

**BORSA** La crisi ha portato a una ridotta remunerazione dei soci. Per cui le quotate rivedranno le strategie. Intesa Sanpaolo mira all'extra-cedola, Unicredit ai riacquisti azionari, Eni al payout variabile. Chi ha ragione?

# Dividendi o buyback?

di Francesco Bertolino

**L**l 2020 sarà un anno di magra per gli investitori in borsa dopo un decennio di generose remunerazioni. A livello globale Janus Henderson prevede che i dividendi scenderanno di 250 miliardi di dollari e Goldman Sachs stima un taglio di 360 miliardi ai buyback. Nel solo secondo trimestre le società europee hanno ridotto del 44,5% le distribuzioni di dividendi a 83,4 miliardi di dollari, mentre le quotate americane hanno abbattuto del 46% i riacquisti azionari a 89,7 miliardi. Talvolta la dieta per i soci è stata frutto di scelte autonome delle compagnie, dettate dai timori per l'imminente recessione o dal tracollo delle attività causato dalla pandemia. Talaltra è stata imposta dalle banche centrali per precauzione o dai governi come condizione per l'accesso ai finanziamenti pubblici.

**Prima o poi** le quotate torneranno a premiare i soci, ma dopo la crisi pandemica il ritorno agli azionisti potrebbe prendere vie diverse. Intesa Sanpaolo chiederà alla Bce l'autorizzazione per distribuire un extra-dividendo nel 2021; Unicredit affiancherà alla cedola un piano di buyback da 2 miliardi; Eni inaugurerà una strategia di remunerazione variabile, agganciata all'andamento del prezzo del petrolio (Brent). Chi ha ragione? «La differenza principale fra dividendi e buyback sta nella modalità di erogazione/fruizione», spiega Daniele Vadori, responsabile investimenti azionari di **Finint Investments Sgr**. «Nel primo caso la quota di utile che la società decide di distribuire è nella quasi totalità dei casi in contanti; nel secondo caso, invece, si tratta di un'operazione di riacquisto di azioni proprie da parte

della società che le ha emesse, con l'effetto di ridurre il numero di titoli sul mercato e incrementarne così il valore in quanto danno diritto a una porzione maggiore dell'utile d'impresa generato». Tradizionalmente, l'Europa è la terra dei dividendi. L'attaccamento ha ragioni storiche: fondi pensione e assicurazioni sono stati per anni i maggiori detentori di azioni, ispirando la tendenza a rendimenti in contanti e regolari. «Una delle ragioni per cui le compagnie iniziarono a pagare dividendi era per rispondere alla concorrenza delle obbligazioni», ricorda Aswath Damodaran, professore di finanza alla Stern School of Business. «Il solo modo per convincere gli investitori a comprare azioni era travestirle da bond, imitando con i dividendi fissi la cedola». Fino al 1990, inoltre, vigeva in Europa il divieto di buyback, considerato una forma di manipolazione dei corsi di borsa. E tuttora i critici dei riacquisti ne sottolineano il rapporto perverso con la remunerazione dei manager. A Wall Street i compensi dei ceo sono cresciuti del 1.167% in 40 anni grazie soprattutto alla componente variabile (bonus azionari e stock option), che rappresenta in media il 78,6% degli stipendi.

**D'altra parte**, i buyback presentano indubbi vantaggi. Anzitutto la maggiore flessibilità consente di smorzare lo stigma associato al taglio della cedola. «I dividendi risultano più vincolanti in quanto la previsione di erogazione difficilmente può essere modificata una volta approvata, pegno il rischio di ripercussioni sul valore delle azioni stesse», sottolinea Vadori. Non a caso, nota Goldman Sachs, quest'anno le quotate con cedole fisse elevate incluse nell'indice Russell 1000 hanno avuto perfor-

mance di borsa inferiori del 35% rispetto alle società che non pagano dividendi. Sostenendo la liquidità dei titoli e gonfiandone le quotazioni, aggiunge Morgan Stanley, i buyback dovrebbero poi attrarre più investimenti dalle gestioni passive. Diverse società a Piazza Affari, tra cui Ferrari e Sanlorenzo, hanno perciò deciso di remunerare, almeno in parte, i soci tramite riacquisti di azioni. Resta il fatto che i buyback «non garantiscono a priori gli effetti previsti all'atto della programmazione del piano» avverte. Se le quotazioni non salgono, si vanifica la speranza di plusvalenze; se i profitti aziendali non aumentano, l'utile per azione resta inalterato. Si possono allora combinare dividendi e buyback in modo da «garantire la platea degli investitori che necessitano di un flusso costante di generazione di cash flow e fornire elasticità nel market timing per quelle situazioni in cui il riacquisto sia più vantaggioso in termini di remunerazione degli azionisti», conclude Vadori.

**Oltre che mista**, infine, la strategia potrebbe essere anche variabile, abbandonando il totem della crescita costante dei ritorni ai soci. Il dividendo andrebbe agganciato al flusso di cassa disponibile, indice che riflette l'andamento operativo della società. A ciò si aggiungerebbe un dosaggio accorto e pure proporzionale ai conti dei buyback, teso a evitare riacquisti nei picchi delle azioni. Le due misure, suggerite da Goldman e di recente adottate da Eni, consentirebbero di allineare la distribuzione delle risorse al ciclo economico e ai risultati industriali, evitando brutte sorprese agli azionisti e il ricorso al debito per mantenere remunerazioni insostenibili. (riproduzione riservata)

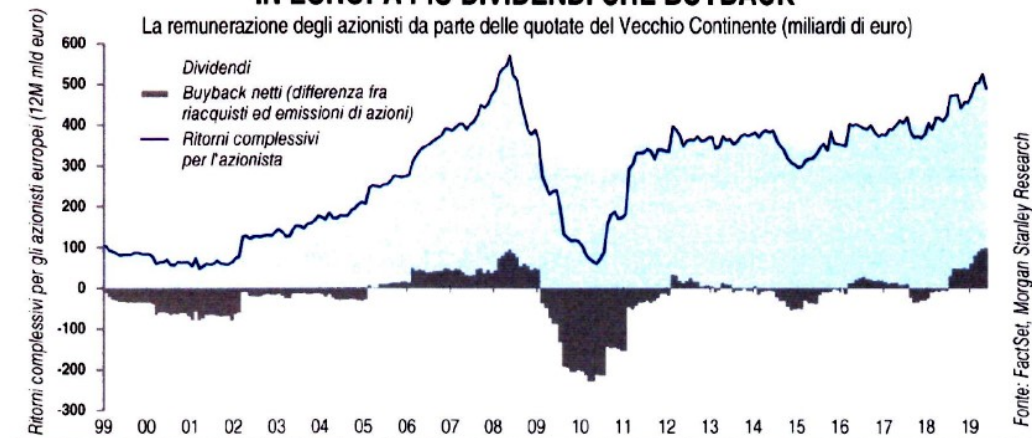


Dir. Resp.: Roberto Sommella

Tiratura: 84665 - Diffusione: 56322 - Lettori: 162000: da enti certificatori o autocertificati

## IN EUROPA PIÙ DIVIDENDI CHE BUYBACK

La remunerazione degli azionisti da parte delle quotate del Vecchio Continente (miliardi di euro)



GRAFICA MI-MILANO FINANZA