



Politica di finanziamento

Politica dei dividendi

- a) **Politica dei dividendi**
- b) **Forme e modalità di raccolta di capitale di credito**
- c) **Forme e modalità di raccolta dell'equity**

DRIVER PER LA MASSIMIZZAZIONE DEL VALORE DI UN'IMPRESA

Massimizzare il valore dell'impresa

Politica di investimento

Investire in progetti con un rendimento atteso superiore alla soglia minima rendimento accettabile

Soglia minima di rendimento

Deve riflettere la rischiosità del progetto e la struttura finanziaria utilizzata

Rendimento atteso

Deve riflettere l'ammontare e la distribuzione temporale dei flussi di cassa e tenere conto anche di effetti collaterali

Politica di finanziamento

Scegliere una struttura finanziaria che massimizzi il valore dei progetti intrapresi e che sia in linea con il tipo di investimenti da finanziare

Struttura finanziaria

Scegliere il rapporto tra capitale netto e capitale di terzi che massimizza il valore dell'impresa

Tipo di finanziamento

Dovrebbe riflettere da vicino le caratteristiche del tipo di investimento da finanziare

Politica dei dividendi

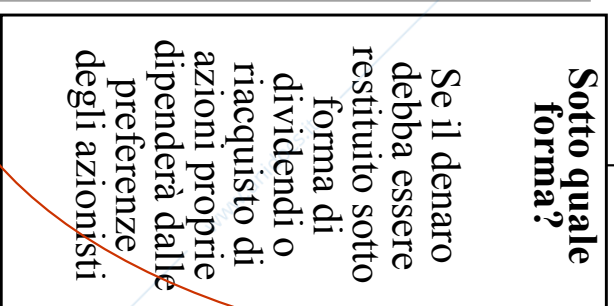
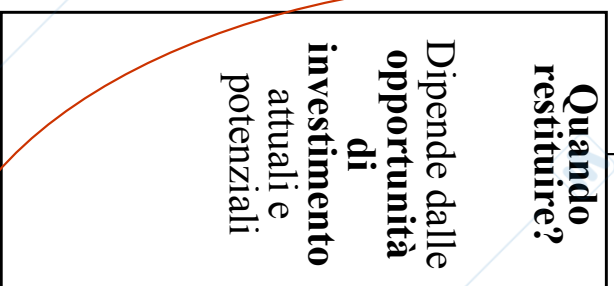
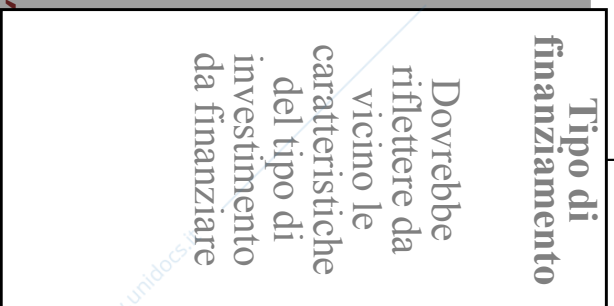
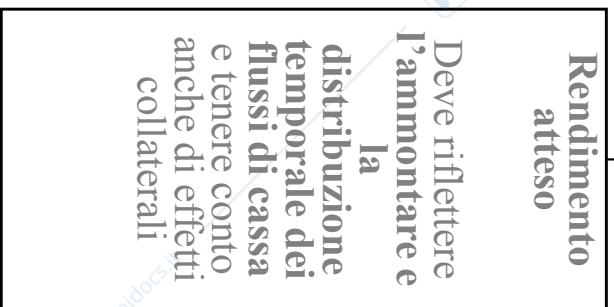
Qualora non vi siano opportunità di investimento in grado di generare un rendimento superiore alla soglia minima, restituire il denaro ai proprietari

Quando restituire?

Dipende dalle opportunità di investimento attuali e potenziali

Sotto quale forma?

Se il denaro debba essere restituito sotto forma di dividendi o riacquisto di azioni proprie dipenderà dalle preferenze degli azionisti



Analisi finanziaria per l'impresa - Prof. G. Sabbatini

PECKING ORDER THEORY

Flessibilità/Controllo

+

TEORIA DELL'ORDINE DI SCELTA



1. AUTOFINANZIAMENTO
2. INDEBITAMENTO
3. AUMENTI DI CAPITALE

→ Politiche dei dividendi

→ Forme e modalità di raccolta di capitale di credito

→ Forme e modalità di raccolta di capitale di rischio

La Pecking order theory ipotizza una gerarchia nelle fonti di finanziamento partendo dal presupposto che le diverse categorie di finanziamento conferiscono diversi gradi di autonomia al management.

Focalizziamoci ora sulla **politica dei dividendi** e analizziamo la procedura attraverso cui l'impresa restituisce ai propri azionisti la ricchezza che essa ha prodotto.

La destinazione degli utili d'impresa

Gli utili di un'impresa possono essere utilizzati per due fini diversi:

- Finanziamento di nuovi progetti (Reinvestimento)
- Distribuzione di ricchezza agli azionisti

Come distribuire ricchezza agli azionisti?

Un'impresa può distribuire parte della ricchezza prodotta in varie forme:

- Attraverso la distribuzione di dividendi
- Attraverso il riacquisto di azioni proprie
- Procedure di liquidazione e/o cessione (eventi straordinari)

Dividendi

Quota di utile che viene distribuita agli azionisti. Possono essere:

- **Normali** – Dividendi distribuiti a scadenze regolari
- **Straordinari** – Distribuzione "una tantum" di liquidità

Possono essere distribuiti:

- **In contanti** – distribuzione di ricchezza "per cassa"
- **Sotto forma di azioni** – c.d. aumento gratuito di capitale

Vs.

Riacquisto di azioni proprie (*buyback*)

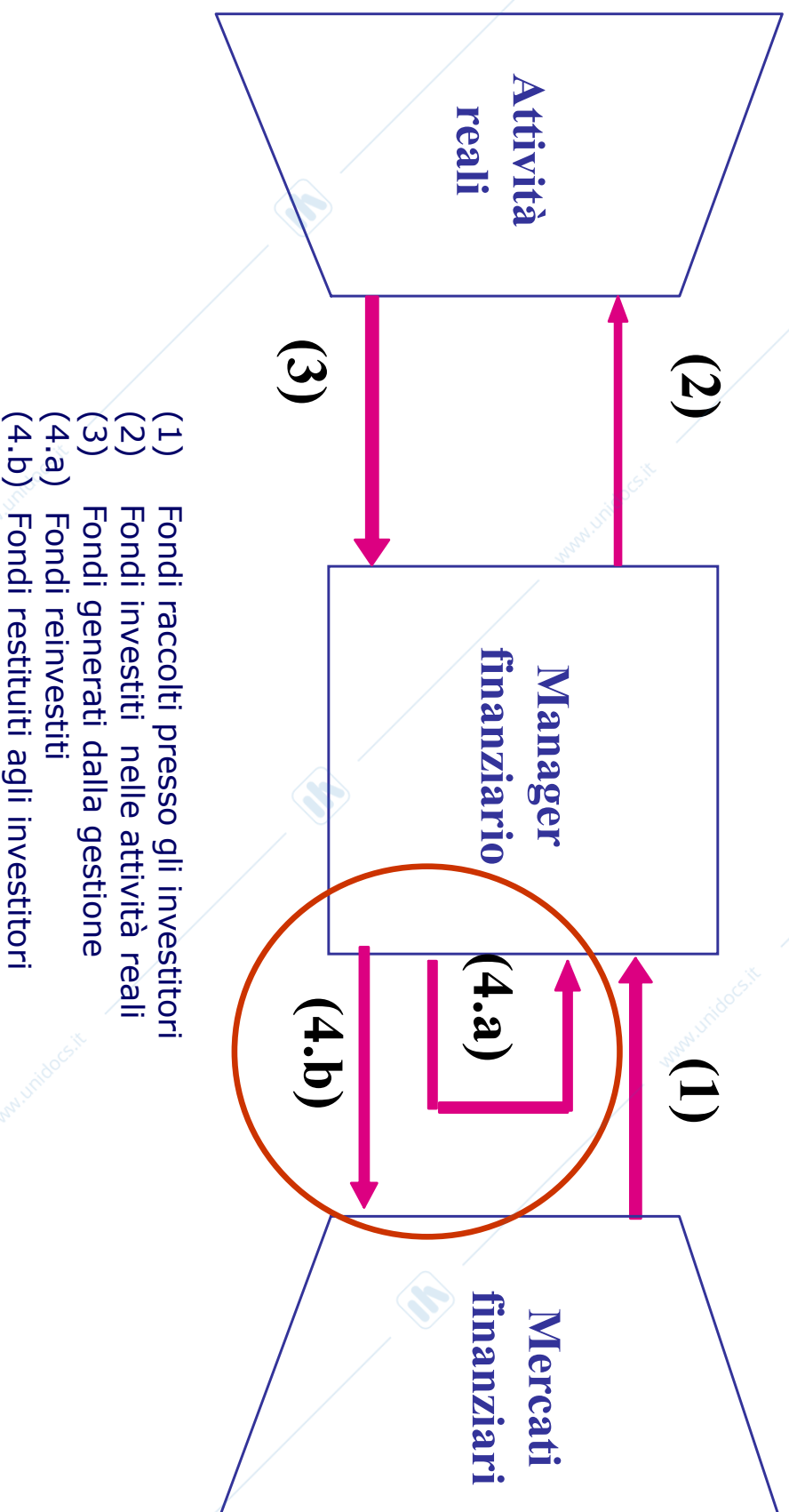
Forma "indiretta" di distribuzione di ricchezza agli azionisti.

Per la sua natura, il riacquisto di azioni può essere assimilato a un dividendo straordinario.

Il *buyback* può inoltre sottendere la decisione dell'impresa di modificare la propria struttura del capitale, sostituendo l'equity con il debito

Il ruolo del manager finanziario

Con riferimento al ruolo del manager finanziario, le decisioni in materia di politica dei dividendi concernono le fasi 4.a e 4.b dello schema e le relative dimensioni.



Analisi finanziaria per l'impresa – Prof. G. Sabatini

La politica dei dividendi: prospettive di analisi

L'analisi della politica dei dividendi di un'impresa deve considerare due diverse prospettive:

- Il processo decisionale del management
- L'impatto delle decisioni del management sul valore d'impresa

Management

- Dividendi si o no
- Quanto dividendo distribuire?
- Qual è il contenuto informativo dei dividendi?

Investitori

- La distribuzione di dividendi influenza il valore d'impresa?

Politica dei dividendi

Analisi finanziaria per l'impresa – Prof. G. Sabatini

I passi che conducono alla decisione sui dividendi

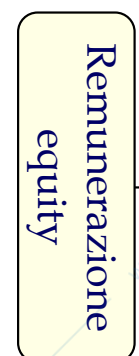
Quanto è indebitata l'impresa?



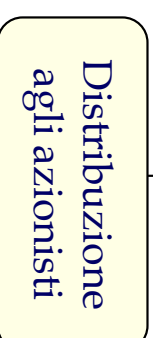
Quali sono le alternative di investimento?



Qual è il rapporto di liquidità ottimale?



Quali sono le preferenze degli azionisti?



Analisi finanziaria per l'impresa – Prof. G. Sabatini

La distribuzione dei dividendi di alcune imprese italiane nel 2009-2010 (i)



Società	Dividendo 2010	Data di stacco	Data di pagamento	Dividendo precedente (2009)
AZA	0,07	21-giu	24-giu	0,097
Ansaldo STS	0,31	24-mag	27-mag	0,27
Atlantia	0,746 (0,355 già distribuiti a	24-mag	27-mag	0,71 (0,34 distribuiti a
Autogrill	Non distribuisce	---	---	Non ha distribuito
Azimut	0,05 + un'azione ogni 60 possedute	24-mag	27-mag	0,1
Banca Mps	Non distribuisce	---	---	0,013
Banca Pop di Milano	0,1	24-mag	27-mag	0,1
Banco Popolare	0,08	24-mag	27-mag	Non ha distribuito
Bulgari	0,05	24-mag	27-mag	0,1
Buzzi Unicem	0,18	24-mag	27-mag	0,36
Campani	0,06 Un'azione gratis ogni titolo posseduto	24-mag 10-mag	27-mag ---	0,055 ---
CIR	Non distribuisce	---	---	Non ha distribuito
Enel	0,25 (0,1 già distribuiti a novembre 2009)	21-giu	24-giu	0,49 (0,2 distribuiti a novembre 2008)

Analisi finanziaria per l'impresa – Prof. G. Sabatini

8

La distribuzione dei dividendi di alcune imprese italiane nel 2009-2010 (ii)



Società	Dividendo 2010	Data di stacco	Data di pagamento	Dividendo precedente (2009)
Eni	1 (0,5 già distribuiti a settembre 2009)	24-mag	27-mag	1,3 (0,65 distribuiti a settembre 2008)
Exor	0,27	24-mag	27-mag	0,319
Fiat	0,17	19-apr	22-apr	Non ha distribuito
Fimmeccanica	0,41	24-mag	27-mag	0,41
Fondiaria-Sai	0,4	24-mag	27-mag	0,7
Generali	0,35	24-mag	27-mag	0,15 + un'azione ogni 25
Geox	0,2	24-mag	27-mag	0,24
Impregilo	Non distribuisce	---	---	0,08
Intesa Sanpaolo	0,08	24-mag	27-mag	Non ha distribuito
Italcementi	0,12	24-mag	27-mag	0,18
Lottomatica	0,74	24-mag	27-mag	0,68
Luxottica	0,35	24-mag	27-mag	0,22 (distribuito a novembre 2008)
Mediaset	0,22	24-mag	27-mag	0,38

La distribuzione dei dividendi di alcune imprese italiane nel 2009-2010 (iii)



Società	Dividendo 2010	Data di stacco	Data di pagamento	Dividendo precedente (2009)
Mediobanca	Un'azione ogni 20 e un warrant ogni azione (distribuiti a settembre 2009)	---	---	0,65 (distribuito a novembre 2008)
Mediolanum	0,15 (0,085 già distribuiti a novembre 2009)	24-mag	27-mag	0,15 (0,085 distribuiti a novembre 2008)
Parmalat	0,104 (0,041 già distribuiti a settembre 2009)	19-apr	22-apr	0,173 (0,077 distribuiti a settembre 2008)
Pirelli e C	0,0145	24-mag	27-mag	Non ha distribuito
Prismian	0,417	19-apr	22-apr	0,417
Saipem	0,55	24-mag	27-mag	0,55
Snam Rete Gas	0,2 (0,06 già distribuiti a ottobre 2009)	24-mag	27-mag	0,23 (0,09 distribuiti a ottobre 2008)
Stm	0,28 \$ (0,07 \$ ogni trimestre)	31-mag 23-ago 29 nov. 21-feb	03-giu 26-ago 02-dic 24-feb	0,12 \$
Telecom Italia	0,05	24-mag	27-mag	0,05
Tenaris	0,34 \$ (0,13 \$ distribuiti a novembre 2008)	21-giu	24-giu	0,43 \$ (0,13 \$ distribuiti a novembre 2008)
Terna	0,19 (0,07 già distribuiti a novembre 2009)	21-giu	24-giu	0,158 (0,0592 distribuiti a novembre 2008)
Ubi Banca	0,3	24-mag	27-mag	0,45
UniCredit	0,03	24-mag	27-mag	29 azioni ogni 159
Unipol	0,04	24-mag	27-mag	Non ha distribuito

Analisi finanziaria per l'impresa – Prof. G. Sabatini

10

Fatti stilizzati sulla politica dei dividendi



Dall'analisi empirica della politica dei dividendi adottata da un folto campione di imprese statunitensi è possibile osservare alcune evidenze empiriche¹:

1. I dividendi tendono a seguire parzialmente l'andamento degli utili: ad aumenti di utili tendono a seguire aumenti di dividendi ma se gli utili diminuiscono, i dividendi tendono a essere "rigidi verso il basso";
2. La politica dei dividendi tende a essere stabile: i manager sono riluttanti ad apportare modifiche ai dividendi distribuiti;
3. I dividendi tendono ad avere un andamento più regolare degli utili (segue da 1 e 2);
4. Esistono evidenti differenze nelle politiche dei dividendi adottate in diversi momenti del ciclo di vita dell'impresa; tali differenze riflettono variazioni dei tassi di crescita e dei flussi di cassa, oltre la disponibilità di valide opportunità di investimento.

1 Cfr. Damodaran 2006



Il processo decisionale del management (i)

Quali sono i criteri decisionali cui si attiene il management in materia di politica dei dividendi?

Il modello di Lintner

Sulla base delle osservazioni empiriche descritte in precedenza, John Lintner elaborò negli anni Cinquanta un modello decisionale, sintetizzabile in 4 punti, per le imprese in materia di distribuzione dei dividendi:

1. Le imprese hanno **obiettivi di lungo periodo** circa il rapporto di distribuzione degli utili (*payout*);
2. I manager concentrano la propria attenzione sulle **variazioni dei dividendi**, più che sui livelli assoluti;
3. Le variazioni dei dividendi seguono **le variazioni dei profitti di lungo periodo**.
4. I manager sono **riluttanti a innalzare i dividendi** per non rischiare di dover tornare a livelli inferiori.

Il processo decisionale del management (ii)

I capisaldi del modello di Lintner sono due:

1. Un'impresa **ha un payout (Div/Utile) obiettivo** di lungo periodo cui intende attenersi: dunque, a variazioni di utili dovrebbero corrispondere analoghe variazioni del dividendo, tali da mantenere il payout costante
2. A fronte di una variazione di utili, i manager sono riluttanti a operare variazioni dei dividendi: **tendono a preferire la stabilità del dividendo alla stabilità del payout.**

Formalmente:

$$Div_t = \alpha * EPS_t \quad \alpha = \text{payout ratio obiettivo}$$

Se nel periodo $t+1$ si registrasse una variazione di utili, l'impresa che intende preservare un certo payout dovrebbe modificare il dividendo come segue:

$$\Delta Div = Div_{t+1} - Div_t = \alpha * EPS_{t+1} - Div_t$$

In base al punto 2, però, le scelte dei manager inseriscono un elemento di rigidità nella variazione del dividendo:

$$\Delta Div = \gamma * (\alpha * EPS_{t+1} - Div_t), \quad 0 < \gamma < 1$$

Dove γ rappresenta un fattore di correzione, di valore inferiore a 1, che rappresenta il grado di rigidità delle decisioni del management di modifica del payout ratio a seguito di una variazione degli utili: tanto più il management è conservativo (ovvero tende a mantenere stabile l'ammontare del dividendo), tanto più γ tende a 0.

Analisi finanziaria per l'impresa – Prof. G. Sabatini

13

Il processo decisionale del management (iii)

Dunque, il modello di Lintner teorizza che:

- Il dividendo distribuito dipende in parte dagli utili di periodo, in parte dal dividendo distribuito nei periodi precedenti.
- I manager seguono una politica di **crescita prudente dei dividendi**, tendendo a distribuire maggiori dividendi man mano che la crescita degli utili si va consolidando.
- **Mentre l'obiettivo di lungo periodo è la stabilità del payout, quello di breve periodo è la stabilità del dividendo.**

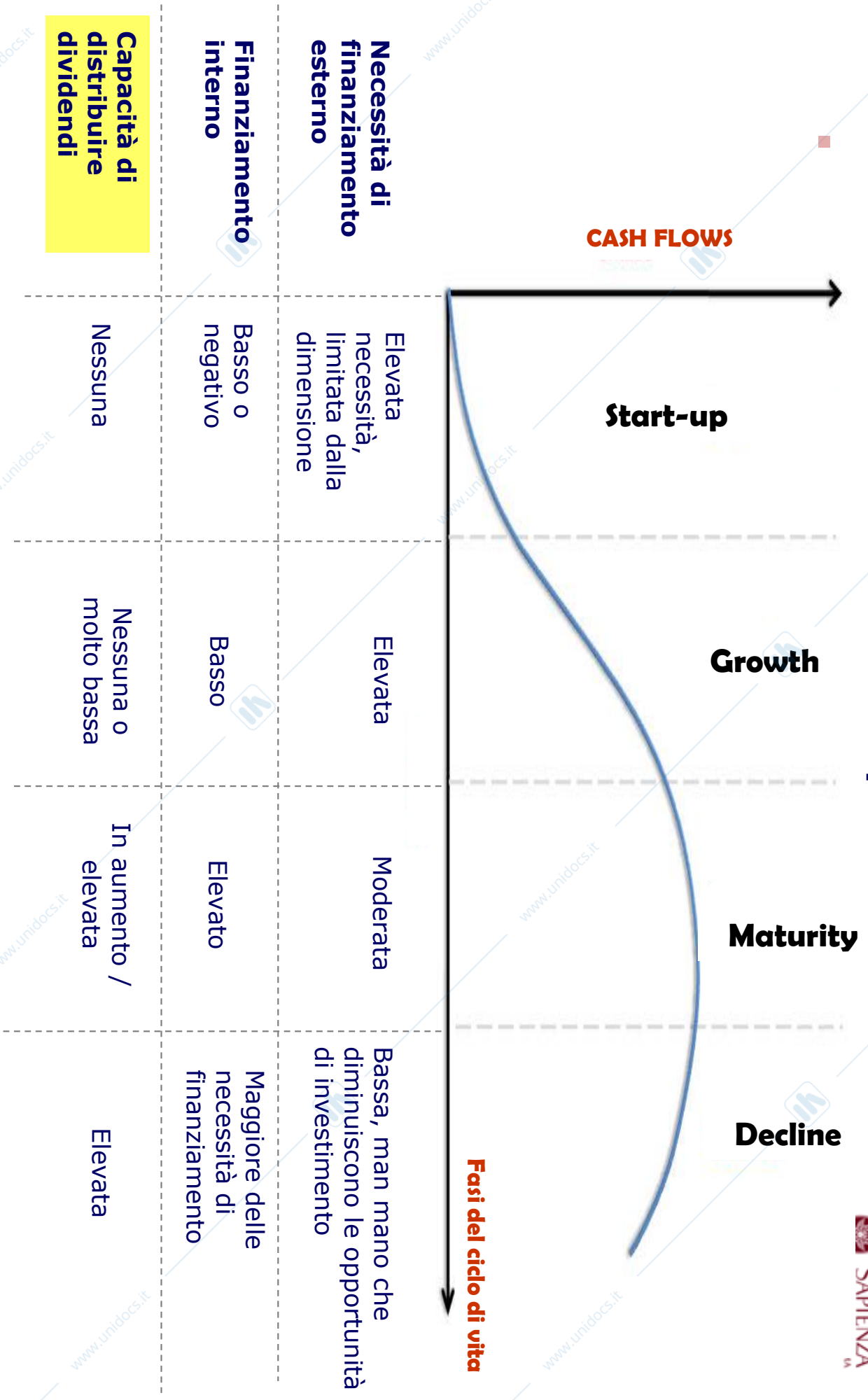
Successive integrazioni allo studio originale di Lintner hanno sostanzialmente confermato tali risultanze, aggiungendo tuttavia un'ulteriore variabile decisionale: **le prospettive di crescita dell'azienda:**

- *Benartzi, Michaely & Thaler, 1997* – gli incrementi dei dividendi seguono generalmente due anni di elevata crescita degli utili.
- *Healey & Pado, 1998* – Nei 4 anni successivi alla distribuzione del primo dividendo, gli utili delle imprese osservate sono cresciuti in media del 164%.

Punto di contatto tra i diversi studi è che **un incremento dei dividendi segnala l'ottimismo dei manager sulle prospettive future dell'azienda.**

Corollario - Un incremento dei dividendi è percepito dal mercato come una buona notizia: **i prezzi delle azioni salgono** (Cfr. *Healey & Pado, 1998*).

Dividendi e ciclo di vita dell'impresa



Interazione tra politica dei dividendi e scelte di finanziamento



La distribuzione dei dividendi influisce sulla capacità dell'impresa di autofinanziare progetti di investimento, quindi la scelta di distribuire liquidità agli azionisti **è anche una scelta tra finanziamento interno ed esterno:**

- Un impresa può aumentare il proprio indebitamento nel tempo distribuendo liquidità superiore al proprio fabbisogno finanziario
- L'indebitamento può essere ridotto utilizzando la liquidità disponibile per rimborsare parte del debito
- La struttura finanziaria può anche imporre un vincolo: la scelta di mantenere un rapporto di indebitamento ottimale potrebbe costituire un ostacolo a variazioni della politica dei dividendi

Dividendi e valore d'impresa: la "controversia sui dividendi"



Se vale il modello di Lintner, un incremento dei dividendi, e le informazioni che sottende, dovrebbe provocare un aumento del prezzo dell'azione.

Ma la politica dei dividendi crea valore o l'aumento del prezzo è solo un "effetto-segnale"?

Esistono diverse (e antitetiche) teorie sull'argomento:

- I conservatori di destra – Un aumento dei dividendi contribuisce ad **aumentare** il valore dell'impresa (Lintner, 1962 – Gordon, 1963).
- I radicali di sinistra – Un aumento dei dividendi **diminuisce** il valore dell'impresa (Brennan, 1970).
- Il partito di centro – La politica dei dividendi è **irrilevante** ai fini del valore d'impresa. (Modigliani e Miller, 1961).

Analisi finanziaria per l'impresa – Prof. G. Sabatini

17

La tesi di M&M (I)

I primi a elaborare la tesi dell'irrelevanza della politica dei dividendi sul valore dell'impresa furono Modigliani e Miller (M&M) nel 1961.

Tale posizione può essere letta come un'estensione del noto teorema sulla struttura finanziaria dell'impresa. Punto di partenza è l'ipotesi di mercati efficienti e la conseguente irrilevanza della struttura finanziaria dell'impresa (M&M Proposizione I).

Si ipotizzi la seguente situazione:

1. L'impresa effettua le proprie scelte d'investimento
2. I progetti selezionati vengono finanziati in parte da equity, in parte da debito. Eventuali eccedenze di denaro devono essere distribuite sotto forma di dividendi
3. L'impresa decide di incrementare il pagamento dei dividendi, *senza modificare la politica d'investimento e indebitamento*. Che cosa accade?
 - 3.a) L'impresa deve reperire capitali sul mercato equity per finanziare l'incremento di dividendi (emissione di nuove azioni)
4. A parità di altre condizioni, l'emissione di nuove azioni comporta **una riduzione del prezzo** delle stesse, vecchie e nuove:

Per l'impresa:

- a) Incremento valore per emissione nuove azioni (+)
- b) Diminuzione valore per distribuzione dividendi (-)

$$a=b$$

Per gli azionisti:

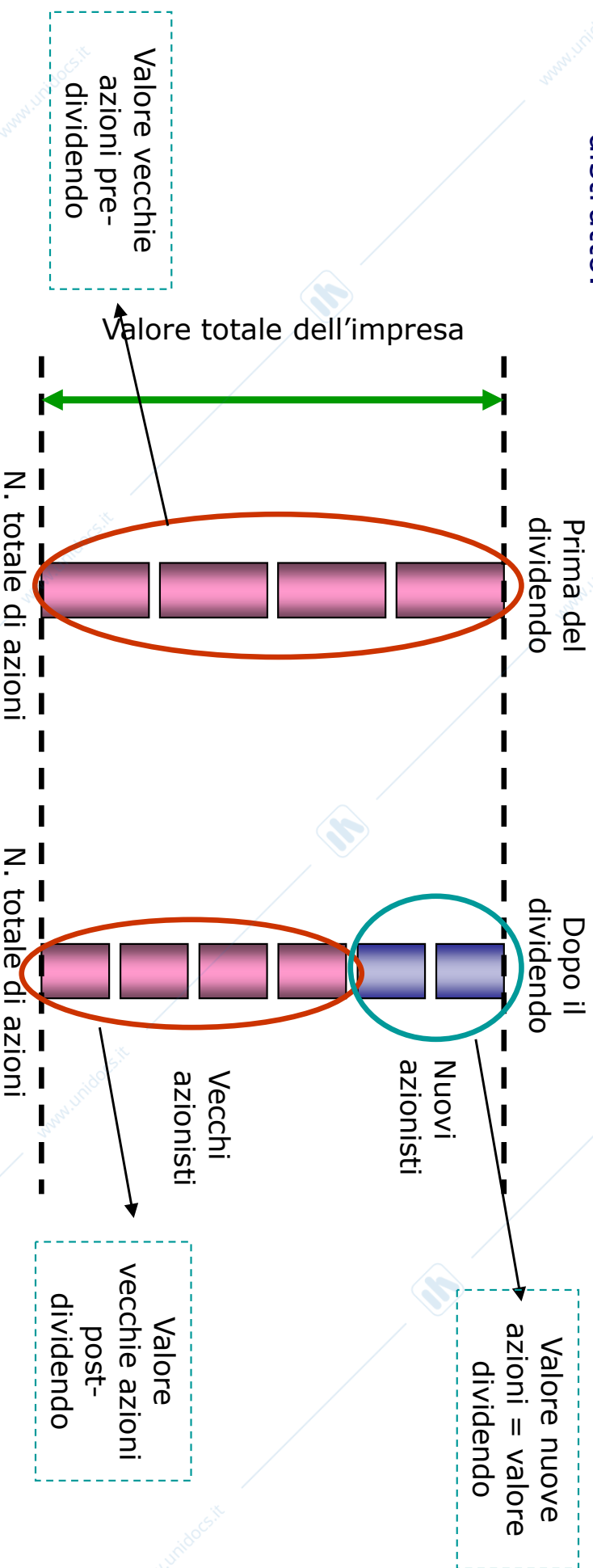
- a) Dividendi (+)
- b) Riduzione valore delle azioni (-)

$$a=b$$

La tesi di M&M (ii)

A parità di valore dell'impresa, l'emissione di nuove azioni per finanziare il pagamento del dividendo comporta una riduzione del valore delle azioni dei vecchi azionisti di un ammontare pari al dividendo incassato:

- I vecchi azionisti scontano un trasferimento di valore dal prezzo dell'azione al dividendo;
- I nuovi azionisti acquistano azioni per un valore corrispondente al dividendo distribuito;
- In ultima analisi si è effettuato uno **scambio di valore tra vecchi e nuovi azionisti**: i primi cedono parte del valore delle proprie azioni ai secondi che lo "restituiscono" ai primi sotto forma di contante per finanziare il dividendo. Nulla si è creato, nulla si è distrutto.



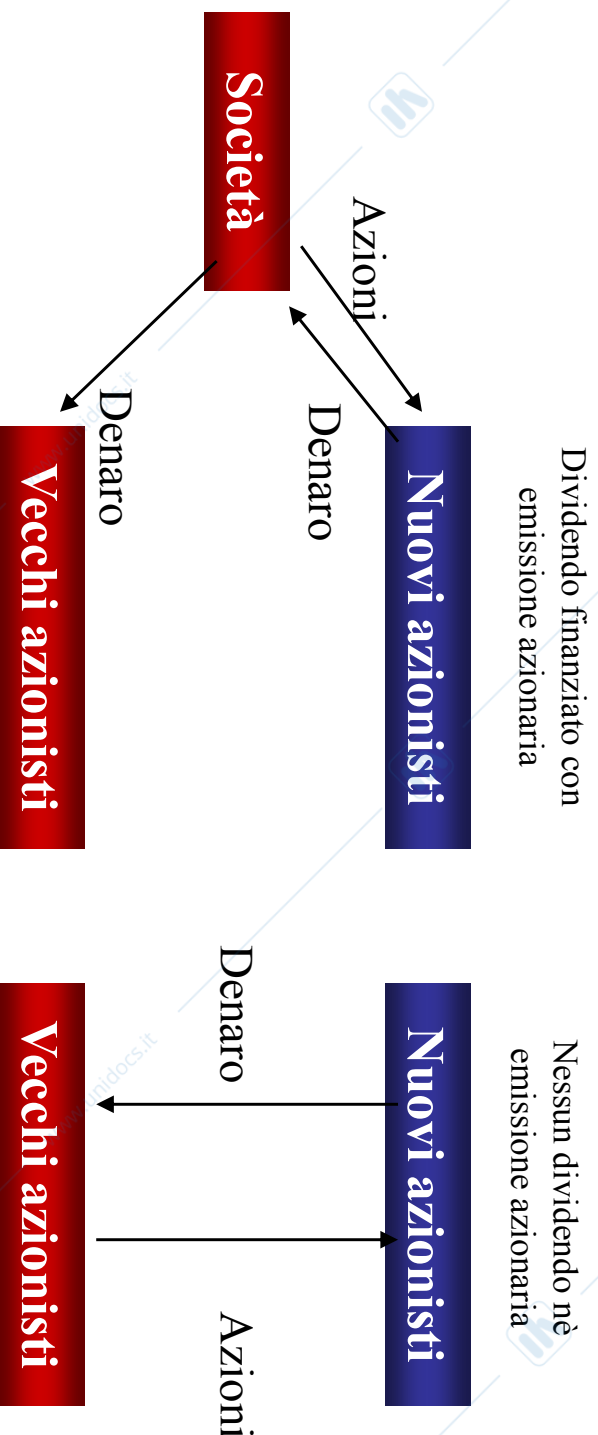
Analisi finanziaria per l'impresa – Prof. G. Sabatini

19

La tesi di M&M (iii)

Perché il dividendo è irrilevante ai fini del valore complessivo d'impresa?

- Obiettivo dei vecchi azionisti è ricevere parte del valore d'impresa sotto forma di contante
- In un mercato efficiente, gli azionisti possono, in alternativa ai dividendi, *vendere parte del proprio pacchetto azionario*: in entrambi i casi il risultato è una diminuzione del valore della quota di proprietà dei vecchi azionisti di un ammontare pari al contante ricevuto, valore che viene trasferito ai nuovi azionisti, acquirenti delle azioni vendute.
- *Poiché gli investitori hanno strumenti alternativi ai dividendi per ottenere liquidità, non pagheranno prezzi più alti per azioni di imprese che distribuiscono elevati dividendi.*



Analisi finanziaria per l'impresa – Prof. G. Sabatini

20

Critiche alle teorie di M&M

- **Teoria dell'agenzia**

In presenza di conflitti tra management e azionisti, i primi possono tendere a distribuire bassi dividendi come "ritorsione" verso i secondi e investire la liquidità in maniera non ottimale (con ripercussioni negative sul valore d'impresa).

Di contro, un aumento dei dividendi può attenuare i conflitti di agenzia.

- **Teoria dei segnali (Cfr. Modello di Lintner e successivi studi)**

L'ipotesi di mercati efficienti implica la piena simmetria informativa tra impresa e investitori. Nella realtà, tuttavia, ciò non è sempre vero e un elevato dividendo può costituire un segnale positivo al mercato: l'impresa informa che è in grado di far fronte a elevati dividendi con i flussi di cassa attesi in futuro.

- **Dividendi e imposte (Cfr. tesi Radicali di sinistra)**

La tesi di M&M si basa su ipotesi molto stringenti, tra cui l'assenza di tassazione. In realtà le imposte, in particolare il differente trattamento fiscale dei redditi da dividendi e da *capital gain*, possono influenzare le preferenze degli investitori.

Con riferimento all'Italia, nell'ipotesi di ritenuta d'imposta alla fonte il trattamento è analogo (aliquota 12,5%). Fanno eccezione le imposte su *capital gain* di partecipazioni qualificate (aliquota 27%).

La tesi dei radicali di sinistra

Tesi che tiene conto della **variabile fiscale**: se i redditi da dividendi sono tassati più pesantemente del *capital gain*, le imprese dovrebbero pagare dividendi più bassi possibile.

Se i dividendi sono più tassati dei *capital gain*, e a parità di profilo di rischio e di rendimento atteso, il prezzo di azioni a basso payout dovrebbe essere **più alto** di quello di azioni a elevato payout:

	Impresa A		Impresa B	
	No dividendi	Alti dividendi	No dividendi	Alti dividendi
Valore atteso al lordo delle imposte	112,5	112,5	112,5	112,5
Dividendo atteso	0	10		
Prezzo atteso	112,5	102,5	112,5	102,5
Prezzo corrente	100	97,78		
Capital Gain atteso	12,5	4,72		
Rendimento lordo atteso (ante imposte) (€)	12,5	14,72		
Rendimento lordo atteso (ante imposte) (%)	12,50%	15,05%		
Imposte sul dividendo (aliquota 40%)	0	4		
Imposte sul capital gain (aliquota 20%)	2,5	0,94		
Rendimento atteso al netto delle imposte (€)	10	9,78		
Rendimento atteso al netto delle imposte (%)	10%	10%		

A parità di rendimento netto atteso in termini percentuali, gli azionisti di B possiedono un'azione di valore corrente inferiore rispetto agli azionisti di A e ricevono un ammontare assoluto inferiore (9,78 vs. 10).

La differenza di valore (prezzo) **corrisponde al valore attuale delle maggiori imposte** che gli investitori che acquistano azioni di B sopportano.

Analisi finanziaria per l'impresa – Prof. G. Sabatini

22

La tesi dei conservatori di destra

"Il mercato azionario preferisce enormemente dividendi generosi a quelli miseri" [Graham & Dodd, 1951]

I c.d. "conservatori" si schierano in favore di politiche aziendali di distribuzione di elevati dividendi. Le principali ragioni sono tre:

1. C'è una clientela naturale per azioni con elevato payout – Alcune categorie di investitori (es. fondi di investimento, fondazioni) hanno una comprovata preferenza per azioni "income", in quanto il dividendo costituisce "reddito spendibile".
 2. Controllo "naturale" sull'operato dei manager – Una politica di dividendi sostenibile deve per sua natura essere supportata da una politica di investimenti saggia e orientata alla creazione di valore. Il "razionamento di fonti" generato dalla distribuzione dei dividendi funge come leva per il management a una gestione efficace delle risorse aziendali.
 3. Avversione al rischio – Un dividendo incassato subito è meno rischioso di un guadagno in conto capitale in futuro. Dunque, investitori avversi al rischio preferiscono azioni che pagano elevati dividendi.
- N.B. Questa posizione è un corollario del punto 1.

Teoria della segmentazione dei mercati e preferenza per la liquidità

Struttura per scadenze dei tassi d'interesse

Mercati efficienti, costo opportunità e investimenti alternativi



La distribuzione del dividendo e la ritenzione e il reinvestimento degli utili sono, dal punto di vista finanziario, **due investimenti alternativi**. In un mercato efficiente:

- Due investimenti alternativi devono offrire, a parità di rischio, lo stesso rendimento.
- Un'impresa che ritiene utili è in grado di investire in progetti che, a parità di rischio, offrono lo stesso rendimento di investimenti alternativi a disposizione degli azionisti che vogliono investire l'eventuale dividendo.
- È indifferente per l'azionista investire gli utili "da sé" oppure attraverso il canale dell'impresa.

Concetto di costo opportunità del capitale

Ma che succede se rimuoviamo l'ipotesi di mercati efficienti?

Può accadere che l'impresa e gli investitori abbiano a disposizione portafogli di opportunità di investimento tali che a parità di rischio offrano rendimenti diversi.

L'impresa:

- Per un *rendimento maggiore del costo opportunità* (ovvero del rendimento degli investimenti alternativi per gli azionisti), dovrebbe **ritenere e reinvestire gli utili**.
- Per un *rendimento minore del costo opportunità*, dovrebbe **distribuire dividendi**.

Il riacquisto di azioni proprie (i)

Forma alternativa di distribuzione di ricchezza agli azionisti.

Modalità:

- **Open market repurchase** – L'impresa annuncia pubblicamente l'intenzione di acquistare azioni sul mercato.
- **Offerta pubblica** - A volte l'impresa si impegna con un'offerta pubblica ad acquistare un determinato numero di azioni a un determinato prezzo (tipicamente fissato a un livello superiore al prezzo di mercato).
- **Negoziazione diretta con un grosso azionista**

La normativa italiana

Il *buyback* è disciplinato in Italia dagli artt. 2357-2358 C.c. che prevede:

- Autorizzazione dell'assemblea al riacquisto. Disciplina durata e ammontare minimo e massimo dell'operazione di riacquisto;
- Durata max dell'autorizzazione: 18 mesi;
- Il riacquisto è consentito nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve risultanti dall'ultimo bilancio;
- Le azioni riacquistate non possono superare il 10% del capitale sociale (salvo che l'acquisto non sia finalizzato all'annullamento).
- I diritti agli utili e di opzione per le azioni proprie sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni; il diritto di voto è sospeso ma le azioni proprie vengono comunque contegiate ai fini dei quorum richiesti per la costituzione e le deliberazioni di assemblea.

Il riacquisto di azioni proprie (ii)



Pur configurandosi in ultima analisi come una distribuzione di liquidità agli azionisti, dal punto di vista economico aziendale il *buyback* si differenzia dal dividendo per alcuni aspetti:

- Non è assimilabile a un dividendo normale, bensì a uno straordinario (una politica di dividendi tende a essere stabile, il *buyback* è un evento tipicamente “una tantum”).
- Se finalizzato all’annullamento delle azioni riacquistate, può sottendere la volontà dell’impresa di modificare la propria struttura finanziaria in favore di un più massiccio ricorso al debito (i dividendi, trattandosi di distribuzione di utili, non provocano “erosione” dell’equity).
- Gli investitori possono non essere indifferenti tra redditi da dividendi e da *capital gain* (Cfr. tesi dei Radicali di sinistra).

