



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in
ECONOMIA E COMMERCIO

**Il riacquisto di azioni proprie: disciplina legale,
modalità operative e finalità.**

**Buyback: legal framework, operating methods and
purpose.**

Relatore:
Prof. Alberto Manelli

Rapporto Finale di:
Matteo Marconi

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

Sommario

INTRODUZIONE.....	4
1. DISCIPLINA LEGALE.....	5
2. MODALITÀ PRATICHE	8
2.1. <i>Offerta pubblica di acquisto OPA</i>	9
2.2. <i>Riacquisti a mercato aperto</i>	10
2.3. <i>Reverse repurchase</i>	11
2.4. <i>Targeted buyback</i>	12
3. MOTIVAZIONI DELLE OPERAZIONI DI RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE	13
3.1. <i>Finalità di segnalazione di una sottovalutazione del titolo</i>	13
3.2. <i>Costi di transazione</i>	14
3.3. <i>Meccanismo anti-scalata</i>	14
3.4. <i>Alterazione dell'EPS e di altri indici</i>	17
3.5. <i>L'influenza dei piani di stock option</i>	19
3.6. <i>Il ruolo della liquidità nelle operazioni di buyback</i>	20
3.7. <i>Le operazioni di riacquisto come valido investimento</i>	21
3.8. <i>I trade-off di natura non fiscale</i>	22
3.9. <i>Costi di agenzia</i>	23
3.10. <i>Imposizione fiscale</i>	25
4. CONCLUSIONE.....	27
BIBLIOGRAFIA	29

INTRODUZIONE

Attraverso questo elaborato si vuole fare una breve analisi sulle operazioni di riacquisto di azioni proprie, strumento sempre più diffuso. Si inizia studiando la disciplina legale che regola la legittimità dell'operazione stessa, soffermandoci sulla normativa italiana, racchiusa principalmente negli articoli 2357 e seguenti del codice civile. Si passa poi ad esaminare le varie modalità pratiche che possono essere adoperate dalle società per realizzare effettivamente un buyback, approfondendo le caratteristiche specifiche di ogni tecnica. Vengono poi approfondite le varie motivazioni alla base delle operazioni che possono essere di vario tipo: effettuare un buon investimento in virtù delle informazioni che si possiedono, attuare dei piani di stock option, cercare di impedire una scalata ostile, sfruttare i benefici fiscali e altre ancora. Infine si analizza come il COVID-19 ha influito sulle scelte delle società in merito alla politica dei dividendi e quindi come la pandemia ha condizionato la diffusione dei riacquisti di azione propri come mezzo di distribuzione degli utili.

1. DISCIPLINA LEGALE

Rientra nella capacità giuridica delle società di capitali l' idoneità ad acquisire la titolarità di azioni a seguito dell' acquisto delle medesime da terzi investitori o della relativa sottoscrizione in sede di altrui emissione, come anche di partecipazioni sociali diverse dalle azioni. In linea generale l' assunzione di partecipazioni sociali non può non obbedire al generale principio di libertà dell' iniziativa economica, tuttavia nel codice civile sono stabilite alcune norme che pongono significativi limiti a questa libertà in relazione a particolari tipi di operazioni di acquisto di azioni o partecipazioni, come nel caso di operazioni di acquisto di azioni proprie. Nonostante le società possono essere mosse da varie ragioni ad acquistare o detenere azioni proprie e queste stesse ragioni possano essere meritevoli di tutela, è preoccupazione del legislatore quella di evitare che tramite queste si realizzino risultati pregiudizievoli rispetto a vari interessi coinvolti nell' organizzazione sociale, in particolare che si intacchi in modo significativo il capitale e in generale la struttura finanziaria su cui l' attività si regge e si alterino i concreti equilibri di governance. Per queste ragioni vengono imposti una serie di vincoli e limiti alle operazioni in questione, salvo rimanendo alcune ipotesi di esenzione per le quali questi vincoli e limiti si applicano solo in parte. Gli articoli cui fare riferimento sono 2357 e seguenti.¹ Proprio perché l' acquisto di azioni proprie comporta la riduzione del capitale reale senza una corrispondente diminuzione del capitale sociale nominale, il legislatore ha previsto innanzitutto dei limiti di tipo patrimoniale: “la società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall' ultimo bilancio regolarmente approvato”². Per cui questa operazione può essere effettuata solo attraverso risorse auto generate e in eccesso, tale previsione è volta a salvaguardare la funzione di garanzia patrimoniale che svolge il capitale sociale per i creditori sociali e quindi a proteggere quest' ultimi. Inoltre sempre il comma 1 del suddetto articolo prevede che possono essere acquistate solo azioni interamente liberate, per evitare la situazione in cui la società diventi al tempo stesso debitrice e creditrice per la quota di conferimento ancora dovuta, anche in questo caso ne vale l' integrità del capitale sociale. Il secondo comma dichiara che il riacquisto di azioni proprie deve essere autorizzato dall' assemblea ordinaria. Nonostante l' operazione sia di competenza degli amministratori che hanno il potere di gestione, l' autorizzazione è richiesta perché il buyback viene effettuato

¹ Manuale di diritto commerciale, Marco Cian, G.Giappichelli editore, 2019

² Art 2357 del c.c.

attraverso riserve e utili disponibili, per cui risorse potenzialmente distribuibili agli azionisti. La decisione dell'assemblea non è vincolante per gli amministratori che potranno comunque decidere se effettuare l'operazione o meno. L'autorizzazione è inoltre richiesta perché l'operazione è può modificare l'assetto della compagine sociale. Sempre il secondo comma prevede che l'assemblea deve prevedere il numero massimo di azioni che possono essere acquistate, la durata dell'autorizzazione che non può essere superiore ai 18 mesi ed infine il corrispettivo massimo e minimo, al fine di garantire una parità di trattamento tra società e soci. Il terzo comma sancisce un limite: "Il valore nominale delle azioni acquistate a norma del primo e secondo comma dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate". Questa norma è volta a tutelare da un lato il mercato, affinché la maggioranza delle partecipazioni sociali siano a disposizione della pubblica contrattazione e dall'altro lato i soci di minoranza, evitando che il gruppo di maggioranza si rafforzi troppo a seguito di questa operazione. Se non vengono rispettate le norme sancite dai primi tre commi dell'articolo 2357 nel riacquisto di azioni proprie, in quarto comma afferma che quest'ultime devono essere vendute entro un anno dall'acquisto. Se gli amministratori non provvedono entro questo termine ad alienare le azioni, esse devono essere immediatamente annullate con corrispondente riduzione del capitale sociale. Qualora l'assemblea straordinaria non si occupi tempestivamente ad effettuare tale riduzione, l'organo di amministrazione e l'organo di controllo devono chiedere al tribunale di applicare la riduzione secondo l'articolo 2446 del codice civile. Infine nel comma 5 dell'articolo il legislatore dichiara che tali disposizioni valgono anche in caso in cui l'acquisto avvenga tramite società fiduciaria o interposta persona.

Sempre il legislatore tramite l'articolo 2357-bis ha previsto degli specifici casi in cui è fatta salva l'applicazione dei limiti sopracitati in quanto non vi siano esigenze di assicurare l'integrità del capitale sociale. Nel caso in cui dopo la successiva operazione di riacquisto di azioni proprie la società deliberi tramite la propria assemblea la contestuale riduzione del capitale attraverso l'annullamento dei titoli appena acquisiti, proprio perché l'operazione non può in nessun caso raffigurarsi come una restituzione di capitale ai soci o annacquamento del capitale ed è un meccanismo di riduzione del capitale che non pregiudica la posizione dei creditori. Se l'operazione è effettuata tramite risorse apportate a titolo gratuito perché in questo modo per la società non è previsto nessun esborso ed anche in questo caso perciò l'integrità del capitale è fatta salva. Oppure nelle circostanze in cui la società acquisisca azioni proprie in seguito a successioni universali o fusioni o scissioni, in questo caso azioni esterne alla società vi rientrano e non vi è nessuna uscita patrimoniale. L'ultima situazione disciplinata

dall'articolo 2357-bis che legittima la società ad effettuare un riacquisto di azioni senza rispettare i limiti imposti è nel caso in cui la società effettui questa operazione in virtù di un credito che vanta nei confronti di un socio, per cui acquisisce la titolarità delle azioni del socio attraverso il pignoramento delle stesse. Nonostante queste deroghe “se il valore nominale delle azioni proprie supera il limite della quinta parte del capitale”, vale il quarto comma dell'articolo 2357 e per i titoli in eccesso la società deve procedere all'alienazione entro un termine in questo caso di tre anni e non di uno, sempre perché le quattro modalità di riacquisto elencate dal 2357-bis non arrecano pregiudizio al capitale o all'equilibrio gestionale della società.

L'articolo 2357-ter è volto a salvaguardare il corretto funzionamento dell'organizzazione societaria e ad evitare l'alterazione del normale processo decisionale dell'assemblea dei soci soprattutto tramite la sospensione del voto per i titoli partecipativi riacquistati dalla società, che però vengono regolarmente considerati nel calcolo dei quorum costitutivi e deliberativi. Se, infatti, così non fosse previsto potrebbero crearsi in sede di assemblea dei soci situazioni di conflitto di interessi in capo agli amministratori disponendo delle azioni di proprietà della società e del relativo diritto di voto. Per quanto riguarda invece i diritti patrimoniali connessi ai titoli, fintanto che le azioni restano in mano alla società, essi sono attribuiti agli altri soci in proporzione al numero di azioni in loro possesso. Inoltre prevede che gli amministratori per disporre dei titoli della società devono richiedere un'autorizzazione dall'assemblea dei soci che può anche concedere la possibilità di effettuare successive operazioni di acquisto e vendita.

L'ultimo comma della norma prevede all'iscrizione in bilancio nell'attivo del valore delle azioni acquisite una corrispondente riserva negativa di eguale valore nel passivo dello stato patrimoniale. Tale riserva consiste in una mera posta contabile correttiva del bilancio che ovviamente è indisponibile per la società e serve ad evitare uno scorretto aumento patrimoniale. Questo a partire dal 1° Gennaio 2016 con l'entrata in vigore del Decreto Legislativo n. 139; mentre fino al 31 Dicembre 2015 risultavano iscritte fra le attività, con iscrizione in contropartita della relativa riserva indisponibile, collegata al loro acquisto, fra le poste del patrimonio netto.³

Infine l'articolo 2357-quater sancisce il divieto assoluto di sottoscrizione di azioni proprie da parte di qualsiasi tipo di società, onde evitare un innalzamento fittizio del capitale sociale non corrisposto da alcun aumento reale. La sottoscrizione è stata necessariamente vietata in quanto renderebbe la società sia debitrice che creditrice rispetto le proprie azioni emesse, come nel caso di acquisto di azioni non interamente liberate. Nell'ipotesi in cui però la società agisse in difformità da tale norma la sanzione

³ Guido Paolucci, *Analisi di bilancio Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, 2016

non sarebbe l'invalidità delle azioni sottoscritte ma bensì l'imputazione degli effetti in capo ai soggetti che hanno effettuato la sottoscrizione, si ha perciò una sostituzione legale del negozio invalido in favore dei promotori, dei soci fondatori o degli amministratori a seconda dei casi. Per cui saranno questi ultimi soggetti obbligati ad effettuare i conferimenti.

2. MODALITÀ PRATICHE

2.1. Offerta pubblica di acquisto OPA

Le società possono riacquistare azioni da loro emesse tramite la promozione di un'offerta pubblica di acquisto, anche detta OPA o tender offer. L'OPA è una delle tecniche più utilizzate per la realizzazione di un buyback e può essere proposta al mercato come fixed-price tender offer o come dutch auction tender offer. Entrambe le configurazioni hanno caratteristiche ben definite. In un'offerta pubblica di acquisto a prezzo fisso la società al momento dell'annuncio deve rendere noto qual è il numero massimo di titoli che intende riacquistare, il tempo a disposizione degli azionisti per decidere se partecipare o meno e quindi la durata dell'operazione e soprattutto il prezzo che è disposta a pagare. Il prezzo deve essere dichiarato al momento dell'annuncio, rimarrà fisso per tutto il tempo dell'operazione e sarà superiore rispetto la quotazione di mercato, questa è la caratteristica principale della fixed-price. Le motivazioni che "obbligano" la società ad offrire un prezzo più alto sono essenzialmente due: offrire un premio per incentivare gli azionisti ad aderire all'operazione e ridurre la possibilità che l'offerta sia inefficace. Si vuole evitare che il prezzo di mercato subisca un rialzo al momento dell'annuncio e che tale aumento permanga per tutta la durata dell'offerta, in questo caso infatti per gli azionisti sarebbe maggiormente conveniente vendere i titoli sul mercato e non alla società, vanificando l'offerta⁴. Qualora i titoli domandati siano superiori rispetto quelli offerti dagli azionisti, la società può optare per acquistare le azioni dei soci che hanno aderito e terminare contestualmente l'OPA, decidere di prolungare il termine di scadenza nella speranza di raggiungere l'obiettivo prefissato oppure annullare l'offerta senza effettuare nessuna acquisizione. Al contrario se le quote di partecipazione offerte dagli azionisti superassero il limite prefissato al momento dell'annuncio, la società può scegliere di acquistare in proporzione le quote dai soci aderenti oppure oltrepassare il massimo stabilito e acquistare tutte le azioni. Le procedure che la società intende seguire devono essere dichiarate sempre al momento dell'annuncio. L'offerta pubblica di acquisto con asta olandese o dutch-auction tender offer presenta punti in comune con la fixed-price quali il numero di azioni oggetto dell'operazione, la durata dell'operazione e le procedure da seguire devono essere comunicati in fase di annuncio ma si distingue per il meccanismo di fissazione del prezzo. In questa metodologia non viene comunicato un prezzo preciso al momento dell'annuncio ma bensì solo un intervallo entro il quale gli azionisti possono effettuare un'offerta. Solitamente il limite inferiore dell'intervallo è dato da un prezzo di poco superiore quello di mercato, mentre quello superiore è più elevato e

⁴ A. Manelli e R. Pace, *Il riacquisto di azioni proprie*, Pitagora, Bologna, 2007.

simile al prezzo di una fixed-price⁵. Il prezzo a cui realmente avverrà l'operazione sarà dato dalle offerte ricevute. Una volta raccolte tutte le offerte da parte degli azionisti con i relativi prezzi a cui sono disposti a vendere le loro partecipazioni, il prezzo finale sarà quello che permetterà alla società di acquistare il numero massimo di azioni che aveva stabilito o quello che gli permetterà di raggiungere il limite di spesa. Al momento dell'annuncio, infatti, la società può stabilire il numero di azioni che possono essere riacquistate o la spesa massima che è disposta a sostenere. Una volta stabilito il prezzo, l'azienda procederà ad acquistare i titoli degli azionisti che sono disposti a cederli per quel corrispettivo e le quote di partecipazione degli azionisti che hanno presentato offerte con un prezzo minore. Per gli azionisti che sono realmente disposti a cedere la propria partecipazione non sarà quindi conveniente proporre un prezzo pari o simile al limite massimo nella speranza di ricevere un premio maggiore, in quanto così facendo rischiano di rimanere fuori dall'operazione. Anche rispetto questa modalità di acquisto può presentarsi la situazione in cui la domanda rispetto l'offerta degli azionisti sia inferiore o superiore. Nel primo caso la società può decidere di annullare l'offerta pubblica di acquisto o di acquistare tutti i titoli offerti al prezzo più elevato. Nel caso in cui invece l'offerta risulta superiore la domanda, la società acquisterà proporzionalmente i titoli degli azionisti con proposte di vendita con prezzo uguale o inferiore quello stabilito tramite asta. Il principale vantaggio di un'OPA con asta olandese è che la società può ottenere un beneficio in termini di costo dell'operazione. In una fixed-price tender offer il prezzo è fisso e il premio è molto superiore rispetto la quotazione di mercato mentre in una dutch auction tender offer il costo dell'operazione, ovvero il prezzo, è dato dal meccanismo dell'asta e con tutta probabilità non coinciderà con il limite superiore, garantendo all'azionista un premio minore e alla società una spesa ridotta.

2.2. Riacquisti a mercato aperto

I riacquisti a mercato aperto, anche definiti open market share repurchase, rispetto alle offerte pubbliche di acquisto, sono una metodologia per attuare un buyback che seguono uno schema molto più semplice. L'operazione viene realizzata dal consiglio di amministrazione, ma richiede una concessione da parte dell'assemblea degli azionisti che effettivamente l'autorizza. L'operazione risulta più agevole perché è effettuata direttamente sul mercato e più flessibile perché una volta ottenuta l'autorizzazione il management può implementarla in qualunque momento e senza

⁵ A. Manelli e R. Pace, *Il riacquisto di azioni proprie*, Pitagora, Bologna, 2007.

limiti di tempo⁶. La società attraverso un broker autorizzato, acquista la titolarità delle azioni rappresentative il proprio capitale, così come un comune investitore. Questo tipo di operazioni in cui la società agisce come un semplice investitore garantiscono alla stessa di mantenere l'anonimato, così che l'azionista non sarà consapevole di vendere le proprie quote all'azienda e non pretenderà un premio. Infatti la caratteristica principale dell'open market share repurchase è che le acquisizioni avvengono al prezzo corrente. Questa tecnica rispetto alle tender offer garantisce alle società di beneficiare di due diversi vantaggi. Il primo è che l'operazione risulta essere meno dispendiosa, avviene al prezzo di mercato e l'azionista non riceve nessun premio perché non deve essere incentivato ad aderire, gestendo l'operazione come uno scambio con un qualsiasi investitore. La seconda è che il management non ha limiti temporali da rispettare anzi una volta ottenuto il consenso può decidere di gestire l'operazione come meglio crede, magari sfruttando ribassi del mercato, infatti può caratterizzarsi anche come un insieme di piccole o piccolissime transazioni che si protraggono nel tempo.

2.3. *Reverse repurchase*

Una società può attuare un buyback anche attraverso un accordo di reverse repurchase con i propri azionisti. Questo accordo prende il nome di transferable put right, TPR. Attraverso un TPR la società sostanzialmente assegna delle opzioni di vendita sui titoli da essa emessi agli azionisti. Le opzioni sono contratti derivati a termine condizionato attraverso i quali un soggetto tramite il pagamento di un premio ottiene il diritto ad acquistare, opzioni call, o vendere, opzioni put, ad o entro una determinata scadenza attività finanziarie o reali ad un prezzo già determinato al momento della stipula, strike price. Nel caso specifico agli azionisti viene assegnata questa particolare opzione di tipo put che garantisce loro la possibilità di scegliere se vendere i titoli rappresentativi il capitale alla società stessa ad un prezzo prestabilito. Nel caso gli azionisti decidano, quindi, di vendere aderiscono all'accordo di repurchase agreement, mentre la società che si impegna ad acquistare i titoli al reverse repurchase agreement⁷. Visto lo scopo, effettuare uno share repurchase, lo strike price proposto per la vendita dei titoli sarà maggiore della quotazione di mercato, anche in questo caso la società cercherà di incentivare i propri azionisti a venderle le quote attraverso il pagamento di un premio. Questa tecnica è però ancora poco diffusa.

⁶ J. Kim, NP Varaija, Open market repurchase regulation: a cross country examination, Corporate Finance Review, 2005.

⁷ J. Chen, What is a reverse share repurchase, Investopedia, 2019.

2.4. *Targeted buyback*

La società può optare anche per i targeted buyback o selective buyback per effettuare un'operazione di riacquisto. In questo caso la società acquista i titoli di un singolo azionista o di uno specifico segmento della compagine attraverso un accordo di natura privata, senza far ricorso ad un intermediario. Rispetto tutte le altre metodologie di riacquisto che garantiscono una parità di trattamento a tutti i soggetti, questa è diretta specificatamente ad alcuni e prevede il pagamento di un premio molto elevato. Il premio elevato è giustificato dal fatto che l'azionista è perfettamente cosciente di negoziare le proprie partecipazioni direttamente con la società ed inoltre perché la stessa evidentemente trarrà un vantaggio economico o gestionale. Il management può avere interesse ad effettuare questo tipo di buyback perché mosso da interessi ben precisi. Nella speranza di rimuovere un azionista che pone in essere comportamenti dannosi per la società o che sta tentando di realizzare una scalata ostile. Con l'obiettivo di aumentare il controllo della società, acquisendo titoli dagli azionisti di minoranza. Infine nell'intento di ridurre i costi di gestione, infatti una compagine azionaria molto allargata comporta costi maggiori, quali ad esempio i costi fissi da pagare per ogni azionista al momento dell'erogazione dei dividendi. Una differenza fondamentale rispetto le altre metodologie di riacquisto è che i targeted buyback favoriscono un solo azionista o un piccolo gruppo, perciò non garantiscono l'equità di trattamento⁸. Non a tutti è concessa la possibilità di ricevere l'elevato premio corrisposto. Proprio per queste ragioni i riacquisti di azioni proprie nei confronti di specifici segmenti della compagine azionaria sono vietati o sottoposti a specifiche condizioni. In Italia, ad esempio, proprio in virtù del trattamento diversificato sono vietati.

⁸ M. Bradley, L. Macdonald Wakeman, The wealth effects of targeted share repurchases, *Journal of Financial Economic*, 1983; S. Chang, M.J. Sullivan, The disparate nature of targeted repurchase evidence of long-run performance, *Journal of Business Finance and Accounting*, 2007.

3. MOTIVAZIONI DELLE OPERAZIONI DI RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE

3.1. *Finalità di segnalazione di una sottovalutazione del titolo*

Partendo dall'assunto che il mercato finanziario così com'è non può mai garantire una perfetta efficienza informativa, si può creare la situazione in cui la quotazione del titolo di una società all'interno del mercato può discostarsi dal suo reale valore a causa di un'asimmetria informativa tra insider e outsider. Nei contesti europei dove i mercati finanziari risultano meno sviluppati e quindi meno efficienti, si ricorre ad un approccio più incentrato alla massimizzazione del capitale economico che alla quotazione di mercato.

Nel caso in cui il mercato sopravvaluti la quotazione di un titolo sia gli azionisti che i manager gioveranno di questa situazione, perché i primi avranno la possibilità di vendere le proprie quote di partecipazione ad un prezzo maggiore del reale valore dell'azienda, potendo quindi ottenere un capital gain più corposo, mentre i secondi beneficeranno di una remunerazione più elevata quando la stessa è legata, come spesso avviene, al prezzo di mercato della società. Al contrario se il mercato sottovaluta il titolo gli azionisti si trovano a detenere una partecipazione con un prezzo minore del valore dell'azienda perciò, così come i manager avranno tutto l'interesse a segnalare al mercato il reale valore della società.

I dirigenti potrebbero optare per divulgare al mercato informazioni della società che solo i soggetti interni sono in grado di conoscere, informazioni che hanno portato gli stessi manager a notare la sottovalutazione del titolo. Il principale problema di questo tipo di segnalazione è che in questo modo si divulgerebbero informazioni sensibili, che potrebbero essere sfruttate contro la società, ad esempio dai competitor.

Facendo riferimento alla teoria dei segnali, essa afferma come affinché la diffusione di notizie determini un aumento di prezzo, essa deve trattarsi di un'operazione costosa. Se anche azioni non onerose, come la diffusione di notizie positive, permettessero di ottenere un incremento di prezzo tutte le società lo farebbero. Al contrario quando la segnalazione di questa sottovalutazione avviene attraverso azioni onerose, solo le società realmente interessate le compierebbero. La stessa onerosità dell'operazione rende veritiera e affidabile la segnalazione effettuata dalla società. Proprio l'operazione di riacquisto di azioni proprie rispetta queste caratteristiche e risulta per questo motivo una delle più credibili.

Una delle teorie a favore è quella formulata da Vermaelen nel Journal of financial economics nel 1981. Nel modello l'autore prevede tre condizioni: innanzitutto che

manager e azionisti perseguano lo stesso obiettivo ovvero la massimizzazione del valore di mercato del titolo; che i manager dichiarino di non partecipare con le proprie azioni all'operazioni di buyback; e che essa avvenga tramite un'OPA (offerta pubblica d'acquisto). Proprio perché l'OPA avviene ad un prezzo maggiore rispetto quello presente sul mercato, i manager che dichiarano di non partecipare a questa operazione con i propri titoli stanno riducendo la loro ricchezza in favore di chi vi partecipa. Per cui la segnalazione di sottovalutazione del titolo da parte dei manager risulta credibile dal mercato in quanto il segnale è per loro costoso⁹.

3.2. Costi di transazione

Quando la società implementa un progetto di investimento ha sempre l'obiettivo di massimizzare il valore creato per gli azionisti. Massimizzazione che deve passare per la minimizzazione dei costi, ovvero dei flussi di cassa in uscita relativi all'investimento stesso, che prendono il nome di costi di transazione. L'operazione di acquisizione di azioni proprie può rappresentare un metodo efficace per minimizzare i suddetti costi. Una volta presenti nel portafoglio infatti possono essere usate come mezzo alternativo al denaro per la realizzazione di alcuni progetti, come nel caso di interventi di finanza straordinaria. Operazioni di fusione e acquisizioni potrebbero iniziare attraverso lo scambio di azioni proprie con quelle della società che si vuole acquisire. Anche la cessione della società può avvenire mediante il ricorso alle azioni proprie, attraverso la cessione all'acquirente dei titoli già detenuti dalla società. Inoltre, le azioni potrebbero essere usate per soddisfare le obbligazioni sociali conferendole ai creditori sociali come saldo del debito.

Potrebbero tornare utili anche in caso di emissione di prestito obbligazionario convertibile, così che, nel momento in cui qualche obbligazionista decida di convertire i propri titoli di debito in titoli partecipativi, la società possa evitare di dover emettere nuove azioni assegnando direttamente quelle che ha in portafoglio. L'operazione di buyback può essere ancora sfruttata anche per liquidare la partecipazione di un socio acquisendo i suoi titoli.

3.3. Meccanismo anti-scalata

⁹ T. Vermaelen, Common stock repurchase and market signalling, an empirical study, Journal of financial economics, 1981.

Il meccanismo della scalata è quel processo attraverso il quale un'azionista interno alla società inizia ad acquistare un numero di partecipazioni tali che gli garantiscono un potere di controllo all'interno della società.

Come noto, infatti, le azioni garantiscono al suo titolare diversi diritti amministrativi tra cui il diritto di voto. Grazie al diritto di voto, i soci possono esprimere le proprie preferenze in sede assembleare, essi possono prendere decisioni sull'organizzazione e sono in grado di incidere sulla gestione, soprattutto attraverso la nomina e la revoca degli amministratori. Se un solo azionista riesce a possedere la maggioranza assoluta o relativa delle partecipazioni, viene definito socio di maggioranza, perché detiene la maggioranza dei voti in assemblea, ed è in grado di sostituire gli amministratori e il relativo consiglio con persone che possano rispecchiare la sua linea di gestione. Se gli amministratori della società non sono favorevoli a questo tipo di scalata essa assume i connotati di takeover ostile e gli stessi mettono in atto operazioni in grado di ostacolarla. Il riacquisto di azioni proprie è un valido strumento per bloccarle e può essere usato in vari modi.

Il "selective" o "targeted buyback" è uno di questi; il riacquisto assume i connotati di un accordo privato tra la società e l'azionista, accordo in cui l'acquisto delle partecipazioni del soggetto o dei soggetti della compagine azionaria ritenuti scomodi avviene ad un prezzo più alto rispetto la quotazione di mercato.

Quando il riacquisto ha l'obiettivo di impedire una scalata ostile già in atto, esso prende il nome di "green mail" o ricatto verde. Le principali critiche rivolte a questo meccanismo sono che è iniquo per gli azionisti che non beneficiano di questa operazione, in quanto solo una parte dei soci (ritenuta ostile) può vendere la propria partecipazione ad un prezzo maggiore rispetto a quello presente sul mercato; e la seconda critica è che i dirigenti attuino questo riacquisto solo nel tentativo di prevenire un cambiamento nel controllo aziendale, quindi utilizzerebbero degli asset aziendali per difendere il proprio posto di lavoro, per cui si creerebbero dei costi di agenzia in quanto il management utilizza delle risorse societarie per fini "personali" rispetto al bene societario.¹⁰

Spesso contestualmente al "green mail" la società stipula anche un accordo di "standstill agreement" ovvero un contratto volontario tra una società emittente e un azionista sostanziale che limita il possesso di azioni con diritto di voto dell'azionista a una percentuale massima (inferiore al controllo) per un determinato numero di anni.¹¹

¹⁰ J. R. Macey, F. S. McChesney, A theoretical analysis of corporate greenmail, The Yale Law Journal, 1985.

¹¹ L.Y. Dann e H. DeAngelo, Standstill agreement, privately negotiated stock repurchase and the market for corporate control, 1983.

Le operazioni di buyback però possono essere utilizzate non solo per rallentare o arrestare una scalata già in atto, ma anche come mezzo di prevenzione rispetto questo fenomeno. Queste operazioni infatti possono essere usate per modificare il livello di indebitamento della società aumentandolo, perciò rendendo le stesse aziende meno appetibili agli occhi di eventuali scalatori ostili. Quando il riacquisto è fatto per questa finalità può essere annoverato alle così dette “poison pills”. Le poison pills o pillole avvelenate sono definite come un qualsiasi dispositivo finanziario che viene attivato da una particolare azione dell'acquirente e che comporta l'assunzione di obblighi finanziari indesiderati da parte dello stesso. Permettono appunto ai dirigenti di proteggersi dai takeover ostili perché aumentano i poteri del consiglio di amministrazione rendendo più costose le acquisizioni non negoziate. Per cui la finalità delle poison pills è proprio quello di aumentare sensibilmente i costi nelle operazioni di cambio di controllo; si dice appunto che “avvelenino” l'eventuale acquirente. La principale critica che viene fatta a questo tipo di operazioni è appunto che rafforzino troppo il management e rischiano di negare agli azionisti i guadagni derivanti dalle acquisizioni, mentre le ipotesi a favore sono che garantiscono ai dirigenti la leva negoziale per riconoscere agli azionisti stessi il miglior prezzo.¹²

Inoltre le operazioni di buyback permettono di modificare la composizione della compagine sociale. Gli azionisti che non aderiscono vedranno rafforzata la propria posizione. Il potere di controllo nelle loro mani aumenta perché aumenta la partecipazione posseduta. Per cui dopo il riacquisto la percentuale da acquisire per ottenere il controllo della società è maggiore. Il successo della scalata diventa più complesso e il takeover più costoso.

Un altro modo per rendere più costosa una scalata attraverso il riacquisto è quello di cercare di innalzare il “reservation price”, ovvero il prezzo più basso a cui un azionista è disposto a vendere le proprie azioni. Attraverso uno share repurchase la società molto probabilmente acquisisce i titoli dei soci già interessati o particolarmente propensi ad effettuare la dismissione dell'investimento, ovvero gli stessi azionisti solitamente di minoranza su cui fa leva il soggetto ostile. Al termine dell'operazione rimarranno nella compagine sociale solo i soggetti con un reservation price maggiore, in quanto “gli azionisti disposti a presentare offerte nell'ambito di uno share repurchase sono quelli che danno una bassa valutazione del loro investimento nella società”.¹³ Anche in questo caso la scalata diventa più dispendiosa e in questo modo si scoraggiano questi azionisti.

¹² Michael Ryngaert, The effects of poison pills Securities on shareholder wealth, Journal of Financial Economics, 1998.

¹³ L. S. Bagwell, Share repurchase and takeover deterrence, The rand journal of Economics, 1991.

3.4. Alterazione dell'EPS e di altri indici

Tramite le operazioni di riacquisto la società è in grado di incidere sugli indici di redditività, sull'EPS e sull'indice p/e.

Le grandezze assunte dagli indici permettono alla società così come a soggetti esterni, che siano essi investitori o istituti bancari, di avere una prima informazione sullo stato di salute della società. Per questo il management potrebbe avere l'interesse di incidere sul loro valore.

Tra gli indici di redditività più importanti ci sono il ROI, return on investment, e il ROE, return on equity. Entrambi sono degli indici-quotienti: il ROI è dato dal rapporto tra il reddito operativo di un dato periodo e il corrispondente capitale investito e evidenzia la redditività del capitale investito nel solo core business; mentre il ROE è ottenuto dal rapporto tra il reddito netto e il patrimonio netto ed esprime il livello di remunerazione offerto agli azionisti. Per poter incidere su tali indicatori il riacquisto di azioni proprie deve essere in grado quindi di incidere su almeno uno dei due componenti del rapporto.

Nel caso del ROI, essendo il reddito operativo almeno nel breve difficilmente influenzabile, può incidere sul capitale investito. A seconda di come viene finanziata l'operazione il ROI può aumentare, diminuire o rimanere costante. Nel caso in cui il riacquisto sia effettuato con le risorse già presenti nel patrimonio, si avrebbe una variazione della sola composizione degli impieghi e il loro valore complessivo rimarrebbe lo stesso, il ROI infatti non subisce variazioni a seguito dell'operazione. Se invece a seguito del buyback le azioni venissero annullate, il capitale sociale effettivamente diminuisce e allo stesso modo diminuisce il capitale investito, diminuendo il valore del denominatore il ROI aumenta. Se l'operazione venisse finanziata ricorrendo a capitale di terzi, l'effetto che si ha è opposto, il ROI diminuisce a seguito dell'aumento del valore del denominatore.

Per quanto riguarda il ROE esso varia in virtù della proporzionalità diretta che ha con il ROI, rispetto al segno della leva primaria (ROI-ROD) e in base al rapporto di indebitamento se si considera la formula della leva finanziaria che lega il ROI al ROE.

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{ROI} - \text{ROD})D/E]$$

Anche in questo caso quindi il ROE varia a seguito di un riacquisto in base a come l'operazione stessa sia in grado di incidere sul capitale investito. Nel caso di annullamento delle azioni acquistate, il capitale diminuisce per cui il ROI aumenta mentre gli effetti sul ROE sono incerti e dipendono principalmente dal segno della leva primaria dato dal differente rendimento tra il capitale investito nell'attività operativa e il rendimento del capitale di debito. Se l'operazione è finanziata tramite indebitamento,

il ROE tende ad abbassarsi in relazione al rapporto diretto che ha con il ROI: diminuisce perciò l'effetto leva, ma al tempo stesso aumenta il fattore che fa da moltiplicatore ovvero il rapporto di indebitamento.

Attraverso un'operazione di share repurchase la società incide sul mercato andando a diminuire il numero di titoli fruibili sul mercato per gli investitori. Per prima cosa il prezzo dei titoli aumenta e in secondo luogo la riduzione del numero di azioni in circolazione sul mercato modifica il valore di alcuni indicatori, quali l'EPS (earning per share) o utile per azione e il rapporto P/E.

In particolare l'EPS è dato dal rapporto fra l'utile totale di periodo prodotto dall'attività di gestione diviso il numero di azioni in circolazione nel periodo stesso al netto dei titoli propri detenuti in portafoglio. È chiaro a questo punto che attraverso il riacquisto di azioni proprie il denominato di questo indicatore diminuisce, per cui il valore dell'EPS sale. Ogni azione che rimane negoziabile sul mercato ha una redditività più elevata poiché l'utile che può essere assegnato è maggiore. I manager di una società hanno quindi l'interesse di manipolare questo indice attraverso le operazioni di riacquisto di azioni proprie nel momento in cui l'EPS reale ha un valore minore rispetto quello prefissato. Ridurre la stima che si era fatta di questo indicatore farebbe pervenire agli investitori un segnale negativo.

Il management potrebbe optare per un riacquisto anche per proteggere il valore dell'EPS diluito, ovvero la misura contabile della performance dell'azienda nel caso in cui vengano esercitate attività dilutive, quali ad esempio la conversione di obbligazioni convertibili o l'esercizio di diritti di opzione o piani di stock option, ovvero tutte quelle operazioni che comportano un aumento delle azioni. Possedere già le azioni permette alla società di evitare di ricorrere all'emissione di nuove azioni nel momento in cui deve espletare i propri obblighi, così che l'ammontare delle azioni rimane inalterato e il valore dell'EPS diluito rimane invariato.¹⁴

A queste manipolazioni sono associate delle critiche. Nel momento in cui la società decide di utilizzare delle risorse per accrescere il valore dell'EPS e soddisfare le aspettative del mercato, può utilizzare delle risorse in eccesso o ottenute, nel peggiore dei casi, attraverso la dismissione di attività presenti all'interno dell'azienda, quali ad esempio macchinari. La vendita di queste attività per sistemare il valore dell'indice, comporta che la società sta sacrificando degli asset in grado di creare valore in futuro per migliorare la percezione attuale all'esterno. Per cui gli effetti del buyback sono positivi solo nel breve a discapito del lungo periodo.¹⁵

¹⁴ R. Sonika, M. B. Shackleton, Buyback propensity and the anti-dilution of dilutive stock option, 2016.

¹⁵ W. Lazonick, Profit without prosperity: how stock buybacks manipulate the market, and leave most Americans worse off, The Harvard Business School Review, 2014, S. Denning, The best management article of 2014, Forbes, 2015.

Anche il moltiplicatore dell'utile, dato dal rapporto tra la quotazione di mercato di un titolo e gli utili per azione p/e (price / earning), viene modificato dalle operazioni di riacquisto di azioni proprie, in particolare il rapporto diminuisce proprio perché il rendimento di ogni azione aumenta e quindi il numeratore aumenta. Questo moltiplicatore è usato dagli analisti per valutare il valore intrinseco di un titolo e quando viene confrontato con il suo valore di mercato si possono individuare segnali di compravendita. Algebricamente p/e rappresenta quanto un investitore sia disposto a pagare per ogni euro di utile. Per cui se il valore del rapporto è basso il titolo risulta sottovalutato e dovrebbe essere acquistato, al contrario venduto se elevato. Attraverso le operazioni di buyback il rapporto diminuisce, si crea un segnale di compravendita, il titolo viene acquistato perché sottovalutato e il prezzo aumenta.¹⁶

3.5. L'influenza dei piani di stock option

Legare la remunerazione dei dirigenti all'andamento nel lungo periodo del valore della società è un modo per motivare il management e per ridurre i costi di agenzia, orientandoli, così come gli azionisti, alla massimizzazione del capitale economico dell'azienda, nella speranza che il mercato il mercato riconosca questa crescita attraverso una crescita della quotazione del titolo. I piani di stock option permettono appunto di perseguire questo scopo e le operazioni di buyback permettono di facilitare l'implementazione di questi piani.

Le executive stock option sono delle opzioni di tipo call sui titoli della società, pertanto attribuisco al titolare la facoltà di esercitare questo diritto di acquisto entro un determinato periodo di tempo, detto tempo d'esercizio, ad un prezzo predeterminato, strike price, e fissato al momento della stipula del contratto. Per cui un manager che possiede un diritto di opzione di tipo call sui titoli della società è portato ad effettuare tutti quegli investimenti in grado di aumentare il valore della società, così che il prezzo del titolo aumenti e possano ottenere un guadagno acquistando il titolo ad uno strike price più basso rispetto la valutazione del titolo sul mercato. Per questo motivo gli obiettivi dei manager si allineano con quelli degli azionisti: la massimizzazione del capitale economico nel lungo periodo.

Alcuni studiosi tra cui Jolls hanno dimostrato come la presenza di piani di stock option favorisca operazioni di buyback. Egli osservò come la presenza di questo strumento retributivo incentivava i manager a preferire le operazioni di riacquisto rispetto all'erogazione dei dividendi. La motivazione è semplice mentre la seconda opzione comporta una diminuzione del valore del titolo, le operazioni di buyback non

¹⁶ A. Manelli, Finanza Aziendale: l'efficienza dei mercati, analisi fondamentale e analisi tecnica, CLUA, 2003

producono questo effetto. Per cui distribuire risorse sotto forma di dividendi porta ad una riduzione del valore delle stock option, mentre non vale la stessa cosa per i riacquisti.¹⁷

In conclusione le operazioni buyback favoriscono i piani di stock option sotto due punti di vista: permettono alla società di non dover emettere nuovi titoli che andrebbero a modificare il valore di alcuni importanti indicatori; e in secondo luogo garantiscono la riduzione dei costi di agenzia tra azionisti e dirigenti. Questi ultimi infatti preferiscono le operazioni di riacquisto perché non determinano una riduzione del valore delle azioni sul mercato e perciò nemmeno delle loro opzioni call.

3.6. Il ruolo della liquidità nelle operazioni di buyback

Un titolo si definisce liquido quando l'investitore è in grado di smobilizzare il proprio investimento in tempi rapidi e a costi contenuti.

Tra questi costi in primis troviamo il costo di negoziazione, che sono dati dalla somma dovuta agli intermediari finanziari autorizzati a negoziare sui mercati regolamentati. I due principali intermediari che possiamo trovare sul mercato sono: i broker e i market makers.

I broker acquistano e vendono strumenti finanziari per conto del loro cliente ed hanno l'obiettivo di andare alla ricerca di soggetti in grado di soddisfare le richieste del suo cliente. Il loro guadagno è dato dalla commissione pagata dal cliente-investitore. Perciò il broker non aumenta la liquidità del mercato per svolgere una mera attività di ricerca della controparte.

Il market makers è un soggetto che si assume la responsabilità di garantire la negoziabilità dei titoli, inserendo proposte di compravendita in maniera continuativa. Il prezzo a cui è disposto ad acquistare un titolo è definito "bid", quello a cui è disposto a vendere "ask". Il guadagno del market makers è dato appunto dalla differenza tra il prezzo di acquisto e quello di vendita detto bid-ask spread. Dal punto di vista dell'investitore investe rappresenta il costo che deve pagare per la fornitura di liquidità del mercato. Nel caso in cui il market makers sta negoziando un titolo con un soggetto molto informato aumenta questa differenza per compensare l'asimmetria informativa e difendersi da eventuali perdite.

La prima teoria sviluppata è quella dell'information asymmetry hypothesis, secondo cui la presenza della società nel mercato determina una riduzione della liquidità dello stesso. La società avendo a disposizione la totalità delle informazioni sarà in grado di portare a termine operazioni in grado di garantirgli redditi elevati, per questo motivo il

¹⁷ C. Jolls, Stock repurchase and incentive compensation, National Bureau of Economic Research, 1998

market maker aumenta lo spread bid-ask per coprirsi dalle perdite. I costi per gli investitori aumentano e diminuisce la convenienza ad investire nel titolo perciò si riduce la liquidità del mercato.¹⁸

Un'altra teoria che analizza la relazione tra buyback e liquidità del mercato è quella del competitive market maker hypothesis. Secondo questa teoria invece la società che effettua operazioni di riacquisto, si comporta da intermediario "aggiuntivo", perciò aumenta la competitività sul mercato che diminuiscono i costi delle contrattazioni per cui aumenta la liquidità del mercato.

3.7. Le operazioni di riacquisto come valido investimento

In generale per ogni investitore è conveniente acquistare un titolo quando è sottovalutato e venderlo quando invece è sopravvalutato, con l'obiettivo di ottenere un capital gain. Ovviamente per un soggetto esterno accorgersi realmente quando il valore intrinseco di un titolo differisce dalla quotazione del mercato è difficile perché dispone di poche informazioni ma, al contrario, la società emittente lo stesso strumento finanziario possiede indicazioni che gli permettono di fare una valutazione più precisa del valore attuale e dell'andamento futuro.

Per questo motivo le operazioni di buyback possono essere considerate dei validi investimenti per ottenere dei redditi elevati dall'attività extracaratteristica. Sono proprio queste le motivazioni che vengono espresse dai manager ai soci per giustificare questo tipo di operazioni e per ottenere l'autorizzazione ad effettuare operazioni di compravendita, come richiesto dall'articolo 2357-ter del codice civile. La società però potrebbe perseguire anche altre finalità come aumentare la liquidità del titolo, ridurre la sua volatilità e infine cercare di massimizzare il suo valore. Per quanto riguarda il tema della liquidità si fa sempre riferimento alla teoria del competitive market maker hypothesis. Inoltre la società ha tutto l'interesse a sostenere il titolo in momenti in cui il mercato è più turbolento e volatile. Questo perché quando aumenta la volatilità di un titolo aumenta la rischiosità connessa allo stesso. Un titolo più rischioso richiede una remunerazione maggiore proprio per compensare il maggiore rischio assunto dagli azionisti. Per questo la società potrebbe effettuare operazioni di riacquisto per influenzare il prezzo di mercato facendo pressione sulla domanda, con l'obiettivo di rendere la quotazione più stabile o massimizzarne il valore.¹⁹

¹⁸ A. Manelli, R. Pace, *Il riacquisto di azioni proprie: teorie ed evidenze empiriche*, Pitagora, Bologna, 2007.

¹⁹ L. Ardizzone, *L'informazione al mercato nel «trading» di azioni*, *Analisi Giuridica dell'Economia*, Mulino, 2013.

3.8. *I trade-off di natura non fiscale*

I riacquisti, come già affermato precedentemente, sono un ottimo mezzo alternativo ai dividendi per distribuire le risorse monetarie generate dall'attività. La scelta tra i due sistemi alternativi dipenderà innanzitutto dalla convenienza fiscale, ma possono tenersi in considerazione anche altre variabili. Una di queste dipende dalla qualità dei flussi di cassa, se sono "permanenti" o "temporanei". Per permanenti si intende quel quantitativo di flussi che la società è generalmente in grado di generare in condizioni normali di mercato, mentre temporanei sono quei flussi che possono dipendere dall'attività extracaratteristica o da una fase di mercato particolarmente favorevole.

In genere infatti nonostante l'evidente convenienza fiscale dei buyback rispetto ai dividendi quest'ultimo strumento è ancora maggiormente utilizzato per la distribuzione dei redditi permanenti. I riacquisti sono invece utilizzati per la distribuzione di risorse temporanee o accumulate nel tempo perché, come affermato da Lintner²⁰, gli azionisti recepiscono negativamente i cambiamenti nelle distribuzioni della ricchezza per remunerare il capitale proprio. Una diminuzione dei dividendi viene letta dagli investitori come un segnale di calo della società e della sua capacità di produrre ricchezza, ma allo stesso tempo eventuali aumenti occasionali portano gli azionisti ad avere la falsa aspettativa che in realtà questo aumento sia di natura permanente. Per i manager è di fatto consigliabile non distribuire nemmeno la totalità del reddito permanente, ma conservarne sempre una parte da accumulare per poterla sfruttare in momenti sfavorevoli della società. Sempre riguardo la distribuzione solo parziale dei redditi generati, Nanda e Chowdhry suggeriscono al management di utilizzare i riacquisti solo saltuariamente, per minimizzare i costi derivanti da queste operazioni soprattutto se effettuate tramite le OPA²¹. Solitamente infatti l'annuncio di un'operazione di riacquisto è accompagnato da un aumento della quotazione del titolo. La società è, quindi, obbligata nelle offerte pubbliche di acquisto a proporre un prezzo agli azionisti che incorpora un importante premio, che rende l'operazione più costosa. Per cui nonostante il vantaggio fiscale garantito dai buyback rispetto ai dividendi nella distribuzione delle risorse, conviene realizzarli solo occasionalmente.

Nella scelta dei due metodi di distribuzione della ricchezza agli azionisti può essere fatta un'ultima considerazione che dipende dal costo di reperimento delle informazioni. I buyback sono strumenti in grado di ridistribuire la ricchezza all'interno della compagine azionaria nel momento in cui non tutti gli azionisti partecipano all'iniziativa

²⁰ Lintner, 1956, Distribution of incomes of corporations among dividends, retine earnings, and taxes, in "American Economic Review"

²¹ Chowdhry, Nanda, 1994, Repurchase premia as a reason for dividends: a dynamic model of corporate payout policies, in "Review of Financial Studies"

e ciò dipende dalle informazioni in possesso dei singoli soci, che poi in base alle stesse decideranno se vendere le proprie azioni alla società o meno, in funzione della convenienza economica. Ovviamente decideranno di vendere la propria posizione o parte della stessa nel caso in cui il prezzo proposto dalla società sia maggiore del valore intrinseco, al contrario opteranno per mantenerla nel caso in cui sia minore del valore reale, anche se il prezzo dell'OPA è maggiore del prezzo di mercato. È allo stesso tempo vero però che per poter disporre di queste informazioni gli azionisti dovranno sostenere dei costi, che al contrario in caso di erogazione dei dividendi non devono affrontare. I costi per la raccolta di informazioni sono fissi e non variano a seconda della quantità di risorse distribuite al contrario dei benefici fiscali, per cui per distribuzioni di maggiori dimensioni converrà optare per i buyback; al contrario per distribuzioni minori la società può continuare a ricorrere ai dividendi.

3.9. Costi di agenzia

Un contratto d'agenzia è un accordo tra due soggetti un principale ed un agente, in cui il secondo a fronte di un compenso si occupa degli interessi del primo rispetto una determinata attività. Nel caso in cui gli interessi delle parti siano differenti, allora si verranno a creare i cosiddetti conflitti d'agenzia. Il rischio per il principale è che l'agente agisca in modo da massimizzare la propria utilità cercando di raggiungere quindi solo i suoi obiettivi. Per cercare di evitare questo problema il principale potrebbe cercare di inserire all'interno del rapporto una serie di incentivi che permettano di far combaciare gli interessi, così che l'agente abbia gli stessi obiettivi del principale, oppure dovrebbe implementare un sistema di sorveglianza e controllo sull'operato dell'agente così da poter continuamente verificare la bontà del suo operato e che effettivamente non stia lavorando per massimizzare i suoi interessi, ma dovendo sostenere per questi costi elevati. A prescindere dagli strumenti adoperati dal principale per ridurre i costi di agenzia, egli non riuscirà mai del tutto ad azzerarli in quanto vi è sempre una differenza tra la reale condotta dell'agente e la migliore per il principale. In ambito societario il conflitto d'agenzia può sorgere tra management e azionisti nel caso in cui proprietà e controllo siano separati, come accade soprattutto nei contesti anglosassoni e americano in cui sono maggiormente diffuse le public company. Nel 1976 Jensen e Meckling²² attraverso il loro operato hanno fatto riferimento a due principali conflitti nei rapporti tra stakeholder: i conflitti di agenzia del capitale proprio e i conflitti di agenzia del capitale di debito.

²² M.C. Jensen, W.H. Meckling, Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, 1976.

Per quanto riguarda il primo i manager sono gli agenti mentre gli azionisti rivestono il ruolo di principale, proprio perché nelle public company i proprietari, gli azionisti, affidano la gestione dell'impresa ai dirigenti. Per gli azionisti l'utilità sarà data dalla massimizzazione del valore economico della società; diversi invece saranno gli interessi dell'apparato di gestione soprattutto se quest'ultimo non possiede quote di proprietà della società. In generale se è vero che la remunerazione dei manager è spesso legata all'andamento economico del titolo, è altrettanto vero che l'utilità dei manager deriva anche da elementi diversi la semplice remunerazione monetaria. La soddisfazione di un manager può dipendere anche da benefici personali di cui può disporre, una macchina aziendale, ma anche dalla possibilità di lavorare in una società particolarmente conosciuta o prestigiosa o in un ambiente maggiormente rilassante. Inoltre l'utilità del manager migliora quando riesce a ridurre il "rischio di impiego non diversificabile" dato dalla possibilità di perdere il proprio posto lavorativo, di perdere reputazione e di perdere l'investimento fatto nella società.²³ Per cui i dirigenti potrebbero utilizzare le risorse a loro disposizione, il free cash flow, per cercare di migliorare il loro status invece di porre in essere tutte le operazioni volte alla massimizzazione del capitale. Esempio di questi atteggiamenti sono gli investimenti che garantiscono una crescita dimensionale o ancora il rifiuto di investimenti che invece potrebbero sì accrescere il valore della società, ma che sono particolarmente rischiosi e che quindi potrebbero mettere a rischio la carica da manager. L'avversione al rischio e l'egoismo dei manager portano a ridurre il valore della società a danno degli azionisti.

In questo contesto i riacquisti di azioni possono ridurre questi costi di agenzia in due diversi modi: incentivare i manager a perseguire gli stessi obiettivi degli azionisti e limitare la loro libertà di decisione. Il primo può essere raggiunto attraverso le operazioni di buyback che permettono l'acquisto di azioni proprie, che poi possono essere appunto date in opzione ai manager nell'implementazione di piani di stock option, così che la loro utilità dipenda dalla massimizzazione del valore delle quotazioni dei titoli della società come per gli azionisti. Per quanto riguarda la libertà di decisione può essere appunto ridotta attraverso i buyback, in quanto questa operazione permette di distribuire una parte delle risorse liberamente utilizzate dai manager per fini di self-interested. Inoltre, sempre le operazioni di buyback incidono come già detto sulla struttura finanziaria della società aumentando il livello di indebitamento e quindi gli interessi passivi da pagare. Modificare il grado di leverage

²³ Y. Amihud, B. Lev, Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *The Bell Journal of Economics*, 1981; N. Gao e X. Cai, Are CEOs judged on their companies' social reputation? *Journal of Corporate Finance*, 2020

è un altro efficace meccanismo per ridurre lo stock di cassa arbitrariamente a disposizione dei manager.

Le operazioni di buyback possono generare un conflitto di interessi anche tra azionisti e creditori. Queste operazioni infatti si possono configurare come un trasferimento di ricchezza, ma anche come una redistribuzione di risorse senza necessariamente dover apportare una riduzione del capitale sociale, operazione invece rispetto alla quale i creditori sociali anteriori possono legittimamente opporsi se danneggiati. I creditori sociali infatti una volta che hanno stabilito le condizioni del finanziamento si trovano in una posizione di svantaggio rispetto agli azionisti che hanno la possibilità di effettuare delle azioni che permettono di ridurre il valore del debito, aumentandone il livello di rischiosità.

Uno dei mezzi che possono utilizzare gli azionisti è proprio le operazioni di riacquisto: esse rappresentano infatti un valido strumento per innalzare il livello di leverage e aumentare il grado di rischiosità della società. Il valore del debito diminuisce e i creditori subiscono una perdita non in termini nominali, non gli vengono restituite meno risorse rispetto quanto dovuto, ma bensì la perdita è data dal fatto che la remunerazione sul debito è troppo bassa rispetto il grado di rischio attuale che stanno assumendo nel finanziare la società. Al contrario il vantaggio di cui beneficiano gli azionisti è che stanno utilizzando delle risorse a debito ad un tasso d'interesse più basso rispetto a quello che otterrebbero se rifinanziassero il debito.

3.10. *Imposizione fiscale*

Nelle scelte finanziarie dell'impresa l'imposizione fiscale assume un ruolo determinante sia nella scelta della struttura finanziaria ottimale sia nella modalità di remunerazione del capitale proprio.

I riacquisti di azioni proprie possono giocare un duplice ruolo fondamentale in entrambi i casi. Per quanto riguarda la distribuzione della ricchezza realizzata mediante l'attività aziendale, il management opterà per i buyback o per l'erogazione dei dividendi in base ai costi fiscali previsti. I riacquisti possono essere un ottimo strumento anche per la costituzione della struttura finanziaria che permette di massimizzare il valore della società.

Innanzitutto la struttura finanziaria di una società dipende dalle fonti di finanziamento che ha disposizione. Le tre principali sono: autofinanziamento, capitale proprio e capitale di debito. L'autofinanziamento è quella fonte di finanziamento autogenerata dalla società mediante la propria attività e può essere distribuita ai soci per remunerare il loro investimento, reinvestita concretamente nell'attività e in questo caso assume

pienamente il senso di autofinanziamento oppure accantonata sotto forma di riserva per futuri investimenti o per una futura distribuzione. Se la società decide di distribuire queste risorse generate internamente, sia tramite dividendi o tramite operazioni di riacquisti, e al tempo stesso mantenere costanti le attività poste in essere, dovrà compensare questa riduzione di risorse aumentando il ricorso alle altre due fonti: capitale proprio o capitale di debito.

Per le aziende sarà più conveniente utilizzare capitale di debito perché la remunerazione del debito, gli interessi passivi, a differenza della remunerazione del capitale proprio, i dividendi, sono deducibili dall'imponibile sul quale verranno calcolate le imposte da pagare. Come hanno teorizzato Modigliani e Miller estremizzando questo ragionamento, in assenza di costi di fallimento, una società per massimizzare il proprio valore dovrebbe finanziare le proprie attività mediante il solo ricorso al debito²⁴ per ottenere il massimo beneficio possibile dalla detrazione sugli oneri fiscali. Nella realtà invece facendo troppo ricorso al capitale di debito si rischia di veder ridotto, se non azzerato, il beneficio fiscale dall'aumento del rischio di dissesto finanziario. Questo perché aumentando la quota di debito aumentano anche le probabilità di andare incontro a costi di fallimento sia diretti, costi derivanti dall'apertura delle pratiche, sia indiretti, abbassamento del merito creditizio e perdita di clienti e fornitori. La società può raggiungere il livello di indebitamento ottimale acquistando azioni proprie e sostituendo le risorse utilizzate dall'operazione con capitale di debito fino al raggiungimento della struttura finanziaria che permette di massimizzare il valore della società. Per la società sarà razionale continuare ad effettuare queste operazioni fin tanto che la società risulterà sotto indebitata, ovvero almeno fin tanto che non abbia sfruttato al massimo i benefici fiscali minimizzando al tempo stesso i costi di dissesto finanziario.

Spostando l'attenzione sull'azionista i buyback come i dividendi possono essere utilizzati come uno strumento di remunerazione del capitale proprio, per cui la società dovrebbe optare per il metodo che permette agli stessi di minimizzare i costi fiscali che devono pagare a livello personale. In Italia il D. Lgs n. 66 del 24/04/2014 ha stabilito che l'aliquota da applicare sul capital gain debba essere pari al 26%, mentre una legge di Bilancio del 2018 (legge 105/2017) ha stabilito che per i dividendi, che rappresentano gli utili derivanti dal possesso di un titolo azionario, l'aliquota d'imposta debba essere pari al 26%. Per cui nonostante l'aliquota applicata risulti essere la stessa su dividendi e capital gain derivante dai riacquisti, i vantaggi per gli azionisti dal rivendere le azioni alla società possono essere di due tipi: possono differire il

²⁴ Modigliani, Miller, 1963, Corporation income taxes and the cost of capital: a correction, in "American Economic Review

pagamento delle imposte e dovranno pagare l'aliquota solo sul capital gain e non su tutta la somma ricevuta.

4. CONCLUSIONE

Infine analizziamo l'impatto del COVID sulle politiche di distribuzione dei dividendi. Per molte società la crisi economica causata dalla pandemia globale, generata dal COVID-19, ha comportato una riduzione dei flussi di cassa e costretto le imprese a rivedere i propri piani di business. I manager con l'obiettivo di superare la crisi hanno dovuto rivedere le proprie politiche di finanziamento, di investimento e quelle legate alla remunerazione del capitale. Facendo riferimento alle politiche dei dividendi i due

principali canali di distribuzione della ricchezza agli azionisti erano e sono rimasti i dividendi e i riacquisti di azioni proprie, ma per adattarsi a questo nuovo contesto economico post pandemico il ricorso e le proporzioni a questi due differenti metodi è cambiato.

Le imprese prima della crisi tendevano a mantenere livelli di erogazione dei dividendi stabili nel tempo, perché il mercato reagiva negativamente alle variazioni. In questo contesto i riacquisti erano considerati degli strumenti più flessibili e spendibili per distribuzioni saltuarie o derivanti da redditi extracaratteristici. Nel corso degli anni però, il trattamento fiscale agevolato che garantivano in molti paesi, ne ha favorito la diffusione.

Facendo riferimento all'articolo pubblicato da Christos Ntantamis e Jun Zhou, nel *Finance Reserch Letters*²⁵, possiamo notare come molte imprese del G-7 hanno apportato un taglio generalizzato dei pagamenti in contanti, sia tramite dividendi che riacquisti; mentre le società americane, nel campione vengono analizzate imprese statunitensi e canadesi, hanno ridotto maggiormente il ricorso ai riacquisti; infine le aziende giapponesi si posizionano nel mezzo. Questo calo è dato dalla situazione di forte incertezza in cui dovevano operare le imprese soprattutto all'inizio delle crisi, dove hanno preferito aumentare le riserve precauzionali di liquidità per far pronte ad eventuali nuovi shock dei flussi di cassa. Infatti le imprese che invece avevano già accumulato in azienda risparmi di liquidità hanno fatto registrare dei cali più lievi delle quotazioni dei titoli²⁶. L'effetto mitigatore delle riserve di liquidità è forte in Nord America e Giappone, ma non è statisticamente significativo per le imprese europee. . Le riserve di liquidità già presenti in azienda, in Europa, hanno avuto un impatto minore nel contrastare la riduzione del pagamento di liquidità agli azionisti, perché in questi contesti sono mancati dei programmi di sostegno forniti dai governi, soprattutto da un punto di vista fiscale. Il governo britannico, ad esempio, ha imposto restrizioni sul pagamento dei dividendi, sulla retribuzione dei manager e sui riacquisti a quelle società che avevano preso in prestito più di 50 milioni di sterline attraverso il CLBILS. È interessante notare come anche nelle zone europee dove le società effettuano un taglio generalizzato delle distribuzioni, il calo dei riacquisti è comunque meno significativo rispetto quello dei dividendi, proprio per via della flessibilità di questi strumenti. l'effetto mitigatore delle riserve di liquidità già presenti in azienda. In conclusione la crisi economica e la costante incertezza che hanno dovuto affrontare le società hanno comportato variazioni in termini di politica dei payout, ma queste

²⁵ C. Ntantamis, J. Zhou, Corporate payout, cash holdings, and the COVID-19 crisis: Evidence from the G-7 countries, *Finance Reserch Letters*

²⁶ W. Ding, R. Levine, C. Lin, W. Xie, Corporate immunity to the COVID-19 pandemic, *Journal of Financial Economics*

variazioni hanno colpito diversamente le imprese dei vari paesi in base alla politica, la cultura, la protezione legale, la crescita economica e lo sviluppo dei mercati finanziari.

BIBLIOGRAFIA

¹ Manuale di diritto commerciale, Marco Cian, G.Giappichelli editore, 2019

² Art 2357 del c.c.

³ Guido Paolucci, *Analisi di bilancio Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, 2016

- ⁴ A. Manelli e R. Pace, *Il riacquisto di azioni proprie*, Pitagora, Bologna, 2007, pag 34-45
- ⁵ A. Manelli e R. Pace, *Il riacquisto di azioni proprie*, Pitagora, Bologna, 2007, pag 60-67
- ⁶ J. Kim, NP Varaija, *Open market repurchase regulation: a cross country examination*, *Corporate Finance Review*, 2005.
- ⁷ J. Chen, *What is a reverse share repurchase*, Investopedia, 2019.
- ⁸ M. Bradley, L. Macdonald Wakeman, *The wealth effects of targeted share repurchases*, *Journal of Financial Economic*, 1983; S. Chang, M.J. Sullivan, *The disparate nature of targeted repurchase evidence of long-run performance*, *Journal of Business Finance and Accounting*, 2007.
- ⁹ T. Vermaelen, *Common stock repurchase and market signalling, an empirical study*, *Journal of financial economics*, 1981.
- ¹⁰ J. R. Macey, F. S. McChesney, *A theoretical analysis of corporate greenmail*, *The Yale Law Journal*, 1985.
- ¹¹ L.Y. Dann e H. DeAngelo, *Standstill agreement, privately negotiated stock repurchase and the market for corporate control*, 1983.
- ¹² Michael Ryngaert, *The effects of poison pills Securities on shareholder wealth*, *Journal of Financial Economics*, 1998.
- ¹³ L. S. Bagwell, *Share repurchase and takeover deterrence*, *The rand journal of Economics*, 1991.
- ¹⁴ R. Sonika, M. B. Shackleton, *Buyback propensity and the anti-dilution of dilutive stock option*, 2016.
- ¹⁵ W. Lazonick, *Profit without prosperity: how stock buybacks manipulate the market, and leave most Americans worse off*, *The Harvard Business School Review*, 2014, S. Denning, *The best management article of 2014*, *Forbes*, 2015.
- ¹⁶ A. Manelli, *Finanza Aziendale: l'efficienza dei mercati, analisi fondamentale e analisi tecnica*, CLUA, 2003
- ¹⁷ C. Jolls, *Stock repurchase and incentive compensation*, *National Bureau of Economic Research*, 1998
- ¹⁸ A. Manelli, R. Pace, *Il riacquisto di azioni proprie: teorie ed evidenze empiriche*, Pitagora, Bologna, 2007.
- ¹⁹ L. Ardizzone, *L'informazione al mercato nel «trading» di azioni*, *Analisi Giuridica dell'Economia*, Mulino, 2013.
- ²⁰ Lintner, 1956, *Distribution of incomes of corporations among dividends, retine earnings, and taxes*, in "American Economic Review"
- ²¹ Chowdhry, Nanda, 1994, *Repurchase premia as a reason for dividends: a dynamic model of corporate payout policies*, in "Review of Financial Studies"
- ²² M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, 1976.

²³ Y. Amihud, B. Lev, Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *The Bell Journal of Economics*, 1981; N. Gao e X. Cai, Are CEOs judged on their companies 'social reputation? *Journal of Corporate Finance*, 2020

²⁴ Modigliani, Miller, 1963, Corporation income taxes and the cost of capital: a correction, in "American Economic Review

²⁵ C. Ntantamis, J. Zhou, Corporate payout, cash holdings, and the COVID-19 crisis: Evidence from the G-7 countries, *Finance Reserch Letters*

²⁶ W. Ding, R. Levine, C. Lin, W. Xie, Corporate immunity to the COVID-19 pandemic, *Journal of Financial Economics*