza Aziendale", McGraw- Hill, 2003, Brealey R., Myers S., Sandri S.



In una famosa ricerca condotta nell'Ottobre del 1987, Healey e Palepu<sup>17</sup> indagano sui cambiamenti degli utili collegati alle decisioni del management di aumentare o ridurre l'erogazione di dividendi ordinari. Questo è strettamente collegato alle maggiori informazioni di cui dispongono i manager rispetto ai soci/azionisti e alle modalità con cui decidono di trasmetterle. Lo studio è stato condotto su 303 imprese, suddivise in 131 società che pagano dividendi per la prima volta o ritornano a pagarli dopo un intervallo di almeno 10 anni, e 172 imprese che smettono di pagarli per la prima volta dopo averli erogati per almeno 10 anni consecutivi.

Possiamo riassumere i risultati dello studio che più ci interessano per la nostra analisi nel seguente modo:

- a) Le aziende che iniziano a erogare dividendi hanno registrato aumenti significativi dei loro utili annuali nei 5 anni prima dell'erogazione, nonché nell'anno stesso in cui essa avviene. Le aziende che smettono di pagare i dividendi dopo un periodo di almeno 10 anni registrano una significativa caduta degli utili nei due anni prima dell'interruzione dell'erogazione degli utili, nonché nell'anno stesso. Questi risultati sono in linea con le ricerche portate avanti da Lintner (1956), Fama e Babiak (1968) e Watts (1972), e suggeriscono che i cambi nelle politiche dei dividendi possono essere predette dai cambiamenti negli utili passati e presenti.
- b) Con riferimento al periodo successivo al cambio di politica dei dividendi, le imprese che aumentano i dividendi vedono crescere ulteriormente i propri utili nei due anni successivi all'evento, con una crescita media del 43% nell'anno in cui viene pagato il dividendo. Questo aumento, seppur non mantenendo tale percentuale, sembra essere permanente. Le imprese che invece smettono di pagarli registrano un forte decremento degli utili nell'anno successivo all'evento. Questa diminuzione degli utili sembra essere temporanea<sup>18</sup>
- c) L'annuncio di un aumento dei dividendi causa inoltre un rendimento anomalo<sup>19</sup> dei prezzi delle azioni che crescono in media del 4%. L'annuncio di un'interruzione del pagamento dei dividendi ha fatto registrare un -9,5% sul valore delle azioni.

Appare evidente dopo questa analisi che gli investitori traggono informazioni positive da un annuncio di aumento futuro dei dividendi, in quanto esso indica che l'azienda è in un ottimo stato di salute e naviga in buone acque, che la strategia aziendale sta portando a un miglioramento della performance e che gli utili futuri sono sicuri e sono destinati a crescere nell'immediato futuro.

Ulteriore sostegno a queste conclusioni è stato fornito nel 2003 da Brav, Graham, Harvey e Michaely, i quali nell'articolo "Payout Policy in the 21th Century" riprendono il lavoro in merito alla politica dei dividendi che era stato portato avanti da Lintner<sup>20</sup> nel 1956. Egli intervistò i manager di 28 compagnie e ottenne risultati in

---

<sup>17</sup> Healey P. e Palepu K., "Earnings information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions", in *Journal of Financial Economics*, n. 21, pp. 149-175, 1988.

<sup>18</sup> Healey P. e Palepu K., "Earnings information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions", in *Journal of Financial Economics*, n. 21, pp. 149-175, 1988.

<sup>19</sup> Si tratta di un rendimento anomalo in quanto corretto per i movimenti del mercato.

<sup>20</sup> Lintner J., "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes", in *American Economic Review*, n. 46, pp. 97-113, 1956.

linea con ciò che ancora oggi caratterizza le imprese moderne: *la natura conservatrice della politica dei dividendi*. Lintner scoprì che vi è un'assoluta riluttanza da parte del management a tagliare i dividendi, i dirigenti consideravano questa strada come ultima risorsa e ciò si sarebbe reso necessario solo in caso di un declino sostanziale e continuo degli utili. Tornando all'indagine dei quattro autori, emerse che il 94% degli amministratori avrebbe cercato in ogni modo di evitare un taglio dei dividendi (tabella 2.1, riga 1). Risultati ancora più netti sono emersi nel caso di imprese mature (97,3%) e di imprese con prospettive di crescita basse o nulle (100%). Nell'indagine in questione l'87,3% dei dirigenti è inoltre fortemente d'accordo (strongly agree come voce del questionario) che ridurre i dividendi ha impatti assolutamente negativi sull'azienda, mentre l'80,2% crede che le decisioni sui dividendi trasmettono informazioni sull'azienda agli investitori (Tabella 2.2, riga 2). Inoltre il 90,1% delle aziende è dell'idea che sia importante mantenere costante il dividendo erogato di anno in anno. Il 78,9% inoltre afferma che sarebbe riluttante a prendere una decisione che potrebbe essere revocata nel tempo, in linea con questo risultato l'87,4% dei manager prende in considerazione il livello di dividendi per azione del trimestre precedente nella scelta del dividendo futuro da erogare. Risultano molto utili due ulteriori implicazioni che scaturiscono dalle interviste, in particolare notiamo che solo il 33,5% degli intervistati afferma che le decisioni sui dividendi vengano prese dopo le decisioni di investimento, ciò implica che per 2/3 dei managers le due tipologie di decisioni vengono prese contemporaneamente, evidenziando un trattamento paritario e non subordinato rispetto alle politiche di investimento, le quali rappresentano senza dubbio l'attività principale che viene svolta all'interno di un'impresa. Il significato di impresa indica infatti che vi sia un'organizzazione dei fattori produttivi che porti a una creazione di valore, e quindi l'investimento è senza dubbio l'attività principale che ogni azienda svolge. Il fatto che esso non venga considerato ex-ante rispetto alle decisioni sui dividendi ci dà l'idea di quanto la "payout policy" sia diventata una componente fondamentale nella fisionomia del sistema aziendale. A conferma di questo dato il 65,1% degli amministratori intervistati afferma che finanzierebbe nuovi progetti redditizi raccogliendo nuovi fondi piuttosto che riducendo i dividendi, cosa che invece non accade nel caso dei buyback, l'81,4% delle aziende non avrebbe infatti alcun tipo di problema a tagliare i riacquisti di azioni proprie per finanziare un'opportunità d'investimento venutasi a creare (tabella 2.3, riga 7).

I dati appena riportati sono stati estratti dalle tabelle di seguito riportate.

Tabella 2.1 – Risultati dell’intervista relativa alla politica dei dividendi

Question:	% agree or strongly agree	Average rating
	(1)	(2)
(1) We try avoid reducing dividends per share (d)	94.0	1.6
(2) We try to maintain a smooth dividend stream from year-to-year (c)	90.1	1.3
(3) We consider the level of dividends per share that we have paid in recent quarters (a)	87.4	1.2
(4) We are reluctant to make dividend changes that might have to be reversed in the future (j)	78.9	1.0
(5) We consider the change or growth in dividends per share (b)	66.9	0.8
(6) The cost of raising external capital is smaller than the cost of cutting dividends (f)	44.1	0.2
(7) We pay dividends to attract investors subject to "prudent man" investment restrictions (e)	41.7	0.2
(8) We pay dividends to show that our firm is strong enough to raise costly external capital if needed (g)	19.1	-0.6
(9) We pay dividends to show that our stock is valuable enough that investors buy it even though they have to pay relatively costly dividend taxes	17.1	-0.6
(10) We pay dividends to show that our firm is strong enough to pass up some profitable investments (i)	8.6	-1.0

Fonte: Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaely R., “Payout Policy in the 21th Century”, Aprile 2003.

Tabella 2.2 - Risultati dell’intervista relativa alla politica dei dividendi

Question	% agree or strongly agree	Average rating
	(1)	(2)
(1) There are negative consequences to reducing dividends (d)	87.3	1.3
(2) Dividend decisions convey information about our company to investors (b)	80.2	1.0
(3) Rather than reducing dividends, we would raise new funds to undertake a profitable project (e)	65.1	0.7
(4) Dividends are as important now to the valuation of common stocks in our industry as they were 15 or 20 years ago (f)	41.0	0.0
(5) Paying dividends makes the stock of a firm less risky (vs. retaining earnings) (c)	36.5	0.0
(6) We make dividend decisions after our investment plans are determined (a)	33.5	-0.2
(7) We use our dividend policy to make us look better than our competitors (h)	24.8	-0.4
(8) We use our dividend policy as one tool to attain a desired credit rating (g)	24.7	-0.4
(9) We use dividends, to show we can bear costs such as borrowing costly external funds or passing up investment, to make us look better than our competitors (i)	4.2	-1.2

Fonte: Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaely R., “Payout Policy in the 21th Century”, Aprile 2003.

Risultati abbastanza diversi ci vengono invece forniti dal questionario riguardante i riacquisti di azioni proprie, vediamo infatti che nonostante anche essi diano informazioni sull’azienda agli investitori (secondo l’84,5% degli intervistati), le decisioni riguardanti operazioni di buyback vengono determinate solo dopo che i piani di investimento siano stati definiti secondo il 78,9% dei manager, quindi hanno un’importanza secondaria rispetto agli stessi, cosa che invece non avviene nel caso delle decisioni sui dividendi che, come appena detto, vengono prese contestualmente nella maggior parte dei casi (66,5%). Infine, solo il 22,5% degli intervistati crede che una riduzione delle operazioni di acquisto di azioni proprie possa portare a conseguenze negative per l’impresa, circostanza che invece si verifica nel caso di riduzione dei dividendi (tabella 2.2, riga 1). Questa

è un'ulteriore prova della maggiore flessibilità delle operazioni di buyback che ha portato a una loro esplosione nel passato recente.

Tabella 2.3 - Risultati dell'intervista relativa alle politiche di riacquisto di azioni proprie<sup>21</sup>

	% agree or strongly agree	Average rating
Question:	(1)	(2)
(1) Repurchase decisions convey information about our company to investors (b)	84.5	1.1
(2) We make repurchase decisions after our investment plans are determined (a)	78.9	1.0
(3) Repurchases are as important now to the valuation of common stocks in our industry as they were 15 or 20 years ago (f)	36.3	0.0
(4) We use our repurchase policy as one tool to attain a desired credit rating (g)	24.4	-0.5
(5) Repurchasing makes the stock of a firm less risky (vs. retaining earnings) (c)	24.2	-0.3
(6) There are negative consequences to reducing repurchases (d)	22.5	-0.4
(7) Rather than reducing repurchases, we would raise new funds to undertake a profitable project (e)	18.6	-0.8
(8) We use our repurchase policy to make us look better than our competitors (h)	17.6	-0.5
(9) We use repurchases, to show we can bear costs such as borrowing costly external funds or passing up investment, to make us look better than our competitors (i)	2.5	-1.2

Fonte: Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaely R., "Payout Policy in the 21th Century", Aprile 2003

Nella suddetta indagine, Brav, Graham, Harvey e Michaely interpellarono 384 dirigenti finanziari tramite un questionario di 125 domande specifiche, di tipo quantitativo e qualitativo<sup>22</sup>. In questo sondaggio osserviamo un campione molto più ampio rispetto a quello su cui si basava lo studio di Lintner (1956), inoltre le imprese prese in considerazione sono state scelte accuratamente in modo tale da coinvolgere più settori possibili del mercato, così facendo lo studio assunse un importante valore statistico per cui fu possibile generalizzare i risultati ottenuti ed estenderli al contesto aziendale nel suo complesso.

I risultati che emersero dall'indagine possono essere riassunti nel seguente così:

- 1) I manager sono riluttanti a modificare i dividendi per non essere poi costretti a fare marcia indietro "rimangiandosi" l'aumento del dividendo;
- 2) Per evitare il rischio di una riduzione del dividendo, i manager cercano di rendere regolare la loro distribuzione. Le variazioni dei dividendi seguono, per questo motivo, le variazioni dei profitti di lungo periodo. Le variazioni di breve periodo degli utili difficilmente influiscono sui dividendi;
- 3) I manager concentrano la propria attenzione più sulle variazioni dei dividendi che sui loro livelli assoluti. In questo senso pagare un dividendo di \$ 2 è una decisione finanziaria importante se il dividendo dell'anno precedente era pari a \$ 1, mentre non sarà niente di speciale se il dividendo dell'anno precedente era ugualmente pari a \$ 2<sup>23</sup>;

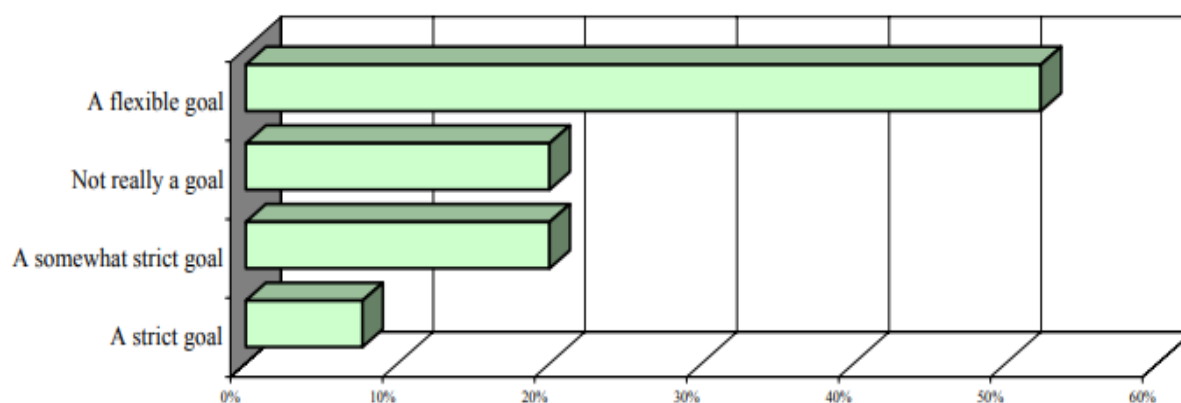
<sup>21</sup> Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaely R., "Payout Policy in the 21th Century", Aprile 2003.

<sup>22</sup> Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaely R., "Payout Policy in the 21th Century", in *Journal of Financial Economics*, n. 77, pp. 483-527, 2005.

<sup>23</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", 2020, VIII Edizioni, McGraw Hill.

Per ciò che riguarda i riacquisti di azioni proprie, a differenza dei dividendi, essi sono eventi non ripetuti. Ciò implica che un annuncio di buyback da parte di un'impresa non debba necessariamente essere considerato un impegno a lungo termine. Le informazioni contenute in un riacquisto di azioni proprie probabilmente non sono così positive come quelle associate al pagamento dei dividendi. Gli investitori valutano positivamente quest'operazione in quanto si rassicurano del fatto che i manager non sprechino denaro costruendo imperi poco profittevoli e investendo in progetti con scarsi rendimenti o con VAN negativi. Il fatto stesso che la società disponga di liquidità sufficiente da poter remunerare gli azionisti implica inoltre un buono stato di salute dell'impresa. Come già affermato nel primo capitolo, molto spesso i manager optano per operazioni di questo tipo se ritengono che le azioni siano sottovalutate e che quindi gli investitori e il mercato non riescano a cogliere il reale valore dell'impresa. Anche per questa motivazione i riacquisti spesso vengono utilizzati per segnalare la fiducia del management nel futuro. Può venirci nuovamente in aiuto l'indagine condotta da Brav, Graham, Harvey e Michaely<sup>24</sup>, i quali analizzarono il fenomeno dei buyback a differenza di Lintner che invece li ignorò nella sua analisi a causa della poca frequenza con cui le aziende li attuavano negli anni cinquanta. Gli autori indicano un'esplosione del fenomeno negli ultimi 50 anni a discapito del pagamento dei dividendi. Ciò implica che oggi essi assumono un ruolo preponderante nelle politiche di distribuzione dell'utile, cambiandone completamente la fisionomia. Nell'indagine condotta dagli autori nell'articolo "Payout Policy in the 21th Century", venne inoltre chiesto a imprese che avevano riacquistato azioni proprie nei precedenti 3 anni in che modo determinassero le loro politiche di buyback, nello specifico quali fossero gli obiettivi che intendevano raggiungere annunciando e mettendo in pratica riacquisti di azioni proprie, o se queste operazioni non fossero finalizzate a risultati specifici e venissero semplicemente attuate in via residuale come distribuzione di ricchezza agli azionisti.

Figura 2.1 – Tipologie di obiettivi perseguiti dai managers attraverso le operazioni di buyback



Fonte: Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaely R., "Payout Policy in the 21th Century", Aprile 2003

Com'è possibile osservare nella figura 2.1, il 51% degli intervistati afferma che l'obiettivo sia flessibile (Flexible Goal) e un ulteriore 18% afferma che non vi sia un "goal specifico" in operazioni di questo genere

<sup>24</sup> Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaely R., "Payout Policy in the 21th Century", Aprile 2003.

(Not really a goal). Solo il 26% afferma che dietro ai riacquisti di azioni proprie vi siano risultati specifici che il management intende raggiungere con l'annuncio di tali operazioni.

Ciò ci porta a concludere che i buyback siano pratiche molto più flessibili rispetto all'erogazione di dividendi, anche se i managers non pensano a esse come operazioni dal carattere esclusivamente residuale. Le interviste indicano inoltre che il mercato sia molto più propenso ad accettare una diminuzione dei riacquisti di azioni proprie piuttosto che una riduzione dell'erogazione dei dividendi da parte dell'impresa. Proprio il carattere meno "conservativo" delle politiche di buyback e la loro flessibilità rispetto ai dividendi sono i fattori che hanno contribuito all'esplosione dei riacquisti di azioni proprie negli ultimi due decenni<sup>25</sup>.

Comment e Jarrell hanno osservato gli annunci di programmi di acquisto di azioni proprie, trovando che in media questi programmi hanno causato un rendimento anomalo positivo del valore delle azioni del 2%. Molto spesso le imprese si offrono di riacquistare azioni proprie a premio rispetto ai prezzi di mercato (in questi casi il management generalmente si impegna a non cedere le proprie azioni). I ricercatori hanno rilevato che operazioni di buyback con un'offerta pubblica a un prezzo superiore a quello di mercato abbiano provocato un forte rialzo del prezzo delle azioni, pari in media all'11%<sup>26</sup>.

Brav, Graham, Harvey e Michaely ci forniscono una base empirica molto importante da cui poter trarre determinate conclusioni su come i manager e il mercato valutino le due principali operazioni che le imprese attuano per distribuire ricchezza ai propri azionisti.

Possiamo sintetizzare i risultati nella seguente tabella:

Tabella 2.4 – Dividendi e Riacquisti di azioni proprie a confronto.

DIVIDENDI		RIACQUISTI DI AZIONI PROPRIE
Molto importante: difficilmente si tagliano i dividendi o si riducono rispetto al passato.	<b>Livello storico</b>	Poco importante: Può non essere collegato ad operazioni di buyback avvenute in passato.
Inflessibile, regolare nel tempo, rigido.	<b>Flessibilità</b>	Molto flessibile: può essere attuato in qualsiasi momento e in qualsiasi misura.
Aumento del prezzo delle azioni del 4% circa.	<b>Se viene incrementato</b>	Aumento del prezzo delle azioni compreso fra il 2% e l'11%.
Numerose implicazioni negative dovute a segnali di instabilità finanziaria;	<b>Se viene ridotto</b>	Poche conseguenze nel ridurre i riacquisti rispetto all'anno precedente,

<sup>25</sup> Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaely R., "Payout Policy in the 21th Century", in Journal of Financial Economics, n. 77, pp. 483-527, 2005.

<sup>26</sup> Azioni proprie e distribuzione del valore, Roberto Mazzei, 2013; Elaborazione della definizione del volume "Principi di Finanza Aziendale", McGraw- Hill, 2003, Brealey R., Myers S., Sandri S.

Diminuzione del prezzo delle azioni fino a 9,5 punti percentuali.		nonostante questo si cerca sempre di portare a termini i piani di buyback.
I dividendi non vengono ridotti; Si ricorre a fondi esterni per finanziare i nuovi progetti di investimento.	Relazione con fondi esterni	I riacquisti vengono ridotti per non dover ricorrere a fondi esterni nel finanziamento degli investimenti.
Prima si cerca di mantenere il livello storico del dividendo, dopo si prendono le decisioni riguardanti gli investimenti incrementali.	Relazione con investimenti	Prima le decisioni di investimento, dopo le decisioni riguardanti operazioni di buyback.
Gli incrementi dei dividendi avvengono a seguito di maggiori entrate stabili e permanenti.	Relazione con le entrate	Gli incrementi dei riacquisti avvengono a seguito di maggiori entrate, sia stabili che temporanee.
Svantaggio fiscale; Tassazione più alta e/o pagamento immediato dell'imposta sui dividendi.	Tasse	Vantaggio fiscale; Aliquota fiscale più bassa e pagamento differito dell'imposta sul capital gain.

Fonte: Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaely R., "Payout Policy in the 21th Century", Aprile 2003.  
Elaborazione personale.

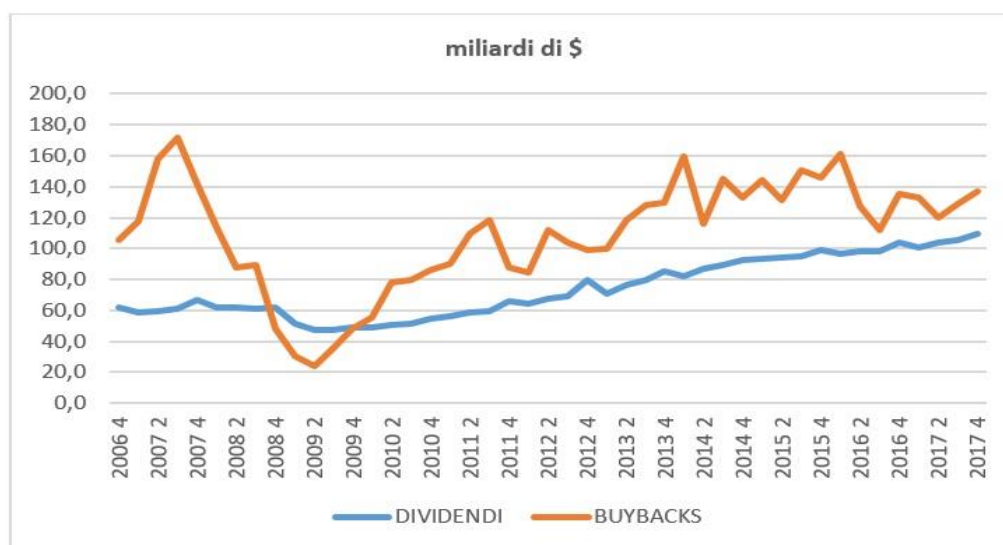
A distanza di quasi due decenni dalla pubblicazione "Payout policy in the 21th century", le convinzioni e i comportamenti dei manager sulle diverse politiche di distribuzione dell'utile non sono mutate. Ancora oggi questa operazione è considerata molto flessibile, poiché permette di utilizzare i flussi di cassa disponibili nel modo che il management ritiene più opportuno, con il vantaggio di non doversi vincolare a nessun tipo di impegno in un contesto caratterizzato da altissima volatilità e incertezza. Al contrario, le imprese che pagano alti dividendi godono di una minore flessibilità poiché un eventuale taglio del dividendo rispetto ad un programma già annunciato ha conseguenze negative sulle aspettative del mercato e quindi sul prezzo delle azioni. Le diverse caratteristiche delle due operazioni hanno portato a un incremento consistente dei riacquisti di azioni, i quali hanno superato i dividendi in termini di esborso monetario delle imprese.

Prendiamo in considerazione lo Standard & Poor's 500 (S&P 500), il più importante indice azionario nordamericano contenente 500 titoli azionari di altrettante società quotate a New York (NYSE e NASDAQ) rappresentative dell'80% circa della capitalizzazione di mercato. Analizzando questo indice vediamo che negli ultimi 15 anni le aziende hanno variato notevolmente le modalità con cui hanno redistribuito ricchezza agli azionisti.

Nella figura 2.2 possiamo osservare l'andamento delle due tipologie di operazioni nel decennio 2007-2017. Notiamo che nel periodo della grande crisi finanziaria, in particolare dal secondo trimestre del 2007 al secondo trimestre del 2009, sia la distribuzione di dividendi sia il riacquisto di azioni sono diminuiti notevolmente, ciò indica un forte andamento pro-ciclico delle operazioni di distribuzione dell'utile. Il motivo appare evidente, il

crollo degli utili e l'instabilità finanziaria hanno portato a un approccio più prudente delle aziende che hanno cercato di trattenere un maggior flusso di cassa per far fronte a un periodo particolarmente turbolento.

Figura 2.2 – Dividendi e Riacquisti di S&P 500 a confronto nel decennio 2007-2017.



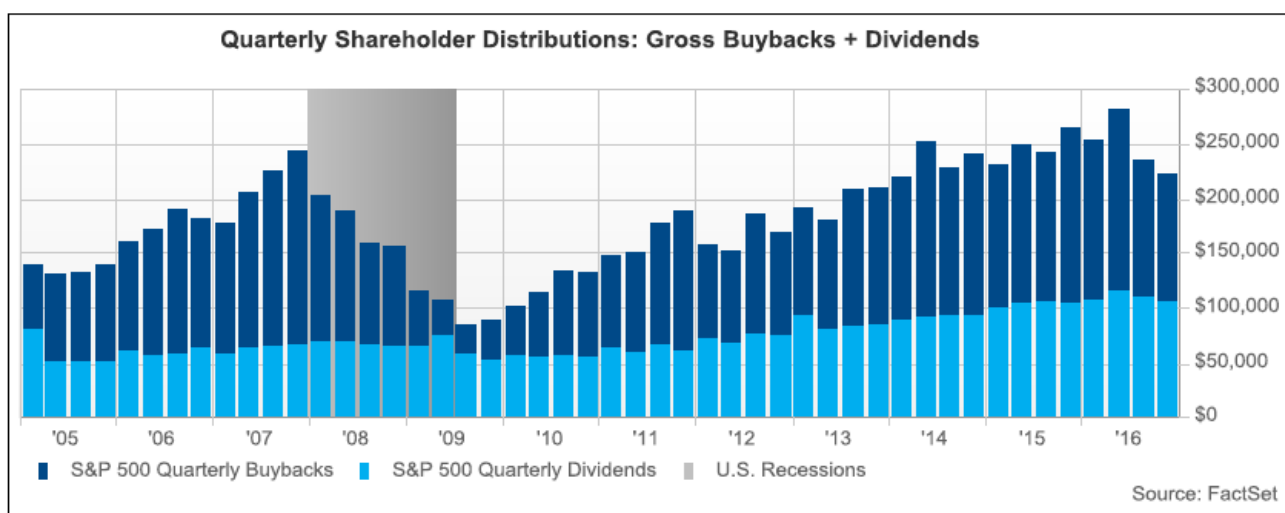
Fonte: S&P 500 Quarterly Stock Buybacks

A conferma della tesi portata avanti nell'articolo di Brav, Graham, Harvey e Michaely, è possibile osservare che i riacquisti vengono utilizzati dalle imprese in maniera molto più flessibile e si adattano maggiormente alle esigenze di liquidità delle imprese. Notiamo infatti che i dividendi hanno registrato un aumento graduale e costante nel corso degli anni, fino a toccare la soglia dei 109 miliardi di dollari nell'ultimo trimestre del 2017, continuando ulteriormente a crescere da lì in poi. L'unica eccezione è rappresentata dal periodo della crisi in cui, come già detto, l'erogazione di dividendi ha subito una lieve flessione in negativo. I riacquisti invece sono stati caratterizzati da un'alta volatilità: in tempi di stabilità economica essi sono stati ampiamente utilizzati dalle società per distribuire ricchezza, mentre nei periodi di crisi questi programmi sono stati tagliati di netto per far fronte alla difficile situazione. Nel secondo trimestre del 2007, subito prima dello scoppio della crisi, i riacquisti delle imprese appartenenti all'indice S&P 500 avevano toccato un valore di 170 miliardi di dollari, segnando un record storico. Nei successivi due anni ci fu un crollo verticale dell'utilizzo da parte delle aziende di questi programmi, i quali scesero a un valore appena superiore ai 20 miliardi di dollari nel secondo trimestre del 2009, scendendo anche al di sotto dei programmi di distribuzione di dividendi in termini di cifre. Successivamente vi è stata un'inversione di rotta, con una graduale ripresa del ricorso alle operazioni di riacquisto, le quali in appena due trimestri hanno superato nuovamente i dividendi. Da quel momento in poi l'esborso delle imprese per i buybacks si è sempre mantenuto al di sopra della spesa per dividendi. Tra Gennaio e Marzo 2014 sono stati raggiunti nuovamente i livelli pre-crisi (con un picco post-crisi di 159 miliardi di dollari).

La figura 2.3 ci aiuta a comprendere meglio la dimensione dei programmi di distribuzione della ricchezza e il preciso rapporto esistente tra dividendi e azioni anno per anno.



Figura 2.3 – Distribuzione di ricchezza agli azionisti: Dividendi e riacquisti. Focus sulla grande recessione.

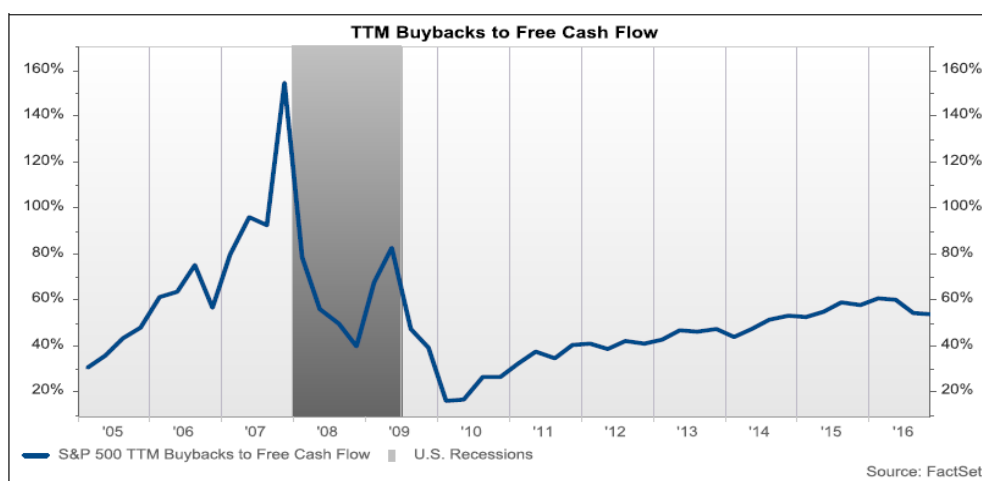


Fonte: FactSet

Osserviamo che, in relazione all’esborso complessiva delle imprese per la remunerazione degli azionisti, i riacquisti di azioni costituiscono quasi sempre la componente maggiore della spesa. L’unico periodo in cui questo non avviene è quello della grande recessione (area grigia nel grafico), in cui le imprese tagliarono nettamente la spesa complessiva destinata a remunerare i soci, ma dal momento che cercarono di mantenere livelli di dividendi simili agli anni precedenti (per le ragioni più volte esposte), gran parte del taglio cadde sui programmi di buyback che vennero sacrificati per mantenere maggiore liquidità all’interno dell’impresa e per far fronte ai minori utili registrati durante tutto il periodo.

Prendiamo infine come riferimento il Free Cash Flow, definito come contante che l’impresa può distribuire agli investitori dopo aver realizzato tutti gli investimenti necessari alla propria crescita. Esso rappresenta, ancor più degli utili, la capacità effettiva di un’azienda di generare risorse. Nella figura 2.4 confrontiamo questo valore con il livello di buyback, e notiamo che il rapporto tra buyback e free cash flow è diminuito anch’esso drasticamente (com’era pronosticabile) negli anni della recessione, ricominciando ad aumentare a partire dal 2010 fino a raggiungere livelli prossimi al 60%.

Figura 2.4 – Rapporto tra Buyback e Free Cash Flow: focus sulla grande recessione. Fonte: Factset



## 2.2 LA TEORIA DI MILLER E MODIGLIANI

Una delle ricerche più autorevoli in materia di dividendi è senza dubbio quella portata avanti da Merton Miller e Franco Modigliani (M&M), i quali pubblicarono un articolo nel 1961 dal titolo “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares” in cui viene dimostrata l’assoluta irrilevanza della politica di distribuzione degli utili in un mondo in cui non esistono imposte, costi di transazione o altre imperfezioni del mercato.

Introduciamo l’analisi partendo dalle ipotesi che sorreggono il modello di M&M:

- a) *Perfect capital market*: si parte dall’assunzione che il mercato sia perfetto, inteso dagli autori come mercato concorrenziale, caratterizzato dunque da operatori (buyers e sellers) che non hanno una dimensione tale da poter influenzare i prezzi di mercato. Vi è libero accesso alle informazioni, ciò implica che tutti gli agenti hanno accesso ad esse senza dover sostenere alcun tipo di costo. Infine, come già detto, non sono presenti costi di transazione né imposte che possano influenzare gli scambi; non riscontriamo quindi differenza fiscali tra profitti distribuiti e non distribuiti, né tantomeno tra dividendi e capital gains;
- b) *Rational behavior*: gli agenti economici hanno un comportamento razionale, il loro obiettivo è la massimizzazione del valore dei loro investimenti; essi preferiscono sempre una situazione di maggiore ricchezza rispetto a una di minore ricchezza. Sono quindi indifferenti al fatto che il guadagno possa derivare da un pagamento liquido (sotto forma di dividendi) o da un maggiore valore delle loro azioni, purché la loro ricchezza finale sia maggiore di quella iniziale;
- c) *Perfect Certainty*: essa viene intesa come perfetta conoscenza da parte di tutti gli agenti dei programmi di investimento attuali e futuri delle aziende e dei ritorni monetari previsti; La conseguenza di questa assunzione è che non esiste nessuna asimmetria informativa tra il management e gli investitori, ciò implica che non sarà necessario considerare strumenti finanziari diversi (azioni e obbligazioni), per comodità prenderemo in considerazione solo le azioni.

Miller e Modigliani avevano come obiettivo ultimo valutare l’effetto della politica dei dividendi di un’azienda sul prezzo corrente delle azioni, ciò interessava non solo il management aziendale, il quale doveva scegliere la politica da adottare, ma anche tutti gli investitori che avevano intenzione di acquistare le azioni dell’impresa, nonché gli economisti, i quali cercavano di capire e valutare il funzionamento dei mercati dei capitali<sup>27</sup>. I due autori intrapresero il loro studio cercando di rispondere a tre domande principale: le imprese che attuano politiche di dividendi generose vendono le loro azioni a un prezzo maggiore (a premio) rispetto alle imprese con dividendi minori? Può invece essere vero il contrario? Infine, ci può essere un “payout ratio” in grado di massimizzare il valore corrente delle azioni?

---

<sup>27</sup> Miller M.H., Modigliani F., “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, 1961.

Queste domande non avevano ricevuto alcun tipo di risposta all'epoca, nonostante fossero stati intrapresi numerosi studi empirici a riguardo non si era ancora raggiunto un consenso, e la voglia di colmare i gap esistenti in materia spinse M&M a intraprendere questa analisi e sviluppare un loro teorema.

Essi dividono il loro lavoro in cinque sezioni:

- a) *Sezione I* – Effetti delle diverse politiche dei dividendi sul prezzo delle azioni in un'economia ideale caratterizzata dalle ipotesi sopra enunciate (mercato dei capitali perfetto, comportamento razionale e informazione perfetta);
- b) *Sezione II* – “*What investors really capitalize when they buy shares*”;
- c) *Sezione III* – Relazioni tra prezzo, tasso di crescita dei profitti e tasso di crescita del dividendo per azione;
- d) *Sezione IV* – Si abbandona l'ipotesi di certezza per vedere fino a che punto le conclusioni sulla politica dei dividendi devono essere modificate;
- e) *Sezione V* – Si esaminano le implicazioni per la politica dei dividendi che scaturiscono da alcuni tipi di imperfezioni di mercato;

Gli autori iniziano la loro analisi enunciando un principio fondamentale:

“the price of each share must be such that the rate of return (dividends plus capital gains per dollar invested) on every share will be the same throughout the market over any given interval of time.” (Modigliani e Miller, 1961 p. 412)

Essi definiscono quindi il tasso di rendimento  $r_e$  come la somma dei dividendi e del capital gain diviso per il prezzo corrente dell'azione<sup>28</sup>:

$$r_e = \frac{d_t + p_{t+1} - p_t}{p_t}.$$

$d_t$  = dividendi per azione pagati dall'impresa;

$p_{t+1} - p_t$  = capital gain per azione acquistata dall'impresa;

$p_t$  = prezzo corrente dell'azione;

Possiamo ora esplicitare la formula per  $p_t$ , ottenendo la seguente equazione:

---

<sup>28</sup> Miller M.H., Modigliani F., 1961, op. cit.

$$p_t = \frac{d_t + p_{t+1}}{1 + r_e}$$

Analizzando questa equazione notiamo che il prezzo corrente di un'azione è uguale alla somma del dividendo per azione al tempo  $t$  e il prezzo dell'azione al tempo  $t+1$ , il tutto attualizzato al tasso  $r_e$ . Per valutare l'effetto globale della politica dei dividendi, Miller e Modigliani hanno ritenuto necessario modificare l'equazione per mettere in evidenza il valore dell'azienda nel suo complesso piuttosto che in termini di valore della singola azione. Possiamo così riscrivere l'equazione nel seguente modo:

$$V_t = \frac{D_t + n_t p_{t+1}}{1 + r_e}$$

dove:

$D_t$  indica i dividendi totali pagati durante il periodo  $t$  ;

$V_t$  indica il valore dell'azienda al tempo  $t$ ;

$n_t$  indica il numero di azioni in circolazione al tempo  $t$ ;

A questo punto arrivati, Miller e Modigliani ritengono opportuno rimodellare l'equazione fondamentale in modo tale da mettere in evidenza le tre possibili "strade" attraverso cui gli attuali dividendi potrebbero influenzare l'attuale valore di mercato dell'impresa  $V_t$  (o il prezzo delle sue azioni individuali  $p_t$ ):

$$V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - m_{t+1} p_{t+1}}{1 + r_e}$$

I dividendi attuali influenzeranno chiaramente  $V_t$  tramite il primo termine del numeratore  $D_t$ , dividendi totali pagati dall'impresa durante il periodo  $t$ . In linea di principio, i dividendi correnti potrebbero anche influenzare  $V_t$  indirettamente tramite il secondo termine  $V_{t+1}$ , il nuovo valore di mercato "ex-dividend", ovvero il valore futuro dell'azienda al tempo  $t+1$ . Infine i "current dividends" possono influenzare  $V_t$  attraverso il terzo termine del numeratore  $-m_{t+1} p_{t+1}$ , che rappresenta il numero delle nuove azioni ( $m_{t+1}$ ) vendute al prezzo "ex-dividend"  $p_{t+1}$ , ovvero il prezzo dopo il pagamento dei dividendi. Il prodotto dei due termini rappresenta in definitiva il valore complessivo delle nuove azioni vendute agli "outsiders" durante il periodo. Più alto è il pagamento dei dividendi (dividend payout) durante il periodo, maggiore sarà il capitale che dovrà essere raccolto da fonti esterne per riuscire a mantenere il livello desiderato di investimenti.<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup> Miller M.H., Modigliani F., "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", in Journal of Business, 1961.

Dall'equazione appena analizzata è possibile riscontrare il problema che riguarda la politica dei dividendi. Un aumento dei dividendi aumenta senza dubbio il primo termine  $D_t$ , ma ciò porta anche a un aumento del fattore  $m_{t+1}p_{t+1}$ . Le domande che si posero gli autori a questo punto sono le seguenti: un incremento dei pagamenti in contanti agli attuali azionisti sarà sufficiente a compensare il minor valore finale (terminal value) delle azioni? Inoltre, qual è la strategia migliore per un'azienda che deve reperire i fondi per finanziare gli investimenti: ridurre i dividendi e fare affidamento sugli utili non distribuiti o aumentare i dividendi ed emettere nuove azioni? (Modigliani, 1961)

Nel mondo ideale costruito da Miller e Modigliani, risulta abbastanza semplice rispondere a queste domande: i due effetti dei dividendi devono annullarsi, cosicché la politica dei dividendi da perseguire in  $t$  non avrà alcun effetto sul prezzo in  $t$ . Per dimostrare tale tesi dobbiamo semplicemente esprimere il fattore  $m_{t+1}p_{t+1}$  in termini di  $D_t$ . In particolare, se  $I_t$  rappresenta il dato livello d'investimento dell'impresa e  $X_t$  rappresenta l'utile netto totale dell'impresa, sappiamo che l'ammontare del capitale esterno richiesto sarà:

$$m_{t+1}p_{t+1} = I_t - (X_t - D_t)$$

Sostituendo questa espressione nell'equazione precedente, otteniamo:

$$V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - I_t + X_t - D_t}{1 + r_e} = \frac{V_{t+1} - I_t + X_t}{1 + r_e}$$

Osserviamo che il valore dell'impresa all'inizio del periodo  $t$  non viene influenzato in alcun modo dal termine  $D_t$ , ovvero dal pagamento dei dividendi da parte dell'impresa al tempo  $t$ , in quanto tale termine si elide e i termini  $X_t$ ,  $I_t$ ,  $V_{t+1}$ , e  $r_e$  sono tutti indipendenti da  $D_t$  (per natura o per ipotesi). Ne consegue che l'attuale valore dell'azienda deve essere indipendente dall'attuale decisione sui dividendi. Il valore dell'impresa  $V_t$  dipende invece dagli investimenti e dai profitti totali, nonché dal valore futuro dell'impresa.

Avendo stabilito che  $V_t$  non viene influenzato dalle decisioni attuali sui dividendi, è facile dimostrare che  $V_t$  deve non essere influenzato neppure dalle decisioni future sui dividendi. Infatti queste decisioni influenzerebbero  $V_t$  solo tramite il loro effetto sul termine  $V_{t+1}$ , ma possiamo ripetere il ragionamento fatto sopra e mostrare che  $V_{t+1}$ , così come avveniva per  $V_t$ , non è influenzato dalla politica dei dividendi in  $t+1$ , così come  $V_{t+2}$  non sarà in alcun modo influenzato dalla politica dei dividendi in  $t+2$  e così via per tutti i periodi futuri. Quindi possiamo concludere che, data la politica di investimento di un'impresa, la politica dei

dividendi che si sceglie di seguire non influirà né sul prezzo corrente delle sue azioni né sul rendimento totale percepito dai suoi azionisti.

### 2.2.1 LA POLITICA DEI DIVIDENDI IN CONDIZIONI DI INCERTEZZA

La teoria di Miller e Modigliani circa l'irrelevanza della politica dei dividendi trova un ostacolo nelle ipotesi stesse che caratterizzano tale studio, infatti esse non sono riscontrabili nella realtà dei fatti. Il mondo in cui gli agenti del mercato operano non è affatto privo di incertezza, non si hanno informazioni precise molto spesso sui programmi di investimento delle imprese (attuali e futuri), e si ha ancor meno certezza sugli utili e sui ritorni monetari attesi. M&M affrontano l'argomento ripartendo dall'equazione che ci indica il valore dell'azienda nel suo complesso al tempo  $t$ ,  $V_t$ :

$$V_t = \frac{D_t + n_t p_{t+1}}{1 + r_e}$$

Gli autori affermano che in condizioni di incertezza, i termini al numeratore non possono essere più considerati valori dati, ma devono essere valutate come *variabili casuali (random variables)* dal punto di vista dell'investitore. Non è del tutto chiaro neppure il significato che possiamo attribuire al fattore di sconto  $\frac{1}{1+r_e}$ , in quanto ciò che viene "scontato" non è più un ritorno monetario certo, ma nella migliore delle ipotesi esso rappresenta una distribuzione di probabilità dei possibili rendimenti. Gli autori ammettono la difficoltà nel formulare, sotto tali condizioni di incertezza, una teoria completa di ciò che determina il valore di mercato, ma nonostante questo essi affermano di poter dimostrare che almeno la politica dei dividendi non costituisce una delle determinanti, ovvero non concorre alla determinazione del valore di mercato delle azioni. Per fare ciò è necessario modificare l'ipotesi iniziale di comportamento razionale degli agenti di mercato (*rational behavior*), introducendo i concetti di *imputed rationality e symmetric market rationality*. In primo luogo diremo che un operatore soddisfa il postulato della "razionalità imputata" se, nel formare le sue aspettative, presume che ogni altro operatore del mercato:

- a) Sia razionale secondo la definizione tradizionale, ovvero che preferisca una maggiore ricchezza a prescindere dalla forma che essa assume (tramite dividendi o aumento del valore delle azioni);
- b) Imputi tale razionalità a tutti gli altri operatori di mercato;

Inoltre, diremo che un mercato nel suo insieme soddisfa il postulato della "*symmetric market rationality*" se ogni agente economico si comporta razionalmente e imputa tale razionalità a tutto il mercato nel suo insieme. Questa formulazione differisce dalla precedente in più parti, principalmente poiché tale definizione di razionalità considera tanto le scelte individuali degli operatori quanto le aspettative degli stessi operatori sugli altri agenti; inoltre il postulato riguarda il mercato nel suo insieme e non il comportamento individuale

dell'agente. Miller e Modigliani vogliono dimostrare che le conclusioni a cui erano arrivati in condizioni di mercato ideali possono essere replicate anche se vi sia incertezza circa i profitti, investimenti e dividendi futuri. Proprio per vedere che l'incertezza circa questi elementi non provoca alcun cambiamento nei risultati, essi considerano un caso in cui gli investitori attuali credono che il futuro flusso degli utili e degli investimenti di due diverse imprese (Impresa 1 e Impresa 2) saranno uguali. Essi assumono inoltre che i futuri dividendi pagati dalle due imprese (dal periodo 1) siano anch'essi uguali, facendo sì che l'unico aspetto in cui le due imprese differiscono sia l'attuale distribuzione dei dividendi, al tempo 0.

Stiamo così assumendo le seguenti relazioni:

$$\begin{aligned}\tilde{X}_1(t) &= \tilde{X}_2(t) & t = 0 \dots \infty \\ \tilde{I}_1(t) &= \tilde{I}_2(t) & t = 0 \dots \infty \\ \tilde{D}_1(t) &= \tilde{D}_2(t) & t = 1 \dots \infty\end{aligned}$$

In cui  $X_1(t)$  e  $X_2(t)$  rappresentano gli utili futuri che le imprese si attendono di ricevere a partire dal periodo attuale ( $t=0$ ) per un lasso di tempo indeterminato ( $t=\infty$ ).  $I_1(t)$  e  $I_2(t)$  danno la stessa tipologia di informazione con riferimento agli investimenti.  $D_1(t)$  e  $D_2(t)$  si riferiscono invece alla distribuzione dei dividendi che le imprese credono di attuare a partire dal periodo  $t=1$  (e non da  $t=0$ ) per un periodo di tempo indeterminato. I valori indicati non rappresentano dati certi, come già affermato sopra, ma piuttosto costituiscono distribuzioni di probabilità relative alle possibili somme per ogni categoria considerata (utili, investimenti e dividendi).

Gli autori indicano il rendimento  $R_1(0)$  che riceveranno gli azionisti dell'impresa 1 durante il periodo corrente con la seguente equazione:

$$\tilde{R}_1(0) = \tilde{D}_1(0) + \tilde{V}_1(1) - \tilde{m}_1(1) \tilde{p}_1(1)$$

Successivamente viene espresso il termine  $m_{i(1)}p_{i(1)}$  in termini di  $D_i(0)$ :

$$\tilde{m}_1(1) \tilde{p}_1(1) = \tilde{I}_1(0) - [\tilde{X}_1(0) - \tilde{D}_1(0)]$$

E sostituendo tale espressione nell'equazione iniziale otteniamo:

$$\tilde{R}_1(0) = \tilde{X}_1(0) - \tilde{I}_1(0) + \tilde{V}_1(1)$$

Questa equazione ci indica che il rendimento degli azionisti dell'impresa 1 al tempo 0 (periodo attuale) dipenda dall'ammontare di utili percepiti dalla società in  $t=0$ , dagli investimenti effettuati dalla stessa in  $t=0$  e dal valore futuro dell'impresa ( $t=1$ ). Effettuando lo stesso procedimento logico possiamo ottenere un'espressione equivalente per  $R_2(0)$ , il rendimento che percepiscono gli azionisti dell'impresa 2 in  $t=0$ .

Confrontando le due espressioni  $R_1(0)$  e  $R_2(0)$ , notiamo che  $X_1(0)$  e  $X_2(0)$  sono uguali per ipotesi, così come  $I_1(0)$  e  $I_2(0)$ . Inoltre, sotto la condizione di “*symmetric market rationality*”, il valore dell’impresa 1  $V_1(1)$  può dipendere esclusivamente dalle prospettive su futuri utili, investimenti e dividendi dal periodo  $t=1$  in poi, e anche questi per ipotesi sono identici per le due società. Ciò implica che  $V_1(1)=V_2(1)$ , e di conseguenza  $R_1(0)=R_2(0)$ . Ma se i rendimenti che ricevono gli azionisti delle due imprese sono gli stessi, la razionalità ci porta a concludere che anche  $V_1(0)$  e  $V_2(0)$ , valori correnti delle due società, devono essere uguali, indipendentemente da qualsiasi differenza nella politica dei dividendi attuata durante il periodo zero ( $t=0$ ). Possiamo estendere i risultati ottenuti e applicare lo stesso ragionamento per il periodo successivo, ovvero possiamo far differire le due imprese anche per i dividendi erogati nel periodo 1 (e non solo nel periodo 0), mantenendo ferme tutte le altre ipotesi fatte inizialmente. Vedremo così che  $V_1(2)=V_2(2)$ , ovvero che i valori delle due imprese saranno gli stessi in  $t=2$ , dato che essi dipendono da utili e investimenti futuri (uguali nelle due imprese per ipotesi). Ciò implica che anche i rendimenti percepiti dagli azionisti delle due imprese in  $t=1$  saranno gli stessi, ovvero  $R_1(1)=R_2(1)$ , e in base al ragionamento sopra riportato, anche i valori delle due società in  $t=1$ ,  $V_1(1)$  e  $V_2(1)$ , saranno gli stessi, a prescindere dall’erogazione dei dividendi che le società sceglieranno di attuare in  $t=0$  e in  $t=1$ . Estendendo tale risultato all’infinito ( $t=\infty$ ), Miller e Modigliani dimostrano che, data una determinata politica di investimento dell’impresa, la politica dei dividendi è assolutamente irrilevante nel determinare il valore di mercato corrente di un’impresa anche in condizioni di incertezza.<sup>30</sup>

## 2.2.2 I PARTITI DI CENTRO, DI DESTRA E DI SINISTRA

### IL PARTITO DI CENTRO

La tesi portata avanti da Miller e Modigliani ha dato vita al cosiddetto “Partito di centro”, secondo cui vi è un’assoluta irrilevanza della politica di distribuzione degli utili in un mondo in cui non esistono imperfezioni di mercato. I due autori affermavano che la politica di distribuzione degli utili dovesse essere considerata solo tenendo ferme le decisioni di investimento e di indebitamento, e che il valore che viene distribuito agli azionisti con le due tipologie di operazioni è esattamente lo stesso. Facendo un esempio esemplificatore possiamo rendere la trattazione più semplice. Se il prezzo di un’azione è di \$ 20 e l’impresa decide di pagare un dividendo di \$ 3, il prezzo del titolo dopo il pagamento scende in misura pari alla somma erogata, si attesterà quindi su un valore di \$ 17 (uguale alla differenza tra \$ 20 e \$ 3). In seguito all’erogazione del dividendo, la ricchezza di un’azionista che possiede una sola azione sarà sempre pari a \$ 20, di cui \$ 3 in contante e \$ 17 in azioni. Se invece impresa procede con un riacquisto di azioni proprie, effettuando l’operazione al prezzo di

<sup>30</sup> Miller M.H., Modigliani F., “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, in Journal of Business, 1961.



mercato, l'azionista avrà sempre una ricchezza di \$ 20, tutti in contanti. Un riacquisto non ha quindi come effetto quello di aumentare il prezzo delle azioni, ma evita la diminuzione del prezzo che si avrebbe il giorno del pagamento del dividendo se l'ammontare speso nel riacquisto fosse pagato come dividendo. Abbiamo quindi appurato che ciò che cambia non è la ricchezza dell'azionista, ma la modalità con cui essa si presenta. Fatte queste considerazioni, secondo il partito di centro la politica dei dividendi non influenza il valore e quindi la scelta tra dividendi e buyback è solo di natura tattica. Una società deciderà di riacquistare azioni proprie se vuole mantenere maggiore flessibilità, nel caso in cui si presentassero buone opportunità di investimento potrebbe infatti non riconfermare il programma di riacquisto per avere maggiore liquidità, evitando la scomoda pratica di dover tagliare i dividendi che si era deciso di aumentare. Un'altra società può invece decidere di pagare un dividendo per dare determinate informazioni agli azionisti, i quali avranno più fiducia nell'impresa e saranno sicuri che i manager non sprechino i flussi di cassa disponibili che vengono a creare investendo in progetti non redditizi e aumentando i loro compensi.

### *IL PARTITO DI DESTRA*

Il partito di destra, che ha come maggiori esponenti Graham e Lintner, focalizza l'attenzione sulle imperfezioni del mondo reale, presupposto che veniva poco considerato nell'analisi di Miller e Modigliani. Queste imperfezioni, secondo i sostenitori del partito, rendono i dividendi la migliore modalità possibile tramite cui è possibile distribuire i flussi di cassa in eccesso agli azionisti. In primis vi è una clientela naturale per le azioni con elevati rapporti di distribuzione degli utili, si pensi ad esempio alle persone anziane che detengono portafogli azionari formati da titoli che pagano alti dividendi, così facendo dispongono di una fonte certa di entrate con cui vivere. Nel caso in cui un investitore volesse ottenere una rendita periodica da azioni che non percepiscono un dividendo, egli dovrebbe vendere periodicamente una frazione dei suoi titoli, rendendo l'operazione più scomoda. Bisognerebbe inoltre pagare dei costi di transazione per ogni singola operazione, cosa che invece può essere evitata tramite la percezione di un dividendo sottoforma di assegno trimestrale (o semestrale/annuale). I sostenitori del partito di destra affermano inoltre che questa tipologia di investitori che preferisce azioni con dividendi stabili e regolari potrebbe essere disposta a pagare un prezzo maggiore per tali titoli. Vi è poi un'ulteriore motivazione che dovrebbe spingere gli azionisti a preferire azioni con alti dividendi, i comportamenti opportunistici dei manager, i quali senza un adeguato controllo potrebbero essere tentati di spendere le somme accumulate in modo poco saggio, costruendo imperi poco redditizi e aumentando i ritorni personali. Con un'erogazione generosa dei dividendi si assiste a un "razionamento" del budget, il management avrebbe a disposizione meno risorse e dovrebbe quindi fare delle scelte di investimento più accurate e precise, orientate esclusivamente alla creazione di valore.<sup>31</sup>

Possiamo quindi riassumere la tesi portata avanti dai conservatori di destra, secondo cui un aumento dei dividendi incrementa il valore dell'impresa, in tre punti fondamentali:

---

<sup>31</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", 2020, VIII Edizioni, McGraw Hill.

- 1) *Effetto clientela*: esiste una clientela naturale per le azioni di imprese che erogano regolarmente dividendi; inoltre alcune categorie particolari di investitori, come i fondi di investimento e le fondazioni, tendono a privilegiare azioni con alti dividendi poiché vengono considerati “reddito spendibile”, mentre i capital gain sono “aumenti del capitale” che non possono essere spesi. (Brealey, 2020);
- 2) *Fattore psicologico*: molti investitori sono rassicurati dal fatto che riceveranno un pagamento costante, sicuro e regolare nel tempo;
- 3) *Controllo del management*: gli azionisti possono controllare i comportamenti opportunistici dei manager che devono gestire grandi somme di denaro. In tal senso la politica dei dividendi può essere utilizzata dalle imprese per gestire e ridurre i costi di agenzia, i quali scaturiscono dal cosiddetto “*agency problem*”, secondo cui vi è un conflitto tra il management e gli azionisti dovuto a un’asimmetria informativa che caratterizza storicamente il rapporto tra le due categorie, e tale asimmetria porta spesso gli amministratori a non agire più nell’interesse dei soci ma unicamente nel proprio interesse.

## IL PARTITO DI SINISTRA

I sostenitori della sinistra radicale invece pongono l’attenzione su una variabile che è stata quasi del tutto ignorata da Miller e Modigliani nella loro analisi: l’imposizione fiscale, variabile che verrà approfondita nel prossimo paragrafo. Il partito di sinistra afferma che finché i dividendi vengono tassati con un’aliquota maggiore rispetto ai capital gain<sup>32</sup>, le imprese dovrebbero erogare i dividendi più bassi possibili. La liquidità in eccesso dovrebbe quindi essere trattenuta e reinvestita o comunque usata per riacquistare azioni. (Brealey, 2020)

Le tasse costituiscono senza dubbio una variabile importante da tenere in considerazione nella scelta fra le due modalità di remunerazione degli azionisti, e ogni investitore che paga le imposte prende necessariamente tale variabile in considerazione nel momento in cui sceglie in quale azione investire il proprio denaro. Nei sistemi moderni di tassazione, in quasi tutte le economie avanzate, le aliquote sui dividendi sono ormai uguali a quelle sui capital gain<sup>33</sup>, questo potrebbe far pensare che il partito di sinistra non può più far leva su tale argomentazione per spiegare la preferenza delle operazioni di buyback rispetto a quelle di aumento dei dividendi. Tuttavia permane un evidente vantaggio dei capital gain, esso è rappresentato dal fatto che le imposte sui dividendi devono essere pagate immediatamente, mentre quelle sui capital gain possono essere differite e pagate solo quando le azioni vengono vendute e i capital gain realizzati, e non solo maturati. Assume quindi un ruolo fondamentale in questa dinamica il fattore tempo, poiché tanto maggiore sarà la differenza

---

<sup>32</sup> Profitto derivante dalla vendita delle azioni a un prezzo superiore rispetto a quello di acquisto.

<sup>33</sup> In Italia entrambe le forme di reddito vengono tassate con un’aliquota del 26%. Negli Stati Uniti in entrambi i casi l’aliquota è pari a 10, 15 o a un massimo di 20 punti percentuali a seconda del reddito.

temporale tra momento della maturazione e momento di realizzo del capital gain, minore è il valore attuale delle imposte che devono essere pagate<sup>34</sup>, e quindi minore è l'effettiva aliquota di tassazione che l'azionista deve pagare. Seguendo questo procedimento abbiamo dimostrato che nonostante le aliquote su dividendi e capital gain siano spesso uguali, nella realtà vi è una differenza che continua ad avvantaggiare le operazioni di buyback e che continua a dare ragione, da questo punto di vista, ai sostenitori della sinistra radicale.<sup>35</sup>

Il partito di sinistra sostiene quindi che il mercato premi le imprese che perseguono la politica dei bassi dividendi<sup>36</sup>. Le imprese che distribuiscono alti dividendi starebbero invece commettendo un grave errore, in quanto probabilmente sono costrette a finanziare i dividendi con l'emissione di nuove azioni, provocando un danno agli azionisti, i quali sono costretti a pagare maggiori imposte, e all'impresa stessa che è costretta a sostenere elevati costi di transazione<sup>37</sup> connessi con l'emissione di azione.

### **2.3 TASSAZIONE DEI REDDITI DA AZIONI**

Una variabile importante da considerare nella scelta tra dividendi e riacquisti di azioni proprie è senza dubbio quella fiscale, come dimostra la sua centralità nelle argomentazioni portate avanti dai sostenitori del partito di sinistra. In questo paragrafo la nostra analisi avrà come focus i regimi di imposizione fiscale che caratterizzano i redditi da azioni, con particolare attenzione al contesto italiano e con riferimenti a due sistemi di tassazione molto diversi tra loro, quello statunitense e quello australiano.

Gli azionisti di un'impresa devono pagare le tasse sia sui guadagni provenienti dai dividendi che su quelli provenienti dai capital gain, ovvero dai guadagni in conto capitale che si ottengono in seguito alla vendita delle azioni (ciò che avviene nel caso di buyback). L'aliquota fiscale sui dividendi, storicamente, è sempre stata maggiore rispetto a quella sul capital gain, questa "regola" tuttavia differisce da paese a paese e nel corso degli anni ha subito diverse modifiche anche all'interno dei singoli paesi.

In Italia la normativa in materia di tassazione su dividendi e capital gain è stata modificata dalla Legge 205/2017, la cosiddetta Legge di Bilancio, che ha modificato principalmente la disciplina relativa alla tassazione dei dividendi percepiti dalle persone fisiche non in regime di impresa, parificando di conseguenza il trattamento relativo alle partecipazioni qualificate<sup>38</sup> e non qualificate.

---

<sup>34</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", 2020, VIII Edizioni, McGraw Hill.

<sup>35</sup> In alcuni paesi nonostante le aliquote d'imposta su capital gain e dividendi siano uguali, solo una parte dei capital gain è soggetta a tassazione se sussistono determinate condizioni. Per esempio in Australia solo la metà del capital gain è soggetta a tassazione se le azioni sono state detenute per più di 12 mesi.

<sup>36</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", 2020, VIII Edizioni, McGraw Hill.

<sup>37</sup> In questa categoria rientrano i costi amministrativi e uno spread per i sottoscrittori, i quali acquistano i titoli a un prezzo inferiore di quello di mercato.

<sup>38</sup> La definizione di "partecipazione qualificata" dipende dal fatto che la società sia o meno quotata. Nel primo caso, si parla di partecipazione qualificata solo se essa è maggiore del 2% del capitale votante e del 5% del complessivo; nel secondo caso, si parla di partecipazione qualificata se essa risulta maggiore del 20% del capitale votante e del 25% del capitale complessivo.

Dal punto di vista fiscale è necessario valutare il periodo in cui sono maturate le riserve di utili poi distribuite sotto forma di dividendi, ciò permette di individuare l'aliquota dovuta dal socio, la quale dipende dall'aliquota IRES<sup>39</sup> pagata dalla società nel periodo di riferimento.

È d'obbligo sottolineare quanto segue<sup>40</sup>:

- a) *Riserve di utili maturate fino al periodo d'imposta 2007*: in tal caso la società ha pagato l'IRES con l'aliquota al 33 %, e tali distribuzioni rilevano per il socio "qualificato" nella misura del 40%;
- b) *Riserve di utili maturate fino dal periodo d'imposta 2007 e fino al periodo d'imposta 2016*: nel caso di specie la società ha pagato l'IRES nella misura del 27,5% e la distribuzione rileva in capo al "socio qualificato" nella misura del 49,72%;
- c) *Riserve di utili maturate nel periodo d'imposta 2017*: la società ha pagato l'IRES nella misura del 24% e la distribuzione rileva in capo al socio "qualificato" nella misura del 58,14%;
- d) *Utili maturati a partire dal periodo d'imposta 2018*: la tassazione in capo al socio qualificato deve essere applicata nella misura secca del 26% sul 100% dell'utile (non conta l'aliquota IRES pagata dalla società);

Le regole di cui sopra sono valide a condizione che la distribuzione delle riserve maturate fino al 2017 sia deliberata entro il termine ultimo del 31 dicembre 2022; se la delibera avviene in un momento successivo anche per le riserve in questione si deve applicare la tassazione del 26% in capo al socio qualificato.

Avendo così approfondito l'aspetto che più ci interessava, ovvero la tassazione dei soggetti non in regime di impresa, andiamo adesso a enunciare tutte le possibili fattispecie.

La riforma nel suo complesso prevede:

- 1) Aliquota secca del 26% sui dividendi percepiti da persone fisiche non in regime di impresa, come sopra analizzato. Si prescinde completamente dalla natura della partecipazione (qualificata e non). Così facendo il socio non imprenditore percepisce direttamente il dividendo al netto della tassazione;
- 2) 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 applicano le aliquote IRPEF ordinarie;
- 3) Base imponibile pari al 5% per la percezione di dividendi da parte di società di capitali, con un'esenzione da imposta del 95% dei dividendi ricevuti che di fatto elimina la doppia tassazione (come accadeva già in Italia in passato col modello dell'imputazione).

L'aliquota fissa al 26% favorisce senz'altro coloro che percepiscono redditi più alti, in questo specifico caso non viene infatti applicato il principio di progressività su cui si basa il nostro sistema fiscale.

---

<sup>39</sup>Imposta proporzionale e personale che si ottiene tramite applicazione di un'aliquota unica, la cui entità, variata nel corso degli anni, è fissata al 24% dalla Legge di stabilità del 2016 (Wikipedia).

<sup>40</sup> Vivenzi C., Tassazione Dividendi e Partecipazioni: le novità dopo la legge di stabilità 2018.

Analizziamo adesso la tassazione sul Capital Gain<sup>41</sup>, calcolata sulla differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di acquisto. Essa avviene con l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 26%. Scegliendo la stessa aliquota per la tassazione dei dividendi e del capital gain il legislatore ha avuto come chiari obiettivi la semplificazione del sistema rispetto al passato e l'eliminazione degli effetti fiscali sulla distribuzione degli utili<sup>42</sup>, eliminando di fatto il vantaggio fiscale che storicamente hanno avuto i riacquisti sui dividendi. In realtà tale vantaggio permane se analizziamo un altro aspetto, ovvero il momento effettivo in cui avviene il pagamento delle imposte. Quelle sui dividendi devono essere pagate immediatamente, quelle sui capital gain invece possono essere differite e pagate solo quando le azioni vengono vendute e i capital gain realizzati (non semplicemente maturati). Maggiore è la differenza temporale fra momento della maturazione e momento di realizzo del capital gain, minore è il valore attuale delle imposte che devono essere pagate. Gli azionisti possono scegliere quando vendere le proprie azioni e quindi quando pagare l'imposta sui capital gain. Più a lungo si aspetta, minore è il valore attuale delle imposte sui capital gain che andranno versate<sup>43</sup>.

Facciamo un esempio pratico per chiarire la trattazione. Azioni acquistate per \$ 30 nel 2014 e vendute per \$ 40 nel 2018 avrebbero generato un capital gain di \$ 10 per azione e un'imposta di \$ 2 a un'aliquota marginale del 20%. Se supponiamo che un investitore decida di differire la vendita per un anno, in presenza di un tasso di interesse del 5%, il valore attuale delle imposte, calcolato nel 2018, scende a  $2,00/1,05 = \$ 1,9$ . Ciò implica che l'aliquota effettiva sul capital gain sia il 19% piuttosto che il 20%. Più a lungo si differisce la vendita, minore sarà l'effettiva aliquota di tassazione.

### 2.3.1 DOPPIA IMPOSIZIONE E SISTEMA DI IMPUTAZIONE

In molti paesi gli azionisti vengono tassati due volte, sia a livello di impresa tramite imposte sulle società di capitali, sia a livello personale con imposte sui dividendi o sui capital gain. Prendiamo come esempio<sup>44</sup> un'impresa che distribuisce l'intero reddito sotto forma di dividendi e guadagna \$ 100 per ogni azione prima delle imposte, essa pagherà l'imposta sulle società di capitali di  $0,21 \times 100 = \$ 21$ . Il dividendo rimanente è di \$ 79 per azione, il quale è successivamente assoggettato a un secondo livello di tassazione, consideriamo per esempio un'aliquota del 15% sugli azionisti. Essi pagheranno le imposte sul dividendo di  $0,15 \times 79 = \$ 11,85$ . Il reddito finale percepito dall'azionista è di \$ 67,15 a fronte di un dividendo lordo di \$ 100, ciò significa che l'aliquota d'imposta complessiva sia pari a  $(100 - 67,15) / 100 = 32,85\%$ .

Analizziamo ora brevemente la situazione negli Stati Uniti, paese in cui la doppia imposizione costituisce la regola della tassazione dei dividendi da sempre. Nel 2017 il Presidente Donald Trump ha proposto una riforma fiscale approvata dalla Camera del Congresso in data 19 Dicembre 2017, e successivamente approvata dal Senato e resa quindi effettiva a partire dall'inizio del 2018. L'obiettivo di tale riforma consiste in un taglio

---

<sup>41</sup> Differenza tra prezzo di emissione e prezzo di rimborso, ovvero una plusvalenza costituita dalla differenza tra il prezzo percepito all'atto della cessione della partecipazione e il costo d'acquisto al lordo degli oneri accessori (Art. 5, Legge n 448/2001)

<sup>42</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", 2020, VIII Edizioni, McGraw Hill.

<sup>43</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", 2020, VIII Edizioni, McGraw Hill.

<sup>44</sup> Esempio tratto dal volume "Principi di Finanza Aziendale", pagina 417.

complessivo di tasse pari a 1500 miliardi di dollari in 10 anni che viene perseguito tramite un abbattimento dell'aliquota d'imposta sugli utili d'impresa che passa dal 35% al 21%, con una diminuzione netta del 14%. Inoltre è stato previsto il rimpatrio dei capitali detenuti in territorio straniero a cui viene applicata un'aliquota dell'8%, facendo così un grosso favore alle multinazionali che, secondo recenti stime, detengono circa 2,4 trilioni di dollari in conti stranieri. Tornando alla nostra analisi, abbiamo detto che gli utili delle imprese vengono ora tassati con un'aliquota fiscale del 21%, successivamente il management definisce la politica di distribuzione dell'utile, andando così a destinare una parte di esso ai soci sotto forma di dividendi, su cui il singolo azionista paga un'ulteriore aliquota del 15%. Questa doppia tassazione è stata superata in numerosi paesi, tra cui Nuova Zelanda e Australia, in cui è presente un sistema di imposizione chiamato *imputazione*. Secondo questo sistema di imposizione fiscale, chi riceve un dividendo riceve anche un credito per l'imposta pagata dalla società che ha distribuito il dividendo, così facendo gli azionisti possono detrarre dal debito d'imposta personale l'imposta pagata dalla società (Brealey, 2020). In Australia gli azionisti dispongono di un credito completo, ciò significa che l'intero ammontare pagato dalla società come imposta sugli utili può essere detratto, cosa che invece non avviene in altri paesi che utilizzano questo sistema fiscale, in cui il credito d'imposta è inferiore a quanto effettivamente pagato dall'impresa. Possiamo quindi considerare gli Stati Uniti e l'Australia come due poli opposti, in quanto presentano sistemi di tassazione dei dividendi totalmente differenti tra loro, tutti gli altri paesi invece si trovano nel mezzo, adottando sistemi di imposizione fiscale che si avvicinano più a un paese o all'altro. L'Italia ha previsto per molti anni la tassazione dei dividendi secondo la regola del "credito di imposta", corrispondente al modello dell'imputazione introdotto nel 1977 dalla Legge Pandolfi. In quella situazione il credito d'imposta era ritenuto fondamentale per evitare che i dividendi venissero tassati a ogni passaggio tra società dello stesso gruppo, poiché il peso fiscale sarebbe stato insostenibile per come erano organizzati i gruppi italiani (su più livelli). Successivamente il credito d'imposta sui dividendi è stato cancellato dalla cosiddetta "Riforma Tremonti" del 2003.

Riepilogando, possiamo affermare che in un sistema di imposizione fiscale basato sull'imputazione è presente un solo livello effettivo di tassazione per gli utili distribuiti come dividendi, la tassazione dell'azionista (gli utili non distribuiti vengono invece assoggettati all'imposizione societaria). L'autorità fiscale raccoglie queste imposte attraverso le imprese e successivamente chiede all'azionista di pagare la differenza fra le imposte pagate dalla società e quelle che avrebbe dovuto pagare lui stesso, o rimborsa quelle pagate in eccesso<sup>45</sup>.

## **2.4 PAYOUT E CICLO DI VITA DELL'IMPRESA**

Concludiamo la nostra analisi del fenomeno mettendo in evidenza un aspetto che non è da trascurare, le opportunità di investimento che si possono presentare per un'impresa, le quali sono diverse a seconda "della

---

<sup>45</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", 2020, VIII Edizioni, McGraw Hill.

fase di vita” in cui l’impresa si trova.<sup>46</sup> Miller e Modigliani affermavano che la politica di distribuzione dell’utile dovesse essere una decisione residuale, ovvero che bisognasse prendere prima tutte le decisioni relative a investimenti e finanziamenti, e solo in un secondo momento valutare quanto distribuire ai soci e in che forma. Partendo da questa tesi, è facile supporre che l’erogazione dei dividendi dipenda fortemente dalle politiche d’investimento dell’impresa e quindi anche dal ciclo di vita della stessa. Possiamo affermare con certezza che un’impresa segue un “percorso”, e lungo questo sentiero le opportunità che le si presentano sono molto diverse. Un’impresa nella prima fase della sua vita (come una start-up) ha senza dubbio moltissime opportunità di investimento in progetti che presentano VAN<sup>47</sup> positivi. Per sfruttare tali opportunità il management ritiene saggio finanziare i progetti con gli utili che si sono generati durante l’esercizio, attuando un vero e proprio auto-finanziamento ed evitando così di dover ricorrere a fonti esterne e di dover sostenere eventuali costi di transazione, come costi di emissione di titoli e oneri fiscali. Ovviamente ne consegue che un finanziamento di questo tipo preclude la possibilità di poter distribuire ingenti dividendi, infatti la maggior parte delle imprese che attraversano la prima parte della loro vita non erogano somme in denaro per remunerare i loro azionisti, e questo è visto in modo positivo dai soci poiché è nel loro stesso interesse che l’impresa possa investire e crescere senza doversi indebitare eccessivamente e senza dover emettere ulteriori titoli in circolazione. La situazione cambia radicalmente nella fase di vita della maturità, in cui i progetti con valori attuali netti positivi diventano più rari. Vi è così un accumulo di denaro da parte dell’impresa, la quale non ha più motivi per mantenere nelle casse tali somme, né tantomeno la necessità di reinvestire l’intero flusso di cassa operativo. Inoltre gli investitori potrebbero temere il fatto che, come già ampiamente discusso, i manager investano tali somme in progetti da evitare, o che aumentino i loro premi in maniera spropositata. Proprio per contrastare questo insieme di problematiche, nel momento in cui l’impresa raggiunge una certa fase della sua vita si dà inizio a importanti politiche di distribuzione degli utili; la remunerazione dei soci può avvenire sia nella forma dei riacquisti di azioni che nella forma di dividendi in contanti, soprattutto quest’ultima modalità dà un segnale forte alla platea degli azionisti circa la disciplina finanziaria del management. Ovviamente non è semplice prevedere il ciclo di vita di un’impresa, non esiste infatti una regola precisa che ci indichi quando una società sia pronta a distribuire regolarmente contante e quando essa raggiunga la fase di vita della “maturità”.

Tuttavia ci sono dei segnali che possono dirci se il flusso di cassa disponibile di un’impresa è in eccedenza, in particolare:

- a) Se esso è positivo dopo aver effettuato tutti gli investimenti con VAN maggiore di zero;
- b) se il rapporto di indebitamento è prudente;

---

<sup>46</sup> Si segue la teoria del ciclo di vita proposta da DeAngelo H., DeAngelo L. e Skinner D., “Corporate Payout Policy”, in *Foundations and Trends in Finance*, 2008.

<sup>47</sup> Valore Attuale Netto, uguale alla differenza tra il valore attuale dei flussi di cassa generati da un progetto e l’investimento iniziale. Corrisponde alla creazione netta di valore di un investimento.

- c) se le riserve di denaro dell'impresa sono sufficienti a far fronte a ostacoli imprevisti o a opportunità inattese;<sup>48</sup>

Se la risposta a queste tre domande è affermativa, si è abbastanza certi che l'impresa disponga di liquidità in eccesso e che possa iniziare a distribuirla agli investitori senza correre particolari rischi finanziari.

---

<sup>48</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", 2020, VIII Edizioni, McGraw Hill.



## CAPITOLO 3

### 3.1 EVIDENZE EMPIRICHE SU DIVIDENDI E BUYBACK

Nella nostra analisi ci poniamo l'obiettivo di comprendere come le operazioni di erogazione dei dividendi e di riacquisto di azioni proprie siano state gestite e implementate dalle imprese nel corso degli anni, ponendo principalmente l'attenzione sul mercato statunitense per via della significatività che caratterizza tale contesto; esso si pone infatti da sempre come leader e pioniere in ambito economico a livello mondiale, nonché simbolo del modello anglosassone di corporate governance e del capitalismo più aggressivo, inteso come sistema economico-sociale che prevede come fine ultimo la creazione di valore e l'ottenimento di un surplus. Dal momento che la distribuzione della ricchezza, nel nostro caso da parte dell'impresa nei confronti dei suoi azionisti, è esattamente il punto centrale della nostra ricerca, possiamo usare il modello USA come punto di riferimento e possiamo così generalizzare i risultati che otterremo riguardo alle dinamiche che hanno assunto nel recente passato le politiche di distribuzione dell'utile.

In passato, come già accennato, le operazioni di "share repurchase" erano molto rare. Questa situazione dipendeva principalmente dal fatto che fino alla metà degli anni '80 i riacquisti di azioni proprie venivano considerate operazioni al limite della legalità, in alcuni casi erano espressamente vietate, in quanto venivano viste come una forma di manipolazione del prezzo di mercato e per questo le imprese che le attuavano andavano incontro a numerose cause legali. La situazione prese una piega diversa a partire dal Novembre 1982 quando la SEC approvò la Rule 10b-18 la quale attribuì finalmente una forma di protezione nei programmi di buyback contro la possibilità di venire citati in giudizio, a condizione che venissero rispettate delle condizioni con riferimento alle transazioni.<sup>49</sup> Questo evento segnò l'inizio di una nuova epoca per la politica di distribuzione degli utili attuata dalle imprese, nel corso degli anni infatti i buyback vennero resi legali o deregolamentati via via in tutte le economie avanzate<sup>50</sup> e non furono più visti come operazioni illegali e poco morali. Nella seconda metà degli anni ottanta essi iniziarono ad aumentare, mantenendosi comunque più bassi rispetto alla distribuzione dei dividendi che ancora costituiva la principale forma di remunerazione degli azionisti di un'impresa. Per il prosieguo della nostra analisi useremo degli indici di mercato che considerano un determinato numero di imprese statunitensi raggruppate in base a determinati parametri che ci interessa analizzare nello specifico. L'indice che maggiormente useremo prende il nome di Standard & Poor's 500, abbreviato con la notazione S&P 500<sup>51</sup>, il quale fu realizzato nel 1957 e segue l'andamento azionario di un paniere formato dalle 500 aziende statunitensi a maggiore capitalizzazione. Esso è un indice ponderato per la capitalizzazione e viene considerato l'indice azionario fondamentale su cui far affidamento per valutare

---

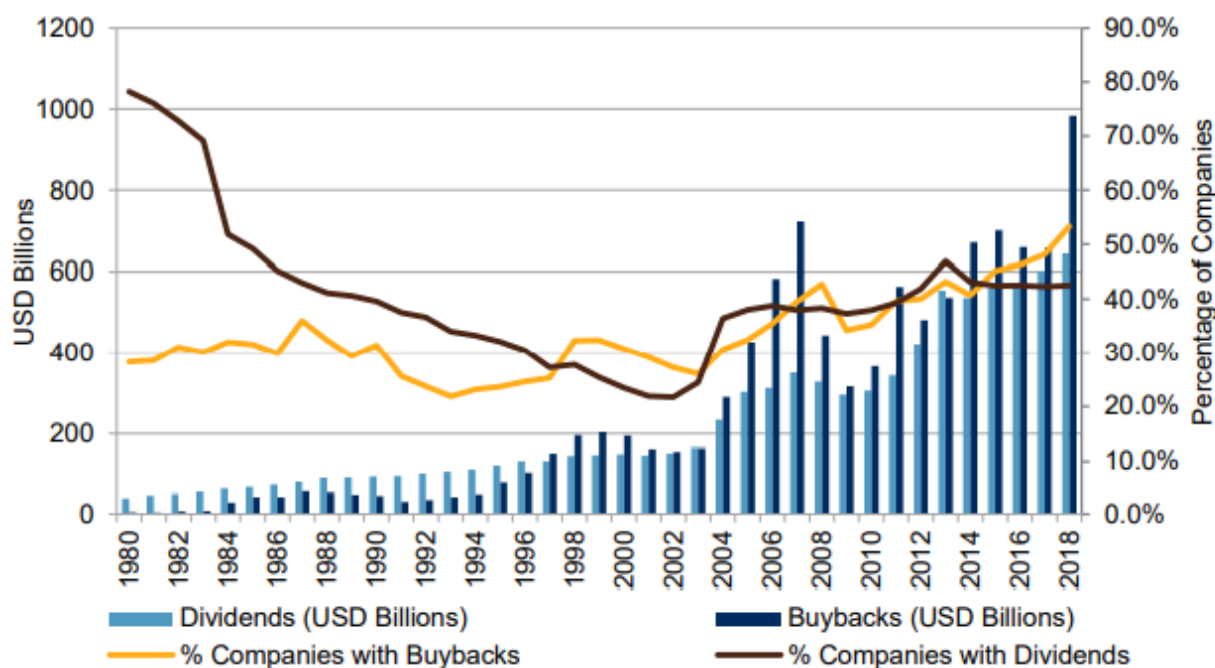
<sup>49</sup>Roberto Mazzei, "Azioni proprie e distribuzione del valore", 2013.

<sup>50</sup> In Germania i riacquisti di azioni proprie vennero deregolamentati nel 1998. In Giappone essi divennero legali nel 1995, in Svezia nel 2000.

<sup>51</sup> L'indice S&P 500 è gestito da S&P Dow Jones Indices, una Joint Venture di proprietà di S&P Global, e i suoi componenti vengono scelti da un comitato apposito che tiene in considerazione le azioni contrattate al New York Stock Exchange (NYSE), all'American Stock Exchange (Amex) e al Nasdaq.

l'andamento del mercato globale e dell'economia nel suo insieme. Le 10 maggiori società dell'indice rappresentano il 26% della capitalizzazione di mercato, elencandole in ordine di peso avremo: Apple Inc., Microsoft, Amazon, Alphabet Inc., Facebook, Johnson & Johnson, Berkshire Hathaway, Visa Inc., Procter & Gamble e JPMorgan Chase (Wikipedia). Con riferimento a suddetto indice, dal 1980 al 1995 la somma erogata dalle imprese sotto forma di dividendi e riacquisti di azioni proprie (considerati in modo aggregato) si è sempre mantenuta ben al di sotto dei 200 miliardi, oscillando attorno al valore dei 100 miliardi di dollari durante tutta la seconda metà degli anni ottanta e con un lieve incremento nella prima metà degli anni novanta. In questo periodo storico i dividendi erano ancora la maggiore fonte di remunerazione per i soci, e i riacquisti assumevano un carattere secondario nonostante fossero iniziati ad aumentare in seguito alla loro regolamentazione. Possiamo osservare la rappresentazione grafica di ciò che è stato appena detto nella figura 3.1, in cui è presente un grafico a barre che indica l'andamento dei dividendi (barra azzurra) e dei riacquisti di azioni<sup>52</sup> (barra blu) delle imprese statunitensi dal 1980 al 2018. Sono inoltre presenti due curve che rappresentano la percentuale di aziende con dividendi (curva in marrone) e buyback (curva in giallo) positivi durante lo stesso periodo di riferimento.

Figura 3.1 – Dividendi e Buyback aggregati pagati da società statunitensi e percentuale di aziende con dividendi e Buyback positivi.



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, Compustat.

Dal 1997 i riacquisti di azioni proprie hanno superato i dividendi e sono diventati la forma dominante di “corporate payout” negli Stati Uniti<sup>53</sup>, portando a un cambio strutturale delle politiche di distribuzione dell'utile; nel 1998 le sole operazioni di buyback hanno toccato un valore di 200 miliardi di dollari (bisognerà

<sup>52</sup> Espresi in miliardi di dollari

<sup>53</sup> Liyu Zeng, Priscilla Luk, “Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market”, S&P Global, March 2020.

aspettare fino al 2004 per vedere una somma simile erogata dalle imprese sotto forma di dividendi). Dagli inizi degli anni 2000 sia le operazioni di share repurchase che le erogazioni di dividendi sono cresciute costantemente, affrontando una grossa battuta d'arresto solo negli anni della grande crisi finanziaria che nel 2008 ha portato a un crollo degli utili delle imprese e di conseguenza a un crollo delle distribuzioni di ricchezza agli azionisti. Come è possibile vedere nel grafico, le diminuzioni relative ai riacquisti e ai dividendi sono molto diverse fra di loro, infatti questi ultimi sono diminuiti molto meno in percentuale, questo a causa della poca flessibilità che caratterizza i dividendi (come ampiamente discusso nel capitolo 2) che non ha permesso un loro taglio netto, cosa che invece è stata possibile con i riacquisti di azioni proprie la cui diminuzione ha conseguenze meno gravi per l'impresa<sup>54</sup> e fornisce informazioni diverse alla platea degli investitori (anche potenziali). Nel 2010 vi è stata un'inversione di rotta e l'ammontare di denaro speso dalle aziende per entrambe le operazioni ha ricominciato a crescere, fino a raggiungere il massimo storico nel biennio 2018-2019 (sarà oggetto d'analisi nella seconda parte di questo capitolo).

Considerando il periodo nel suo insieme (1980-2018) possiamo osservare dei dati molto significativi:

- a) Le imprese che nel 1980 pagavano i dividendi erano il 78% del totale, nel 2018 tale percentuale è scesa al 43%, con un decremento del 35%, questo dato ci indica che quasi la metà delle imprese che distribuiva dividendi ha smesso di farlo nel corso degli anni;
- b) Le imprese che nel 1980 effettuavano operazioni di riacquisto di azioni proprie erano il 28%, circa un quarto del totale. Nel 2018 tale percentuale è salita fino al 53%, con un valore quasi raddoppiato. Questo aumento è stato guidato da alcuni vantaggi che storicamente hanno caratterizzato i riacquisti di azioni, come i benefici fiscali e la flessibilità finanziaria.
- c) Il 2018 è stato l'anno con l'erogazione complessiva di liquidità più alta di sempre<sup>55</sup>, le imprese statunitensi hanno distribuito dividendi agli azionisti per un valore complessivo superiore a 600 miliardi di dollari e hanno riacquistato azioni proprie per un valore complessivo di quasi un bilione di dollari (1000 miliardi).

La figura 3.2 ci mostra invece i dividendi e i riacquisti di azioni come percentuale dell'utile per le società dell'indice S&P Composite 1500, che comprende società statunitensi a piccola, media e grande capitalizzazione e copre approssimativamente il 90% della capitalizzazione di mercato delle azioni statunitensi. Ciò che ci viene indicato dalla figura è in sintesi il payout ratio della maggioranza delle imprese americane nel periodo 1994-2018, in particolare osserviamo che:

- a) Fra il 1994 e il 2018 sono stati erogati mediamente dividendi pari al 36% degli utili aziendali, con periodi in cui tale percentuale è aumentata e periodi in cui invece è diminuita.

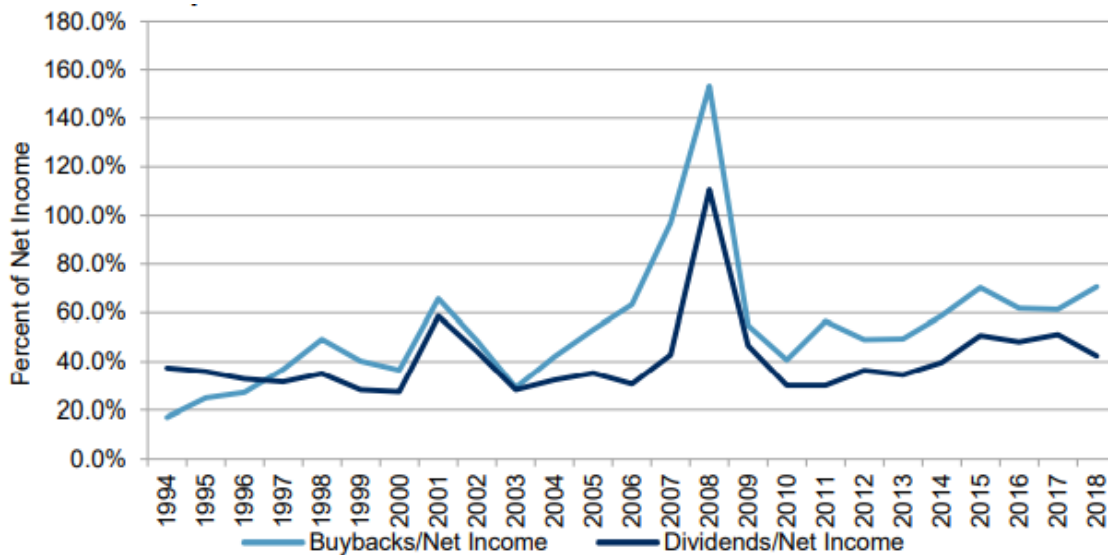
---

<sup>54</sup> Brav, Graham, Harvey e Michaely lo avevano dimostrato empiricamente tramite la loro indagine svolta su 384 dirigenti finanziari e riportata nell'articolo "Payout policy in the 21th Century" (2003).

<sup>55</sup> In seguito vedremo che verrà superata dal 2019.

b) La percentuale di utile netto distribuito sotto forma di riacquisti di azioni proprie è stata sempre superiore rispetto a quello erogato sotto forma di dividendi dal 1997 a oggi. Nello specifico si è passati dal 17% di utili distribuiti tramite operazioni di buyback nel 1994 al 71% registrato nel 2018.<sup>56</sup>

Figura 3.2 – Dividendi e Buybacks come percentuale dell’utile netto per le imprese appartenenti all’indice S&P Composite 1500 nel periodo 1994-2018.



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, Compustat.

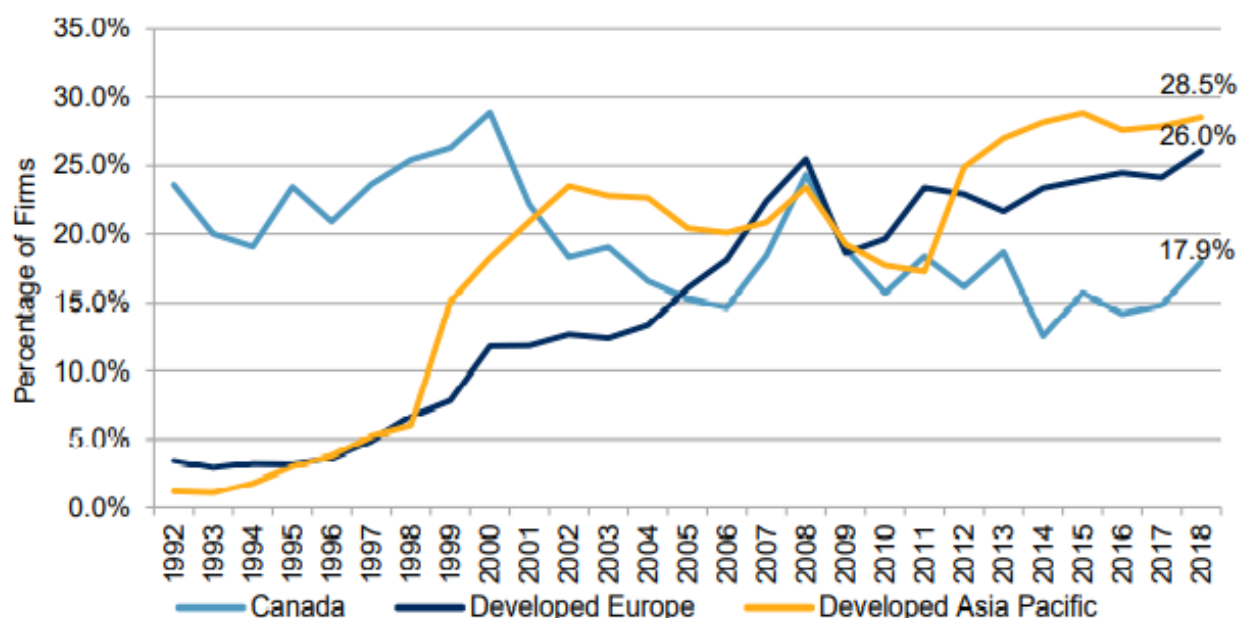
Notiamo inoltre che gli anni in cui le somme distribuite sono state maggiori rispetto agli utili conseguiti dall’impresa corrispondono con i periodi di crisi, in particolare durante la crisi finanziaria del 2000-2001 e in maniera ancora più evidente durante la grande recessione del 2007-2008. Questo dato ci dice molto su come le imprese abbiano affrontato questi periodi, esse vedevano infatti ridurre notevolmente i loro fatturati e di conseguenza i loro utili durante i periodi di forte crisi, ma nonostante questo continuavano a erogare liquidità nei confronti dei propri azionisti, anche se in misura minore rispetto ai periodi di espansione economica. Questa poca flessibilità della politica di distribuzione dell’utile, e in particolare della politica dei dividendi, portava quindi i rapporti  $\frac{Dividend}{Net\ Income}$  e  $\frac{Buybacks}{Net\ Income}$  a livelli molto alti, in quanto il denominatore del rapporto crollava e il numeratore diminuiva anch’esso ma in maniera meno che proporzionale. Ciò portò a situazioni al limite della sostenibilità nel periodo della crisi finanziaria del 2007-2008, in cui la liquidità erogata tramite dividendi fu uguale a circa il 110% delle entrate e le operazioni di buyback causarono un esborso pari al 150% degli utili conseguiti in quel periodo, ciò significa che dal 2007 al 2009 le imprese distribuivano più ricchezza agli azionisti di quanta ne accumulavano tramite l’attività d’impresa.

Tuttavia quest’aumento dell’utilizzo delle operazioni di buyback come forma alternativa di remunerazione dei soci non è osservabile esclusivamente in riferimento al panorama statunitense, ma i risultati possono essere estesi

<sup>56</sup> Liyu Zeng, Priscilla Luk, “Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market”, S&P Global, March 2020.

anche ad altre aree del mondo economicamente sviluppate. Nella figura 3.3 è possibile osservare come sia mutato lo scenario relativo gli acquisti di azioni proprie nel periodo 1992-2018 per l'Europa (vengono considerate congiuntamente le economie più avanzate del vecchio continente), per il Canada e per l'area dell'Asia che si affaccia sul Pacifico (anche qui il dato è unico e consiste in una media dei dati riscontrabili nelle economie avanzate dell'Asia).<sup>57</sup>

Figura 3.3 – Percentuali di imprese con operazioni di buyback positive nelle economie avanzate (ex USA).



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, Compustat.

Osserviamo che le imprese che effettuano riacquisti di azioni proprie nella maggior parte delle economie avanzate del pianeta sono aumentate in numero nel corso degli anni, ma si mantengono comunque a livelli molto inferiori rispetto alle società statunitensi, in cui più della metà di esse effettua operazioni di share repurchase. In particolare:

- In Europa* le imprese che nel 1992 riacquistavano azioni proprie costituivano il 4% della totalità, nel 2018 la stessa operazione coinvolgeva il 26% delle aziende;
- Nella macro-regione *Asia Pacifica*<sup>58</sup> le imprese che nel 1992 effettuavano buybacks erano meno del 2% del totale, tale dato cambiò drasticamente nel corso degli anni fino ad attestarsi su un valore pari a 28,5% nel 2018, con un incremento medio annuo di circa l'1%.
- Il *Canada* rappresenta un caso diverso e leggermente in controtendenza rispetto alle altre economie mondiali, le imprese canadesi infatti erano solite effettuare riacquisti di azioni proprie già all'inizio degli anni novanta, nel 1992 questo fenomeno interessava il 24% delle imprese. Questo dato è

<sup>57</sup> Liyu Zeng, Priscilla Luk, "Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market", S&P Global, March 2020.

<sup>58</sup> Con Asia Pacifica di solito si intende l'insieme delle nazioni asiatiche ed oceaniche le cui coste sono bagnate dall'Oceano Pacifico (Wikipedia).

assolutamente in linea con quello degli Stati Uniti, ciò è dovuto al fatto che il Nord America fu pioniere nell'attuazione di questa forma di remunerazione degli azionisti e arrivò quindi in anticipo rispetto alle altre aree del mondo in cui il fenomeno comincerà ad assumere proporzioni importanti a partire dai primi anni duemila, con un ritardo di circa un decennio. Nel 2018 le imprese canadesi che acquistavano azioni proprie erano scese al 17,9%, con un andamento in controtendenza rispetto agli altri paesi del mondo e un decremento di circa il 6% nell'arco di tempo considerato.

- d) Dal grafico è possibile notare che durante il periodo della crisi finanziaria che ebbe inizio negli anni 2007-2008, le operazioni di riacquisto di azioni subirono una brusca battuta d'arresto in tutte le aree sviluppate del mondo e non solo in America del Nord, ciò è dovuto alla grande flessibilità con cui queste operazioni vengono gestite e implementate dal management, il quale può decidere di non portare a termine o riproporre un programma di buyback se subentrano condizioni tali da mettere a rischio la stabilità finanziaria di un'impresa.<sup>59</sup>

La tabella 3.1 illustra in termini numerici come le aziende appartenenti all'indice S&P Composite 1500 abbiano distribuito il loro capitale negli ultimi 25 anni tramite dividendi, riacquisti di azioni proprie, acquisizioni e capital expenditures (CAPEX)<sup>60</sup>. Quest'ultima categoria rappresenta i flussi di cassa che le imprese utilizzano per la realizzazione di investimenti in immobilizzazioni, si tratta cioè di investimenti in capitale fisso. Le aziende, come è facile comprendere, non possono distribuire l'intero flusso di cassa della gestione operativa ai loro azionisti dal momento che almeno in parte questo dovrà essere reinvestito per mantenere le attività esistenti o crearne di nuove.<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> Tutti i dati riportati sono stati estratti dal paper scientifico "Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market", Liyu Zeng, Priscilla Luk, S&P Global, March 2020.

<sup>60</sup> La differenza fra i flussi di cassa in entrata da attività operative e i flussi di cassa in uscita per investimenti (tra cui rientra il valore di CAPEX) è nota come Free Cash Flow, il flusso di cassa che può essere distribuito ai soci dopo che tutte le operazioni di investimento sono state attuate.

<sup>61</sup> Definizione estratta dal sito della Borsa Italiana.

Sito: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-expenditures.html>

Tabella 3.1 – Distribuzione di capitale delle imprese dell'indice S&P Composite 1500 (in miliardi di dollari)

YEAR	MARKET CAP	DIVIDENDS	BUYBACKS	ACQUISITIONS	CAPITAL EXPENDITURE
1994	12,395	110	56	65	351
1995	11,481	119	87	112	419
1996	13,911	128	117	115	385
1997	19,395	136	170	133	428
1998	20,066	146	195	199	451
1999	13,695	157	215	234	478
2000	12,837	156	196	268	522
2001	11,632	155	172	217	535
2002	9,013	155	168	143	431
2003	11,548	171	177	169	409
2004	12,754	199	257	143	430
2005	13,247	259	388	220	480
2006	14,810	258	532	294	576
2007	14,910	299	673	351	612
2008	9,153	286	395	249	662
2009	11,601	255	300	139	513
2010	13,362	249	337	227	550
2011	13,225	279	525	302	663
2012	14,946	330	446	334	724
2013	19,380	365	522	224	739
2014	21,219	411	608	274	791
2015	20,755	457	633	268	746
2016	22,423	467	600	451	699
2017	22,293	492	590	349	719
2018	24,034	525	875	505	823

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, Compustat.

Osserviamo che dal 1994 al 2018, i cambiamenti nelle operazioni di buyback e nelle acquisizioni sono stati più significativi rispetto alle altre due tipologie di spesa delle imprese, questo dato assume una rilevanza ancora più importante nel periodo tra il 2008 e il 2011, in cui osserviamo:

- 1) Una diminuzione poco significativa nella spesa delle imprese per l'erogazione di dividendi, questa passa infatti da un valore complessivo di 286 miliardi di dollari nel 2008 a un valore di 279 miliardi di dollari nel 2011, con un decremento statisticamente poco rilevante a conferma della tendenza delle imprese a non modificare questa tipologia di spesa;
- 2) Una variazione molto significativa nella spesa delle imprese per le operazioni di buyback. Nel 2007 le imprese hanno acquistato azioni proprie per 673 miliardi di dollari, successivamente negli anni in cui la crisi è stata più severa c'è stato un crollo netto di tali acquisti con una spesa di 395 miliardi nel 2008, 300 miliardi nel 2009 e 337 miliardi nel 2010. Nel 2011, quando la fiducia dei consumatori e del

mercato statunitense ha ripreso a crescere si è assistito a una netta inversione di marcia con una spesa in buyback che è ritornata sui livelli pre-crisi, con 525 miliardi di azioni riacquistate dalle aziende (nel 2006, periodo precedente alla crisi, i buybacks erano stati pari a 532 miliardi di dollari);

Infatti, i riacquisti di azioni proprie seguono in modo fedele l'andamento del mercato, con un incremento sostanziale quando il mercato è al rialzo e un crollo quando il mercato è al ribasso. Questo non sorprende in quanto i flussi di cassa disponibili sono spesso più ridotti in tempi di crisi e i dividendi e le spese in conto capitale (CAPEX) rappresentano una priorità nella spesa delle imprese, le quali tendono a modificare altre voci di spesa (come le operazioni di share repurchase).

La tabella 3.2 illustra le politiche di distribuzione dell'utile da un punto di vista settoriale, è possibile infatti riscontrare analogie significative tra imprese appartenenti allo stesso settore del mercato, ciò indica che la natura stessa della specifica attività ha un ruolo importante nella remunerazione degli azionisti.<sup>62</sup>

Tabella 3.2 – Dividendi e riacquisti di azioni proprie a livello settoriale (Anni di riferimento 1999 e 2018, mercato USA).

S&P 500 SECTOR	COMPANIES WITH DIVIDENDS (%)			COMPANIES WITH BUYBACKS (%)			DIVIDEND YIELD			BUYBACK RATIO		
	1999	2018	MEDIAN	1999	2018	MEDIAN	1999	2018	MEDIAN	1999	2018	MEDIAN
Energy	92.0	93.3	85.9	64.0	83.3	59.8	2.4	3.5	2.0	0.4	2.3	2.1
Materials	85.7	100.0	93.4	71.4	88.0	71.9	1.9	2.2	2.1	1.3	2.0	1.5
Industrials	87.5	91.3	91.0	81.9	89.9	82.3	1.1	2.3	1.9	2.1	3.3	2.3
Consumer Discretionary	75.6	75.4	76.0	80.0	92.3	86.0	0.7	1.4	1.3	1.0	3.1	3.1
Consumer Staples	95.1	97.0	94.1	85.4	84.8	85.4	2.6	3.1	2.6	1.6	2.0	2.3
Healthcare	70.3	54.1	56.0	81.1	88.5	80.4	1.1	1.7	1.5	1.7	2.8	2.5
Financials	95.8	94.1	94.4	93.0	97.1	87.5	1.7	2.2	1.8	2.6	4.7	2.7
Information Technology	32.3	67.6	39.3	59.7	97.1	79.2	0.1	1.7	0.8	0.8	5.5	3.2
Communication Services	69.2	53.8	69.6	61.5	57.7	52.8	1.8	1.6	4.3	1.0	2.3	0.9
Utilities	92.5	100.0	95.8	60.0	39.3	38.6	4.5	3.3	3.6	2.7	0.3	0.5
Real Estate	NA	93.8	94.1	NA	68.8	52.6	NA	3.5	3.4	NA	0.5	0.4

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Capital IQ.

Storicamente il settore immobiliare e i cosiddetti “Defensive Sectors”, che comprendono i servizi di pubblica utilità, i servizi di comunicazione e i beni di prima necessità, sono quelli che pagano dividendi maggiori tra le imprese statunitensi a grande capitalizzazione, come indicato nella tabella dai loro maggiori dividend yields. I nostri dati ci danno informazioni sull'anno del 2018 e ci permettono di fare un confronto con l'anno 1999, per vedere com'è cambiata settorialmente la politica di distribuzione dell'utile nell'ultimo ventennio. Osserviamo

<sup>62</sup> Tutti le informazioni e i dati riportati nel paragrafo sono stati estratti dal paper scientifico “Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market”, Liyu Zeng, Priscilla Luk, S&P Global, March 2020.



che nel 2018 il 93,3% delle imprese del settore energetico distribuivano regolarmente dividendi, a fronte dell'83,3% che mettevano in atto operazioni di buyback. Un dato ancora più significativo è quello riferito al macro-settore dei materiali, in cui oggi il 100% delle imprese distribuisce dividendi regolari ai propri azionisti, con un sensibile aumento rispetto al 1999 in cui “solo” l'85,7% delle aziende del settore faceva lo stesso. Riscontriamo valori simili anche nei settori dei beni di consumo (97,0%), nel settore immobiliare (93,8%), nel settore industriale (91,3%) e nel settore che si occupa di servizi di pubblica utilità, in cui la totalità delle imprese (100% delle imprese, come nel settore dei materiali) decide di remunerare i propri soci tramite dividendi.<sup>63</sup>

In controtendenza rispetto ai dati riportati troviamo tutti quei settori che hanno una natura ciclica, le cui performance seguono i movimenti del mercato e vengono influenzate dai problemi e i pericoli che interessano l'intera economia. Questa tipologia di imprese preferisce remunerare i propri azionisti tramite riacquisti di azioni proprie per mantenere una maggiore flessibilità e per poter affrontare i momenti di difficoltà finanziaria.

In particolare nel settore dell'Information Technology (IT) le imprese che effettuano operazioni di buyback sono il 97,1% del totale, mentre solo il 67,6% delle stesse eroga dividendi regolarmente, il 32,4% delle società preferisce infatti non distribuire ricchezza in questa forma per non dover essere costretti a fare un passo indietro e dover annunciare un'interruzione in futuro, evitando così tutte le conseguenze negative che seguono a una diminuzione del pagamento dei dividendi. Il settore dell'IT è quello che maggiormente ha cambiato volto nell'ultimo ventennio, nel 1999 solo il 32,3% delle imprese tecnologiche distribuiva dividendi e il 59,7% riacquistava azioni proprie. Questo fenomeno è collegabile alla teoria sul ciclo di vita dell'impresa<sup>64</sup>, infatti essendo il settore particolarmente giovane tutte le imprese che si stavano lanciando in questo specifico mercato videro presentarsi ingenti opportunità di investimento (non ancora esaurite) con VAN positivi, e proprio per tale motivo preferivano mantenere livelli di distribuzione dell'utile molto bassi per poter finanziare i progetti redditizi reinvestendo il capitale all'interno dell'impresa, senza doversi affidare a finanziamenti esterni o all'emissione di nuove azioni. Anche nel settore finanziario le operazioni di buyback sono molto frequenti, con il 97,1% di imprese che riacquistano azioni proprie regolarmente e il 94,1% che erogano dividendi in contanti, a prova del fatto che le imprese finanziarie mantengono livelli aggregati di distribuzione dell'utile tra i più alti in assoluto.<sup>65</sup>

Risulta interessante valutare in termini di cifre il fenomeno dei buybacks nei due settori protagonisti (IT e finanziario). Estendendo la nostra analisi al primo trimestre del 2020<sup>66</sup>, il settore dell'IT ha continuato a

---

<sup>63</sup> Liyu Zeng, Priscilla Luk, “Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market”, S&P Global, March 2020.

<sup>64</sup> Teoria elaborata da DeAngelo H., DeAngelo L. e Skinner D., “Corporate Payout Policy”, in Foundations and Trends in Finance, 2008.

<sup>65</sup> Tutti i dati riportati sono stati estratti dal paper scientifico “Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market”, Liyu Zeng, Priscilla Luk, S&P Global, March 2020.

<sup>66</sup> I dati riportati in seguito sono estratti dal press release “S&P 500 Buybacks Return to \$200 Billion Range in Q1 2020; Expectations for Q2 2020 are Low as Companies Suspend Programs”, S&P Dow Jones Indices, Division of S&P Global.

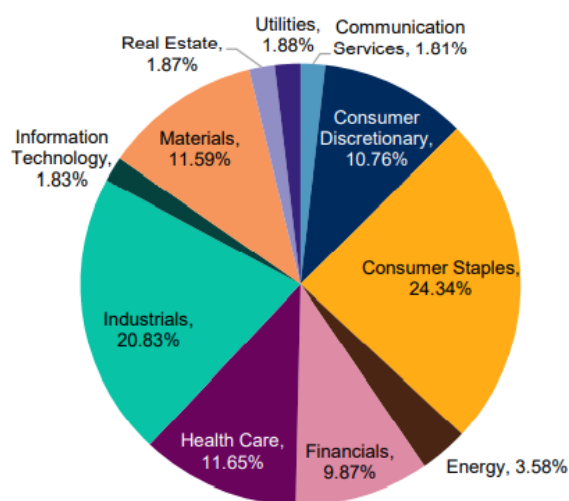
comandare la lista dei settori più “generosi”, con una spesa trimestrale di 59,4 miliardi di dollari, il 12% in più rispetto all’ultimo trimestre del 2019 (in cui la spesa era stata pari a 52,4 miliardi), ma più basso del 13% rispetto al primo trimestre dell’anno precedente (in cui la spesa era stata pari a 68 miliardi di dollari). Nella prima parte del 2020 il settore è stato protagonista del 29,8% dei buybacks totali. Nell’arco di un anno (da Marzo 2019 a Marzo 2020) la spesa complessiva delle imprese dell’Information Technology per le operazioni di buyback è stata pari a 216 miliardi, in diminuzione rispetto all’anno precedente in cui erano state acquistate azioni proprie per un valore di 283,1 miliardi di spesa.<sup>67</sup>

Il settore finanziario è rimasto secondo nella classifica della spesa per buyback, con un esborso nel primo trimestre dell’anno pari a 46,6 miliardi di dollari (7,2% in meno rispetto al primo trimestre dello scorso anno) ovvero pari al 23,5% di tutti i buyback attuati. Se consideriamo la performance del settore lungo tutto l’anno (da Marzo 2019 a Marzo 2020) la spesa complessiva è stata pari a 182,5 miliardi di dollari, con un incremento del 14,7% rispetto all’anno precedente. Tuttavia questi valori non hanno risentito della pandemia globale del Covid-19 che sta interessando l’intero pianeta, poiché essa ha avuto un fortissimo impatto sull’economia a partire dal secondo trimestre del 2020. A partire da questo periodo l’effetto che tali eventi hanno avuto sulle operazioni di buyback è stato impressionante, nel solo settore finanziario  $\frac{3}{4}$  delle imprese hanno deciso di annullare ogni operazione di riacquisto di azioni proprie in programma per far fronte finanziariamente a una crisi senza precedenti. Affronteremo nello specifico l’impatto della pandemia del Covid-19 sulla politica di distribuzione dei dividendi nell’ultimo paragrafo della trattazione.

### 3.1.1 S&P 500 DIVIDEND ARISTOCRATS e S&P 500 BUYBACK INDEX

Analizziamo brevemente due indici del mercato statunitense che possono aggiungere valore alla nostra analisi. Il primo prende il nome di S&P 500 Dividend Aristocrats e misura la performance delle imprese appartenenti all’indice S&P 500 che hanno perseguito una politica di aumento dei dividendi negli ultimi 25 anni.

Figura 3.4 – Suddivisione settoriale delle imprese dell’indice S&P 500 Dividend Aristocrats.<sup>68</sup>



<sup>67</sup> In genere il confronto si fa tra gli stessi trimestri di anni diversi per avere dati omogenei e più significativi. Storicamente, i primi due trimestri di ogni anno sono i periodi dell’anno in cui le imprese elargiscono maggiore liquidità agli investitori.

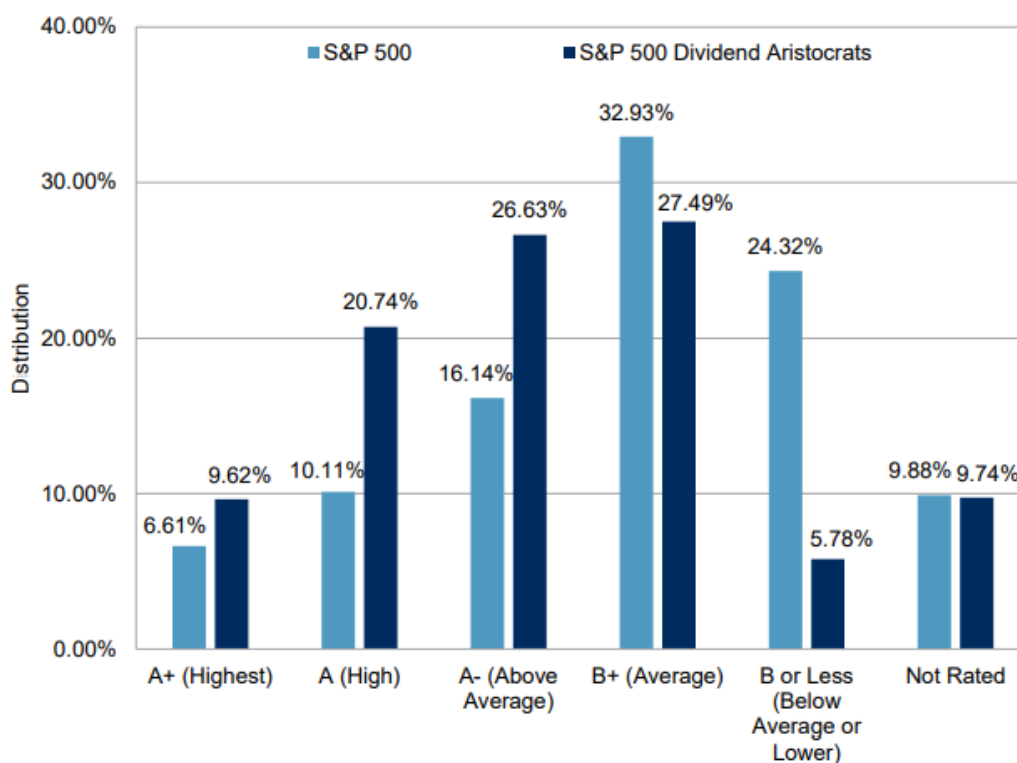
<sup>68</sup> Fonte: Smita Chirputkar, Aye M. Soe, “A Fundamental Look at S&P 500 Dividend Aristocrats”, S&P Global, February 2019.

La figura 3.4, riprendendo l'analisi svolta nel paragrafo precedente, ci mostra come sono suddivise settorialmente le imprese che distribuiscono i dividendi più alti nel contesto statunitense. Nel 2018 i componenti dell'indice erano 53, suddivisi in 11 settori di riferimento. L'indice S&P 500 Dividend Aristocrats è ben diversificato, nessun settore raggiunge il 25%. Le imprese più rappresentate sono quelle appartenenti al settore "Consumers Staples" (24,34% dell'indice) e al settore Industrials (20,83%). Le imprese appartenenti ai settori Financials, Health Care, Consumer Discretionary e Materials si attestano tutte intorno al 10% del totale. Infine, solo l'1,83% delle imprese appartenenti al settore dell'Information Technology fa parte delle imprese "Aristocrats".<sup>69</sup>

La capacità del management di mantenere dividendi stabili o di aumentarli nel corso degli anni indica senza dubbio la qualità dei guadagni di un'impresa e le sue prospettive di crescita futura, infatti le imprese che fanno parte di questo particolare indice possono fare affidamento su una certa forza finanziaria e su livelli di performance e utili sopra la media.

Nella figura 3.5 osserviamo il confronto in termini di "Quality Ranking"<sup>70</sup> tra l'indice S&P 500 Dividend Aristocrats e l'indice S&P 500, che comprende le prime 500 imprese statunitensi in termini di capitalizzazione.

Tabella 3.5 – Confronto tra gli indici S&P 500 Dividend Aristocrats e S&P 500 in termini di Quality Ranking.



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC. Dati riferiti a Dicembre 2018

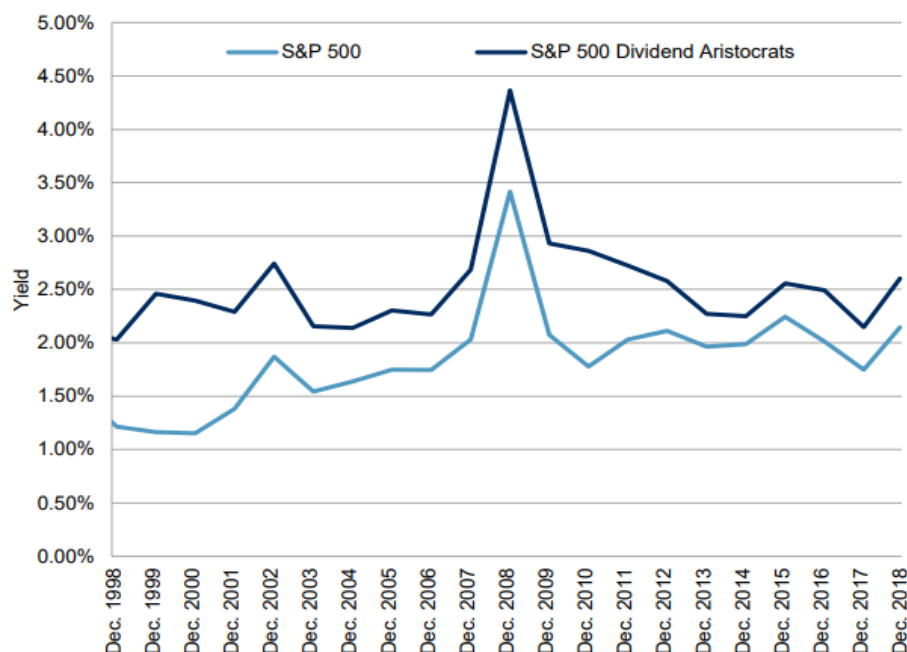
<sup>69</sup> Le informazioni e i dati riportati in questo paragrafo sono tratti integralmente dal paper scientifico "A Fundamental Look at S&P 500 Dividend Aristocrats" di Smita Chirputkar e Aye M. Soe, S&P Global, February 2019.

<sup>70</sup> Con "Quality Ranking" si indica una valutazione globale della qualità delle imprese. A ogni società viene assegnato un giudizio rappresentativo del suo valore reale. Un giudizio pari ad A+ indica che un'impresa ha una struttura finanziaria e gestionale solida, attua ottime scelte di investimento che crea valore per i suoi azionisti. Un giudizio pari a B o meno (B or Less) indica che un'impresa ha difficoltà nella normale operatività e non riesce a raggiungere gli obiettivi prefissati, la qualità risulta quindi al di sotto della media.

Notiamo subito che quasi il 57% delle imprese “Aristocrats” ha un rating pari ad A- o superiore, questo dato indica che più della metà delle imprese ha una buona struttura finanziaria, operativa e organizzativa, riuscendo a raggiungere senza grosse difficoltà l’obiettivo ultimo dell’attività di impresa: la creazione di valore per gli azionisti. Le imprese dello S&P 500 che hanno un giudizio qualitativo alto (da A- in su) costituiscono invece il 33% del totale, a conferma del fatto che le imprese che riescono a mantenere costanti (o ad aumentare) i dividendi negli anni possiedono una struttura finanziaria più solida e ottengono performance migliori. Inoltre un quarto delle imprese del benchmark di riferimento<sup>71</sup>, in particolare il 24,32%, hanno ottenuto una valutazione sotto la media (“Below Average or Lower”), contro un residuale 5,78% delle imprese “Aristocrats”. Ciò è un’ulteriore evidenza del fatto che le imprese che privilegiano l’erogazione di dividendi sono maggiormente “in salute” rispetto a quelle che non lo fanno e attuano investimenti più mirati alla creazione del valore.

Precisiamo infine che l’abilità di queste imprese di mantenere costanti o aumentare i dividendi per 25 anni consecutivi non avviene alle spese del tasso di dividendo<sup>72</sup>, questo significa che le imprese non raggiungono l’obiettivo tagliando il valore del dividendo rispetto al prezzo dell’azione, diluendo quindi la stessa spesa in più anni. La realtà dei fatti ci mostra esattamente il contrario. Nella figura 3.6 possiamo osservare che lo S&P 500 Dividend Aristocrats ha sempre mantenuto tassi più elevati rispetto al suo benchmark, con valori compresi tra il 2,1% e il 2,9% nei 21 anni presi in considerazione (dal 1998 al 2018). Il tasso di dividendo medio dell’indice “Aristocrats” è stato pari al 2,5%, ben più alto rispetto a quello dell’indice S&P 500 pari all’1,8%.

Tabella 3.6 – Confronto tra S&P 500 e S&P 500 Dividend Aristocrats in termini di tasso di dividendo (1998-2018);



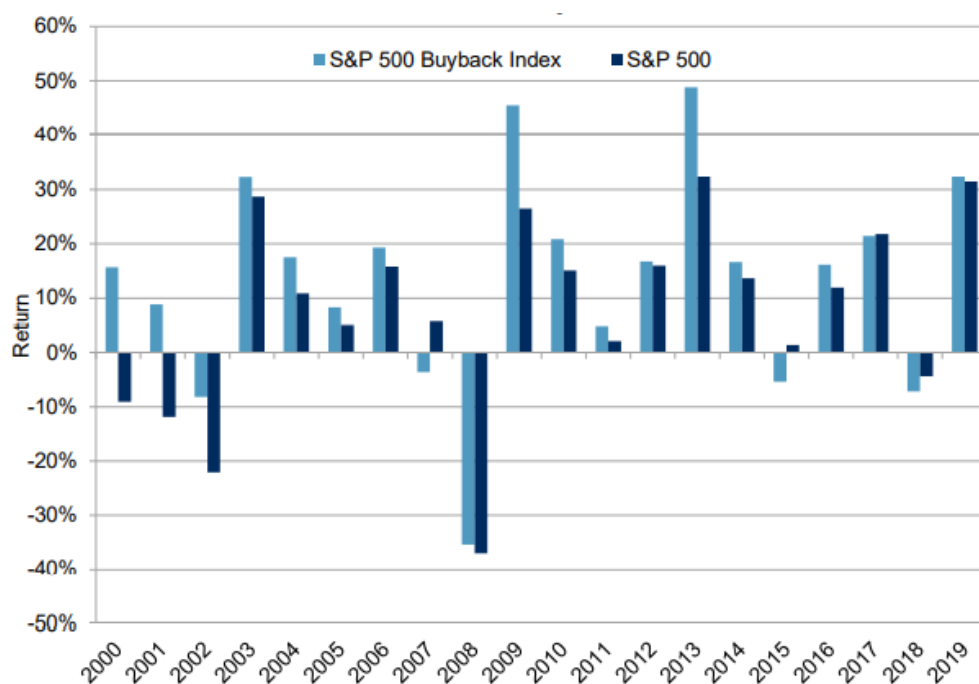
<sup>71</sup> Il benchmark di riferimento è l’indice S&P 500 costituito dalle prime 500 imprese statunitensi in termini di capitalizzazione

<sup>72</sup>  $Tasso\ di\ dividendo = \frac{Dividendo\ per\ azione}{prezzo\ di\ mercato\ dell'azione}$ ; Questo valore indica il dividendo annuo espresso come percentuale del prezzo dell’azione.

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC. Dati da Gennaio 1998 a Dicembre 2018.

L'altro indice che prendiamo in considerazione nella nostra analisi prende il nome di S&P 500 Buyback Index ed è costituito dalle 100 imprese del mercato statunitense con i più alti livelli di buyback ratio nell'anno preso in considerazione.

Figura 3.7 – Ritorni annui dell'indice S&P 500 Buyback a confronto con l'indice S&P 500



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC. Dati da Dicembre 1999 a Dicembre 2019.

Nella figura 3.7 ragioniamo in termini di ritorni annui delle imprese. Possiamo facilmente evidenziare che le società appartenenti all'indice S&P 500 Buyback hanno ottenuto performance migliori rispetto a quelle dell'indice S&P 500 in 16 dei 20 anni presi in considerazione nella nostra analisi, con guadagni molto al di sopra della media negli anni che vanno dal 2000 al 2002, nel 2009 (rimbalzo di mercato conseguente alla crisi finanziaria) e nel 2013.<sup>73</sup>

Possiamo osservare un dato significativo relativo alla volatilità, le imprese con buyback maggiori sono quelle con una variabilità di rendimenti maggiore e tendono a seguire ed ampliare i movimenti del mercato. Notiamo quindi prestazioni migliori rispetto all'indice S&P 500 in termini di guadagni negli anni in cui l'economia è in espansione, e risultati peggiori del nostro benchmark negli anni in cui l'economia è in difficoltà o in recessione, è questo che accadde negli anni in cui l'indice S&P 500 Buyback ha ottenuto guadagni minori rispetto al nostro benchmark di riferimento, ovvero nel 2007, nel 2015 e nel 2018. In riferimento al periodo

<sup>73</sup> Liyu Zeng, Priscilla Luk, "Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market", S&P Global, March 2020.

complessivo, l'indice S&P 500 Buyback ha sovraperformato l'indice S&P 500 del 5,5% annuo, con una volatilità leggermente superiore.

### **3.2 IMPATTO DEL COVID-19 SULLA DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI A LIVELLO GLOBALE**

Il pericolo che un virus potesse avere delle ripercussioni sull'economia reale mondiale, nonché sulla nostra vita di tutti i giorni, era remoto e difficilmente pronosticabile fino ai primi mesi del 2020. Successivamente tra febbraio e marzo dello stesso anno l'epidemia da Coronavirus ha colpito tutti i continenti, costringendo i governi dei paesi a imporre un lockdown ritenuto necessario per il contenimento del virus e dei suoi effetti sugli individui. La chiusura forzata si è estesa a tutte le attività economiche, escluse quelle di primissima necessità (principalmente supermercati e farmacie) per ovvi motivi, e questo fenomeno ha portato a una paralisi economica globale, con una caduta verticale sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta. Le imprese di tutto il mondo hanno così dovuto affrontare il periodo più buio della storia recente (e non solo) con ripercussioni gravissime sulla stabilità finanziaria delle stesse e, ovviamente, con implicazioni sulle politiche di distribuzione degli utili. Nei primi mesi dell'anno le imprese non hanno attuato nessun tipo di modifica a livello operativo né finanziario in quanto il pericolo era solo potenziale e la situazione emergenziale sembrava essere confinata solo in certe aree del mondo, principalmente in Cina nella regione di Wuhan. Quando il virus ha varcato i confini cinesi (e asiatici in generale) sbarcando in Europa<sup>74</sup> e in America le imprese di queste aree hanno dovuto mutare radicalmente le loro scelte di investimento, finanziamento e remunerazione dei soci e sono state completamente spiazzate dal rapido susseguirsi degli eventi che hanno portato a una crisi sanitaria ed economica senza precedenti, con ripercussioni serie per tutte le economie del mondo. Anche la politica dei dividendi delle imprese è cambiata radicalmente a partire dal secondo trimestre del 2020; si ritiene opportuno dedicare questo paragrafo conclusivo all'impatto che il Coronavirus ha avuto sulle scelte riguardanti l'erogazione dei dividendi, concentrandoci non esclusivamente sul contesto statunitense ma estendendo la nostra analisi alle principali economie globali.

Iniziamo la nostra analisi facendo un passo indietro e analizzando brevemente la situazione dei dividendi nel 2019.<sup>75</sup> In questo anno i dividendi complessivi globali sono saliti del 3,5% rispetto all'anno precedente segnando il record storico di 1430 miliardi di dollari distribuiti. Tale crescita è stata trainata principalmente dagli Stati Uniti (490,8 miliardi distribuiti, +4,7% rispetto all'anno precedente), dal Canada (+9,5%), dal Giappone (85,7 miliardi, +6,3% in termini sottostanti<sup>76</sup>) e dai paesi emergenti, basti pensare che la Russia ha ottenuto una crescita sottostante dei dividendi del 26,7%. Le aree del mondo che invece sono rimaste indietro

---

<sup>74</sup> L'Italia è stata il primo stato europeo colpito dalla pandemia da coronavirus, raggiungendo ben presto una situazione sanitaria ed economica drammatica.

<sup>75</sup> I dati analizzati in questa parte sono estratti dall'indagine trimestrale "Janus Henderson Global Dividend Index", Edition 25, February 2020. Sito: [https://cdn.janushenderson.com/webdocs/JHGD1+Ed+25+Report+\\_ITALIAN.pdf](https://cdn.janushenderson.com/webdocs/JHGD1+Ed+25+Report+_ITALIAN.pdf)

<sup>76</sup> La crescita sottostante indica la crescita dei dividendi complessivi rettificati per i dividendi straordinari, la variazione della valuta, gli effetti temporali e le variazioni dell'indice

rispetto alla media globale sono soprattutto la regione Asia-Pacifico (-0,2% in termini sottostanti) e l'Europa con un'erogazione complessiva di 251,4 miliardi (-2% rispetto all'anno precedente, ma se si rettifica il dato per le oscillazioni dei tassi di cambio e per altri fattori si ottiene una crescita sottostante del 3,8%). La crescita dei dividendi in Europa è stata la più lenta del mondo non solo in riferimento al 2019, ma anche se consideriamo l'intero decennio appena trascorso; infatti la crescita sottostante europea dal 2009 al 2019 è stata pari al 53% a fronte di una media globale del 97% (circa il 7% annuo). A fini conoscitivi riportiamo anche che l'erogazione complessiva dei dividendi a livello globale nell'ultimo decennio è pari a 11400 miliardi di dollari, una cifra a dir poco impressionante.

L'Italia, insieme ai Paesi Bassi, è il paese ad aver registrato nel 2019 l'aumento maggiore nella distribuzione dei dividendi con una crescita rispetto all'anno precedente del 6%, che diventa pari all'8% se considerata in termini reali (rettificata per i parametri sopra enunciati). La somma erogata dalle imprese è pari a 16 miliardi di dollari, con i settori dei trasporti e dei servizi di pubblica utilità che hanno influito pesantemente sul dato grazie all'acquisizione della spagnola Albertis da parte di Atlantia e grazie al forte incremento di Enel e Terna.<sup>77</sup>

Nel primo trimestre del 2020 la pandemia non ha praticamente impattato sulla distribuzione dei dividendi da parte delle imprese per i motivi spiegati sopra.<sup>78</sup> A livello globale essa è anzi aumentata del 3,6% con un esborso complessivo di 275,4 miliardi di dollari, trainata dal Nord America (+5,6% in termini reali rispetto all'anno precedente per il Canada), dal Giappone e in parte dall'Europa (+0,8% di crescita sottostante).

Nel secondo trimestre del 2020 la situazione ha subito radicali cambiamenti dovuti al lockdown e la crisi sanitaria dovuta al Covid-19 ha provocato un abbattimento netto degli utili aziendali nonché una diminuzione fisiologica dei dividendi, fenomeni che ora analizzeremo nello specifico.

Figura 3.8 – Tasso di crescita annuo dei dividendi nel secondo trimestre 2020 (a livello globale);

#### DIVIDENDI ANNUALI PER REGIONE (IN MILIARDI DI DOLLARI)

Regione	2016	%*	2017	%*	2018	%*	2019	%*	T2 2019	%*	T2 2020	%*
Mercati emergenti	\$89,2	-22	\$105,8	19	\$127,5	20,6	\$141,9	11,3	\$37,9	18,9	\$35,7	-5,9
Europa (Regno Unito escluso)	\$223,2	5	\$225,1	1	\$256,6	14,0	\$251,4	-2,0	\$150,3	-6,1	\$83,4	-44,5
Giappone	\$64,7	23	\$70,0	8	\$79,1	13,0	\$85,4	8,0	\$39,3	9,4	\$37,7	-4,2
Nord America	\$445,0	1	\$475,7	7	\$509,7	7,2	\$535,1	5,0	\$133,9	5,2	\$134,0	0,1
Asia Pacifico (Giappone escluso)	\$117,8	3	\$141,6	20	\$150,4	6,3	\$147,7	-1,8	\$39,7	-6,3	\$32,9	-17,2
Regno Unito	\$93,0	-3	\$95,7	3	\$99,6	4,1	\$105,8	6,2	\$34,5	7,9	\$15,6	-54,2
Totale	\$1032,9	0	\$1113,8	8	\$1223,0	9,8	\$1267,3	3,6	\$435,6	1,4	\$339,2	-22,0
Dividendi tranne top 1200	\$131,1	0	\$141,3	8	\$155,2	9,8	\$160,8	3,6	\$55,3	1,4	\$43,0	-22,0
TOTALE	\$1164,0	0	\$1255,1	8	\$1378,2	9,8	\$1428,1	3,6	\$490,9	1,4	\$382,2	-22,0

\* % variazione

Fonte: Janus Henderson Global Dividend Index, Edition 27, August 2020.

<sup>77</sup>Elaborazione dei dati:

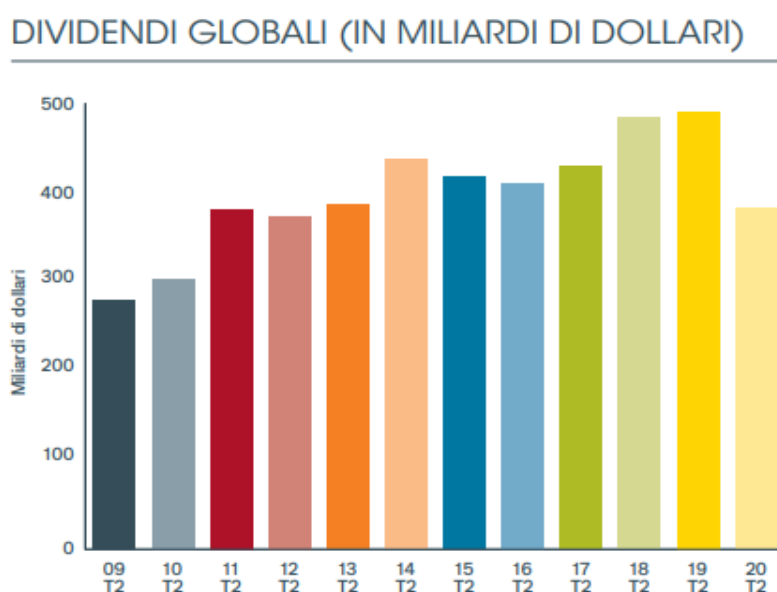
<https://quifinanza.it/finanza/borsa-record-dividendi-nel-2019-distribuiti-nel-mondo-1-430-miliardi-dollari-35/352933/#:~:text=%20Borsa%3A%20record%20dividendi%2C%20nel%202019%20distribuiti%20nel,Nel%202019%20i%20dividendi%20distribuiti%20sono...%20More%20;>

<sup>78</sup> I dati analizzati in questa parte della trattazione sono stati estratti dall'edizione 26 del "Janus Henderson Global Dividend Index" di Maggio 2020. Sito: <https://cdn.janushenderson.com/webdocs/JHGDI+Ed+26+Report+ Global.pdf>

Il secondo trimestre dell'anno è stato sconvolto da un evento senza precedenti che ha stravolto la quotidianità di tutto il mondo, causando un impatto sui dividendi drammatico.<sup>79</sup>

La figura 3.8 mostra che il calo complessivo è stato del 22% rispetto all'anno precedente, equivalente a una diminuzione sottostante del 19,3%<sup>80</sup>, il peggior decremento trimestrale almeno dalla crisi globale finanziaria del 2007. Il dato è graficamente apprezzabile nella figura 3.9, in cui si riesce a comprendere la dimensione del fenomeno. Nonostante i dividendi in valore assoluto si siano mantenuti su livelli simili agli anni post crisi finanziaria, il decremento percentuale a cui si è assistito non ha precedenti nell'ultimo decennio, con un calo complessivo di 108,1 miliardi, attestandosi sul valore di 382,2 miliardi di dollari.

Figura 3.9 – Dividendi globali (in miliardi di dollari)



Fonte: Janus Henderson Global Dividend Index, Edition 27, August 2020.

Nel mondo circa il 27% delle società (oltre ¼) ha tagliato le somme distribuite come dividendi, e la metà di esse ha addirittura annullato le distribuzioni. I dividendi che hanno resistito maggiormente all'impatto della pandemia sono quelli del settore sanitario e del settore delle comunicazioni, mentre le distribuzioni del settore finanziario sono tra quelle che hanno maggiormente subito il colpo. Osserviamo che i dati che maggiormente hanno influito sul risultato globale sono i risultati negativi dell'Europa (-44,5%) e del Regno Unito (-54,2%).

<sup>79</sup> I dati e i grafici rappresentati in quest'ultima parte della trattazione sono estratti integralmente dall'indagine trimestrale "Janus Henderson Global Dividend Index", Edition 27, August 2020.

Sito: <https://cdn.janushenderson.com/webdocs/JHGDII+-+Edition+27+-+ASIA.pdf>

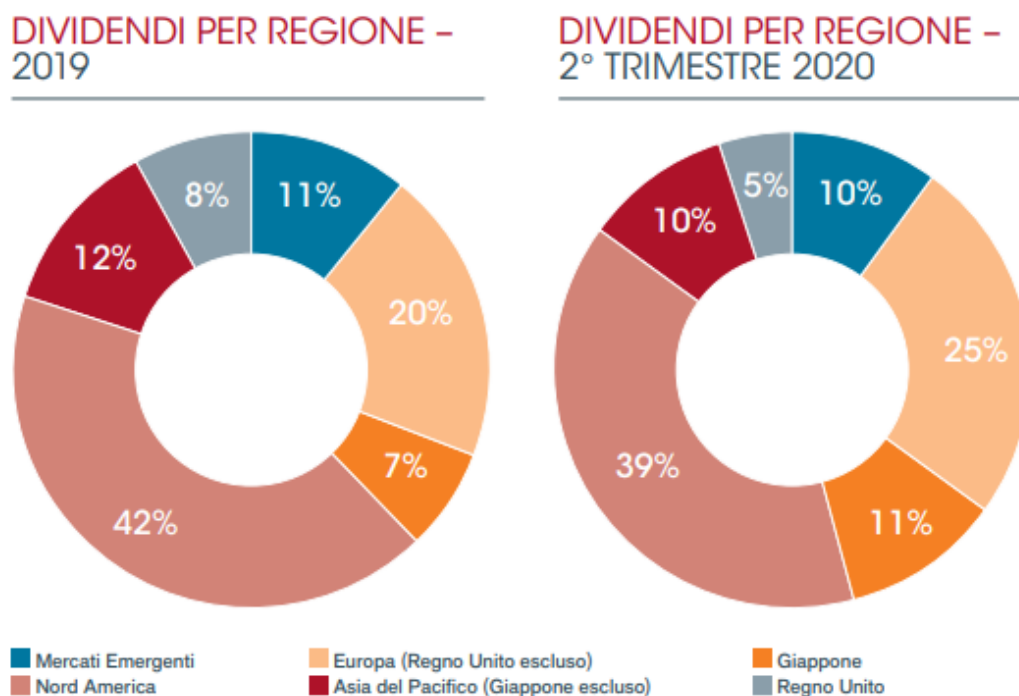
<sup>80</sup> Ricordiamo che questo valore differisce da quello in termini "nominali" in quanto lo rettifica per i dividendi straordinari, la variazione della valuta, gli effetti temporali e le variazioni dell'indice;



Ampliamo la nostra trattazione andando a vedere come la distribuzione dei dividendi sia effettivamente mutata nelle aree economiche più sviluppate del pianeta, con un focus sugli Stati più significativi.<sup>81</sup>

## NORD AMERICA

Figura 3.10 – Dividendi globali suddivisi per regione geografica



Fonte: Janus Henderson Global Dividend Index, Edition 25, February 2020.

I dividendi in Nord America sono aumentati molto velocemente nell'ultimo decennio con una crescita del 136% rispetto al 2009. La figura 3.10 a sinistra ci indica il dato riferito all'anno 2019 in cui il 42% dei dividendi globali sono stati distribuiti proprio in questa area del mondo, più del doppio rispetto alla seconda area (Europa col 20% dei dividendi globali). La figura a destra indica lo stesso dato riferito però al secondo semestre del 2020, con un "mosaico" rimasto pressochè invariato, con una lieve diminuzione del dato del Nord America (da 42% a 39%) che ha poca significatività.<sup>82</sup>

Tornando ad analizzare come il Covid-19 abbia modificato le scelte delle imprese, il Nord America è senza dubbio la zona geografica ad aver retto maggiormente l'urto della pandemia. I dividendi del secondo trimestre risultano pressochè invariati rispetto all'anno precedente, con un leggero incremento pari allo 0,1% e un valore complessivo distribuito pari a 123 miliardi di dollari.

Negli Stati Uniti la maggior parte delle imprese stabilisce i dividendi una volta l'anno e successivamente li distribuisce in quattro rate uguali. Nonostante l'emergenza sanitaria ed economica le società non hanno

<sup>82</sup> "Janus Henderson Global Dividend Index", Edition 27, August 2020, op. cit.

modificato le distribuzioni, centinaia di società hanno invece optato per la sospensione dei programmi di riacquisto di azioni proprie con un risparmio complessivo superiore ai 700 miliardi di dollari (stima fornita da Goldman Sachs).

Come riporta l'analisi di Janus Henderson nel suo rapporto trimestrale "Janus Henderson Global Dividend Index" (JHGDI)<sup>83</sup>:

- 1) Su 335 società prese in considerazione negli Stati Uniti, 296 di esse (ovvero il 90%) hanno incrementato i dividendi o li hanno mantenuti costanti nonostante la pandemia globale. Oltre la metà delle 39 imprese restanti ha annullato completamente il dividendo, come fatto dal colosso Boeing, nonché da altre linee aeree e società del settore dei viaggi. Anche i colossi automobilistici General Motors e Ford hanno bloccato qualsiasi pagamento di dividendi, ma ciò non ha influito sulla distribuzione generale poiché, come già detto, altre imprese hanno aumentato l'erogazione e hanno compensato perfettamente i tagli degli altri settori.
- 2) In Canada, dove la pandemia ha avuto un effetto più contenuto rispetto agli Stati Uniti, i dividendi non hanno subito ripercussioni e sono saliti del 4,1% in termini sottostanti. Pochissime società hanno tagliato o annullato i loro programmi di distribuzione degli utili, tra queste la principale è la società Suncor Energy che non ha preso questa decisione a causa dell'epidemia ma per problemi di natura diversa. Nel contesto canadese le banche hanno svolto un ruolo fondamentale, dimostrandosi solide e affidabili; il sistema bancario non ha ceduto alle pressioni delle autorità per tagliare i dividendi, come invece è avvenuto in Europa, nel Regno Unito e in Australia, e la maggior parte di esse li ha addirittura incrementati.

## *EUROPA*

Storicamente il secondo semestre è il più importante in Europa poiché i 2/3 dei dividendi annuali vengono erogati in questo periodo, questo avviene perché la maggior parte delle aziende paga il dividendo una volta l'anno in primavera (e non trimestralmente come negli Stati Uniti).

Il 54% delle imprese europee ha ridotto le distribuzioni rispetto all'anno precedente, e ben 2/3 di queste ha optato per l'annullamento. Si è sentita la necessità di preservare i patrimoni e la liquidità delle società per far fronte al futuro incerto, per questo motivo alcune società hanno dovuto sospendere il pagamento dei dividendi per ordine delle autorità; è questo il caso delle banche, le quali in molti paesi (Francia in primis) hanno dovuto rinunciare all'erogazione di liquidità agli azionisti. Si stima che dal solo settore bancario dipenda il 50% della flessione totale rispetto all'anno precedente, mentre altre aziende sono state "costrette" a tagliare i dividendi per poter accedere alle agevolazioni e ai prestiti erogati dallo Stato.

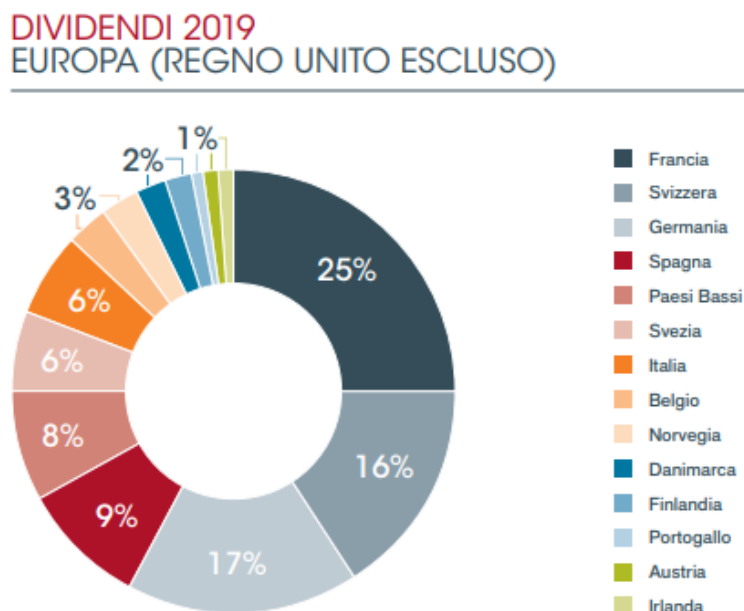
---

<sup>83</sup> I dati e i grafici rappresentati sono estratti integralmente dall'indagine trimestrale "Janus Henderson Global Dividend Index", Edition 27, August 2020. Il Janus Henderson Global Dividend Index (JHGDI) è uno studio a lungo termine sulle tendenze dei dividendi globali.

Sito: <https://cdn.janushenderson.com/webdocs/JHGDI+-+Edition+27+-+ASIA.pdf>

I dividendi complessivi in Europa sono scesi del 45%, se consideriamo il dato sottostante invece il decremento si attesta al 40%. Oltre alle banche, i settori che hanno contribuito a rendere il dato così negativo sono quelli delle costruzioni e dei trasporti, nonché il settore aerospaziale.

Figura 3.11 – Dividendi in Europa: suddivisione per paese.



Fonte: Janus Henderson Global Dividend Index, Edition 25, February 2020.

Dobbiamo però specificare che i risultati variano molto da paese a paese, la figura 3.11 mostra infatti le grandi differenze nelle distribuzioni dei vari Stati, proprio per questo motivo risulta necessario analizzarli separatamente<sup>84</sup>:

- 1) La Francia è il primo paese in Europa per ricchezza distribuita agli azionisti sotto forma di dividendi, nel 2019 rappresentava il 25% dell'intero continente. In seguito alla pandemia le distribuzioni sono crollate del 57%, scendendo a un valore pari a 13,3 miliardi di dollari. Buona parte di questo crollo (circa 1/3) è attribuibile alle banche, ma anche le società industriali e dei beni di consumo sono state duramente colpite. Circa l'80% delle società francesi ha deciso di tagliare o annullare completamente le distribuzioni.
- 2) Anche la Spagna e l'Italia sono tra i paesi che hanno subito le conseguenze maggiori. Il paese iberico ha subito un calo del 70% dovuto principalmente al calo delle distribuzioni di Inditex (gestore dei negozi Zara). L'Italia distribuisce circa il 6% dei dividendi complessivi europei, ma in questo trimestre

<sup>84</sup> I dati e i grafici rappresentati sono estratti integralmente dall'indagine trimestrale "Janus Henderson Global Dividend Index", Edition 27, August 2020.

Sito: <https://cdn.janushenderson.com/webdocs/JHGDII+-+Edition+27+-+ASIA.pdf>

ha subito un forte decremento dovuto principalmente all'annullamento del dividendo di Intesa Sanpaolo, il quale ha causato oltre 1/3 del calo complessivo.

- 3) Nei Paesi Bassi circa il 75% delle società ha tagliato o annullato le operazioni per cui i dividendi complessivi sono scesi del 53%<sup>85</sup>.
- 4) La Germania ha avuto un rendimento migliore degli altri paesi europei con un decremento di “soli” 19 punti percentuali rispetto al secondo trimestre del 2019. Qui non vi è stata una chiara indicazione da parte delle autorità di sospendere i dividendi, ma piuttosto si è assistito a pressioni di vario genere a differenza degli altri paesi in cui in molti casi la distribuzione è stata proprio vietata. Questo ha permesso alle imprese tedesche di reggere l'urto. In particolare il settore assicurativo e quello bancario, a parte Deutsche Bank, non hanno optato per il taglio dei dividendi e hanno mantenuto il decremento entro livelli normali.
- 5) Il Regno Unito<sup>86</sup> ha registrato un decremento del 54,2% dei dividendi a causa del Covid-19, con un'erogazione pari a 15,6 miliardi di dollari (nel secondo trimestre del 2019 erano 34 miliardi). Solo la Francia e la Spagna hanno riportato risultati peggiori in Europa.
- 6) Infine merita menzione la Svizzera, seconda in Europa per la somma erogata ogni anno sotto forma di dividendi (16% del totale nel 2019). Le imprese elvetiche hanno mantenuto le distribuzioni invariate rispetto all'anno precedente, ottenendo il risultato migliore di tutto il vecchio continente.

#### *ASIA DEL PACIFICO, GIAPPONE E PAESI EMERGENTI*

Nell'ultimo decennio i dividendi *in Asia* sono aumentati enormemente con un incremento del 124% e con le performance migliori registrate in Corea del Sud e a Taiwan.<sup>87</sup> Nell'area del Pacifico l'Australia, da cui dipende circa il 40% dell'erogazione totale dell'Asia, è la regione ad aver subito l'impatto maggiore del coronavirus sulla distribuzione dei dividendi. Cali importanti hanno interessato anche Singapore, la Corea del Sud in cui Hyundai ha sospeso ogni forma di pagamento e Hong Kong che ha subito la fortissima crisi del settore dell'intrattenimento. L'intera area pacifica ha visto crollare l'erogazione dei dividendi di 11,8 punti percentuali nel secondo trimestre del 2020, con circa un terzo delle aziende che ha tagliato o annullato i dividendi.

*Il Giappone* merita una particolare menzione in quanto è la regione con la crescita dei dividendi più rapida al mondo, guadagnando il 173% in dieci anni. Questo fenomeno è dovuto alla volontà delle imprese nipponiche di distribuire una percentuale sempre più alta di ricchezza agli azionisti. Il Covid-19 non ha avuto un forte impatto sulle aziende giapponesi grazie alla solida situazione patrimoniale che le caratterizza, infatti nel

---

<sup>85</sup> Il calo è stato causato per buona parte dalle mancate distribuzioni di ING per 1,9 miliardi di dollari.

<sup>86</sup> La Gran Bretagna non viene considerato nella suddivisione mostrata dalla figura 3.10 in seguito alla Brexit che ha portato alla sua uscita definitiva dall'Europa.

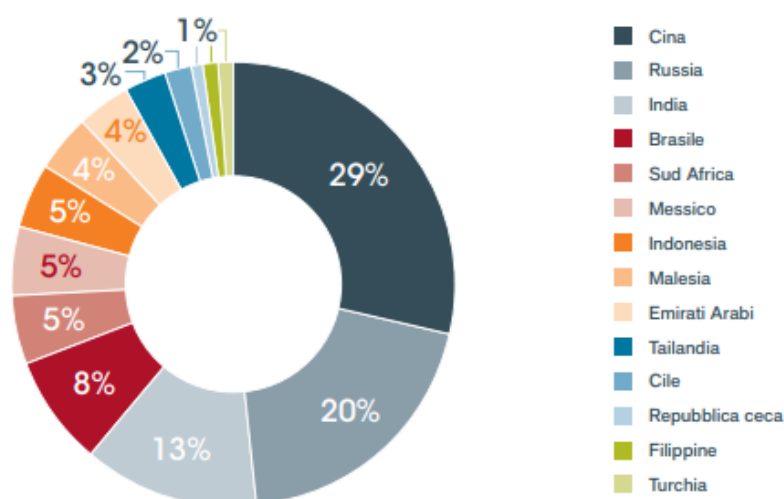
<sup>87</sup> Indagine trimestrale “Janus Henderson Global Dividend Index”, Edition 25, February 2020. Sito: <https://cdn.janushenderson.com/webdocs/JHGDI+Ed+25+Report+ ITALIAN.pdf>

periodo di riferimento l'80% di esse ha incrementato i dividendi o li ha mantenuti stabili, provocando una diminuzione complessiva di appena il 3,1% in termini reali.<sup>88</sup>

Concludiamo la nostra analisi con i *mercati emergenti* anche se risulta molto difficile valutare l'impatto del Covid-19 per queste particolari aree del mondo. Negli ultimi 10 anni i dividendi di queste aree sono quasi raddoppiati, anche se bisogna considerare con cautela i dati relativi alla Russia e all'India poiché considerati abbastanza "imprevedibili". *La Cina*, come si può osservare nella figura 3.12, è il primo paese in termini di erogazione di dividendi tra i mercati emergenti con il 29% del totale. Qui i dividendi sono strettamente legati agli utili aziendali e quindi variano significativamente in base alla situazione economica generale e alle tendenze di mercato. I dividendi complessivi dei mercati emergenti sono scesi del 25% rispetto al dato dell'anno precedente, ma tale valore si attesta al 13% se ragioniamo in termini reali (valore aggiustato per il valore della valuta, i dividendi straordinari ecc..).

Figura 3.12 – Suddivisione dei dividendi nei paesi emergenti

### DIVIDENDI 2019 MERCATI EMERGENTI



Fonte: Janus Henderson Global Dividend Index, Edition 25, February 2020

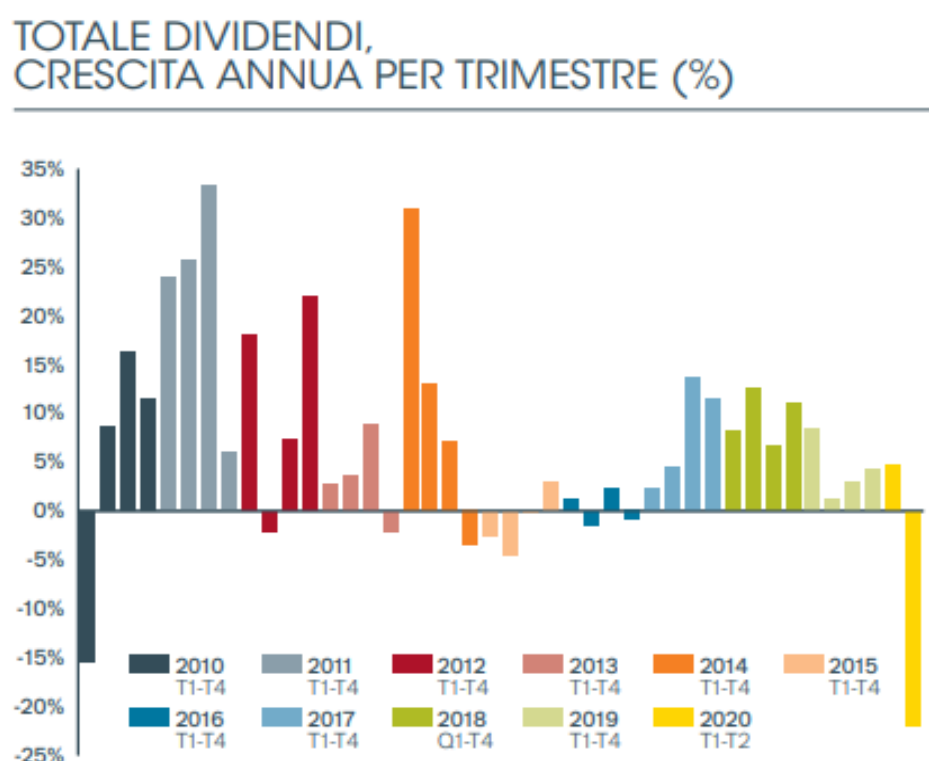
Possiamo concludere la nostra analisi circa l'impatto del Covid-19 sull'erogazione dei dividendi affermando che se il primo trimestre del 2020 non ha risentito dell'emergenza sanitaria poiché ancora circoscritta a poche aree del mondo, il secondo trimestre ha invece subito le conseguenze sia dello stop generale dell'economia sia della mancanza di fiducia degli investitori e delle imprese, le quali si sono trovate catapultate in una situazione drammatica senza precedenti in cui il lockdown e il crollo della domanda globale di beni e servizi hanno contribuito ad abbattere gli utili aziendali e con essi i dividendi erogati dalle imprese.

Come possiamo osservare nella figura 3.13 i dividendi globali hanno subito un crollo verticale senza precedenti poiché le società hanno dovuto fronteggiare un deficit di liquidità e saggiamente hanno pensato di

<sup>88</sup> Nissan Motor è una delle 4 aziende giapponesi ad aver annullato del tutto l'erogazione dei dividendi. La motivazione non correlata alla pandemia.

intervenire sulla politica di distribuzione dell'utile piuttosto che mettere a rischio la stabilità finanziaria dell'impresa, la quale in molti casi è risultata comunque compromessa. Così facendo si è andati contro la teoria classica secondo cui il management di un'impresa non dovrebbe mai modificare le distribuzioni dei dividendi (se non per aumentarle), intervenendo piuttosto sulle altre forme di spesa come i riacquisti di azioni proprie. Gli eventi verificatisi nel secondo trimestre del 2020 non hanno invalidato questa tesi in quanto la situazione a cui si è assistito è di carattere eccezionale, e proprio a causa della sua enorme portata è stato necessario ricorrere al taglio dei dividendi su larga scala e non agire esclusivamente sulle operazioni di buyback.

Figura 3.13 – Totale dividendi: crescita annua per trimestre (%)

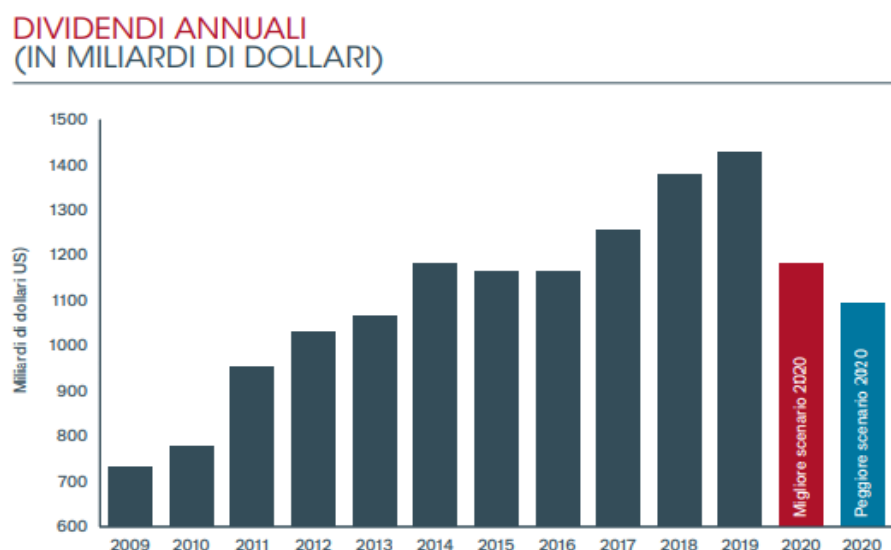


Fonte: Janus Henderson Global Dividend Index, Edition 27, August 2020.

In conclusione si riportano le stime elaborate nello studio di Janus Henderson (figura 3.14), secondo cui è possibile prevedere due scenari possibili in riferimento al 2020:

- 1) Il “Best case” indica un calo complessivo dei dividendi del 19% in termini reali, il che porterebbe a un'erogazione su base annua pari a circa 1180 miliardi di dollari nello scenario migliore;
- 2) Il “Worst case” indica un calo complessivo più significativo, pari circa al 25% in meno rispetto al 2019 in termini reali. In questo caso le distribuzioni totali su scala globale ammonterebbero a 1100 miliardi di dollari;

Figura 3.14 – Previsioni sul livello dei dividendi a fine 2020.



Fonte: Janus Henderson Global Dividend Index, Edition 27, August 2020.

In entrambi i casi il 2020 sarà l'anno peggiore in termini di distribuzione dei dividendi almeno dalla crisi finanziaria globale, con una situazione meno grave negli Stati Uniti rispetto a Europa e Australia. La causa di questa discrepanza è da ricercare nell'enorme quantità di riacquisti di azioni proprie che le società statunitensi sono solite attuare da almeno un decennio. Per fronteggiare un periodo di crisi economica e sanitaria come quello causato dal Covid-19 queste società hanno momentaneamente interrotto tutti i programmi di share repurchase per garantire maggiore disponibilità di liquidità, e non torneranno sui precedenti livelli di spesa per buyback per tutto il 2020 e probabilmente per l'intero 2021, assicurandosi una flessibilità che le imprese del vecchio continente non possono sfruttare.

## Conclusioni

Abbiamo visto in tutta la nostra trattazione che le imprese hanno sempre distribuito ricchezza ai propri soci come forma di remunerazione per il loro investimento. Ciò che invece è cambiato nel tempo è la modalità con cui le società erogano questa liquidità; come ampiamente discusso, la distribuzione sotto forma di dividendi, ovvero tramite pagamento regolare con cadenza trimestrale o annuale, ha sempre rappresentato un pilastro fondamentale delle politiche di distribuzione degli utili, in qualunque area geografica del mondo e in qualunque periodo. Recentemente però, e in particolare dalla metà degli anni ottanta, le operazioni di buyback si sono affiancate ai dividendi. Da quando questa pratica è diventata legale i manager di tutto il mondo hanno considerato i riacquisti di azioni proprie come una valida alternativa alla distribuzione regolare di dividendi, in molti contesti aziendali le due operazioni vengono invece viste come modalità complementari per remunerare gli investitori, basti pensare a Apple e Microsoft, i due colossi mondiali che ogni anno sono costretti a distribuire buona parte della loro ricchezza a causa dell'imbarazzante tesaurizzazione di denaro, e per fare questo utilizzano entrambe le modalità, affiancando al pagamento trimestrale di dividendi ingenti operazioni di share repurchase. Le imprese al giorno d'oggi riacquistano azioni proprie molto frequentemente, si potrebbe addirittura dire che vi sia una sorta di regolarità in questi programmi, notiamo però una differenza sostanziale con i dividendi: mentre questi ultimi difficilmente vengono tagliati dalle imprese, le società rinunciano ai riacquisti di azioni proprie quando la stabilità finanziaria dell'impresa lo richiede. La nostra analisi ci ha portato a risultati molto chiari: nei momenti storici caratterizzati da un'espansione economica i dividendi vengono mantenuti costanti o incrementati di poco, cercando una continuità col passato. In questi periodi in cui l'economia cresce, crescono anche i fatturati delle imprese grazie alla maggiore domanda da soddisfare, ciò porta inevitabilmente a un incremento degli utili che implica una maggiore distribuzione di ricchezza tramite operazioni di buyback, le quali crescono a tassi molto più elevati rispetto ai dividendi. In questi periodi le imprese riacquistano azione non solo per premiare gli azionisti, ma anche per raggiungere obiettivi diversi come la riduzione della dimensione del capitale, la ristrutturazione dell'assetto azionario o il miglioramento degli indici finanziari dell'impresa. Le evidenze empiriche ci hanno mostrato che nei periodi di recessioni economica la situazione è completamente diversa. Possiamo prendere in considerazione la grande recessione del 2007 dovuta alla crisi finanziaria, in periodi come questo le imprese hanno delle priorità di spesa, ciò significa che cercheranno di tagliare delle uscite monetarie per poterne mantenere delle altre. Nell'ambito della politica di distribuzione dell'utile, nei periodi di crisi le aziende fanno il massimo sforzo per mantenere invariati i dividendi, questo perché un taglio di essi porterebbe con sé un insieme di informazioni che andrebbero inevitabilmente ad alterare la reputazione aziendale e l'immagine agli occhi degli investitori (attuali e potenziali). Le imprese tagliano i dividendi solo quando sono sicure che il calo dei profitti sia duraturo e i ritorni siano più volatili e incerti rispetto al passato, proprio per questo il prezzo azionario crolla in seguito ad annunci di tagli di dividendi. Per evitare situazioni di questo tipo, le imprese scelgono invece di intervenire su un altro fronte e di modificare esclusivamente la quantità dei riacquisti di azioni in modo tale da poter mantenere certi livelli di dividendi ed evitare di infondere sfiducia negli investitori e nel mercato. Per le



motivazioni appena elencate il numero e la dimensione delle operazioni di buyback crollano durante i periodi di crisi; questo è lo scenario a cui abbiamo assistito durante la crisi finanziaria del 2007-2008 e che si sta ripetendo nel 2020 a causa della pandemia globale. Le imprese sono state costrette a chiudere le loro attività per mesi, la domanda e l'offerta della maggior parte dei beni e servizi è crollata e con essi gli utili aziendali, ciò ha portato a un crollo verticale dei riacquisti di azioni proprie in quasi tutte le regioni del mondo; vi è stata inoltre una diminuzione forzata dei dividendi da parte delle imprese in maggiore difficoltà, le imprese con una situazione finanziaria più stabile hanno invece cercato di mantenerli stabili anche in una situazione di assoluta emergenza come quella che sta affrontando l'economia globale. Dalla nostra analisi è inoltre emerso che il Nord America ha retto bene l'urto della pandemia, la variazione dei dividendi è stata solo dello 0,1% rispetto al 2019 e la linea adottata dalle imprese americane è stata quella della continuità rispetto al passato; solo i dati potranno dirci come si comporteranno le imprese in futuro, ogni previsione risulta infatti priva di senso in una situazione così instabile. Anche il Giappone ha risposto bene alla crisi, la variazione in termini reali delle distribuzioni è stata del -3,1%, un dato molto positivo che può essere ricollegabile alla solida situazione patrimoniale che caratterizza le imprese giapponesi. L'Europa ha registrato i risultati peggiori, più della metà delle imprese ha infatti deciso di ridurre le distribuzioni o addirittura annullarle per far fronte a una situazione di instabilità senza precedenti. Infine i risultati di Asia e Paesi emergenti sono anch'essi negativi anche se in maniera minore rispetto al vecchio continente, ma anche qui non è facile delineare le tendenze future e solo il corso degli eventi darà il responso definitivo. La nostra analisi ci indica in definitiva che probabilmente il Giappone, l'Asia e alcuni mercati emergenti, nonché gli Stati Uniti, potrebbero risentire complessivamente meno della crisi economica, tuttavia questo non esclude che in futuro ci possa essere un impatto più severo sui dividendi rispetto al presente, ma è necessario parlare in termini ipotetici a causa della poca validità che previsioni di questo genere assumono. Le imprese di tutto il mondo stanno vivendo una fase di incertezza massima, il tessuto economico globale sta affrontando probabilmente una delle maggiori sfide dell'epoca contemporanea e solo con la determinazione e la resilienza che caratterizza l'attività di impresa si può pensare di superare questa situazione emergenziale e affrontare un futuro caratterizzato da nuove opportunità e maggiore consapevolezza.

## Bibliografia

- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaely R., “Payout Policy in the 21th Century”, Aprile 2003.
- Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., “Principi di Finanza Aziendale”, 2020, VIII Edizioni, McGraw Hill.
- Codice Civile, Articolo 2357, R.D. 16 Marzo 1942 n. 262.
- Cozzolongo Giorgio, Azionisti, dividendi e fisco: la filosofia della Apple, Tesi di Laurea, anno accademico 2017/2018, relatore Capasso Arturo.
- DeAngelo H., DeAngelo L. e Skinner D., “Corporate Payout Policy”, in Foundations and Trends in Finance, 2008.
- Dimson E., Marsh P., Staunton M., «Triumph of the Optimism: 101 Years of Investment Returns», Princeton University Press, Princeton, NJ, 2002
- 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.
- Healey P. e Palepu K., “Earnings information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions”, in Journal of Financial Economics, n. 21, pp. 149-175, 1988.
- Jane Kim, Vinit Srivastava, “The Importance of Dividends”, economic paper of S&P Dow Jones Indices, S&P Global, October 2015.
- Janus Henderson Global Dividend Index, Edition 25/26/27, 2020
- Lintner J., “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes”, in American Economic Review, n. 46, pp. 97-113, 1956.
- Liyu Zeng, Priscilla Luk, “Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market”, S&P Global, March 2020.
- Mazzei Roberto, Azioni proprie e distribuzione del valore, Simplicissimus Book Farm, 2013
- Miller M.H., Modigliani F., “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, 1961.
- Rajendra Ari, Impact of Dividend Announcements on S&P DJI Dividend Indices, S&P Dow Jones Indices, 6 May 2020
- Smita Chirputkar, Aye M. Soe, “A Fundamental Look at S&P 500 Dividend Aristocrats”, S&P Global, February 2019
- S&P Dow Jones Indices LLC, a division of S&P Global

- S&P Dow Jones Indices, Division of S&P Global. “S&P 500 Buybacks Return to \$200 Billion Range in Q1 2020; Expectations for Q2 2020 are Low as Companies Suspend Programs”
- Vivenzi C., Tassazione Dividendi e Partecipazioni: le novità dopo la legge di stabilità 2018.

### Sitografia

- <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/raccomandazione-della-banca-d-italia-sulla-distribuzione-di-dividendi-da-parte-delle-banche-italiane-meno-significative-durante-la-pandemia/>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/dividendo.html>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/ftse-mib/lista.html?&page=2>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-expenditures.html>
- <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-v/art2357.html>
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/dividend-discount-model/>
- [https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC\\_18.02.2020\\_19.20\\_6198992](https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC_18.02.2020_19.20_6198992)
- “Janus Henderson Global Dividend Index”, Edition 25, February 2020.  
Sito: <https://cdn.janushenderson.com/webdocs/JHGDI+Ed+25+Report+ITALIAN.pdf>
- “Janus Henderson Global Dividend Index”, Edition 26, May 2020.  
Sito: <https://cdn.janushenderson.com/webdocs/JHGDI+Ed+26+Report+Global.pdf>
- “Janus Henderson Global Dividend Index”, Edition 27, August 2020.  
Sito: <https://cdn.janushenderson.com/webdocs/JHGDI+-+Edition+27+-ASIA.pdf>
- <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/strategy/sp-500-dividend-aristocrats/#overview>
- <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/strategy/dow-jones-us-dividend-100-index/#overview>
- <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/strategy/sp-500-buyback-index/#overview>