

“Waterloo”



Il 18 giugno sono iniziate le ricostruzioni della battaglia di Waterloo. Oltre seimila figuranti, trecento cavalieri, centinaia di cannoni sono stati disposti su un terreno di 30 ettari, alla periferia di Bruxelles. Da venticinque anni, ogni 18 giugno, sullo stesso campo di battaglia su cui si consumò un terribile massacro di vite umane (si parla di circa cinquantamila soldati morti o feriti), si mette in scena la battaglia che fece capitolare la Francia ed uno dei suoi più grandi condottieri: Napoleone Bonaparte

Tre giorni di guerra virtuale, che ripercorrono esattamente i momenti dello scontro avvenuto ormai duecento anni fa, conclusosi con l'imperatore in fuga verso Parigi dopo la bruciante sconfitta francese e la vittoria delle truppe anglo-prussiane, guidate da Wellington e Blücher.

La vittoria a Waterloo, seguita dal trattato di Vienna, non diede al Regno Unito alcun dominio territoriale sul continente europeo, ma pose sotto la sua protezione il Regno dei Paesi Bassi (nato dall'unione di Belgio e Olanda) e le concesse il controllo di alcune basi navali in Africa, nei Caraibi e nell'Oceano indiano, che furono strategicamente importanti per la potenza coloniale.

Il Congresso di Vienna stabilì invece, che alla Prussia venissero restituiti precedenti possedimenti, con un riassetto generale del territorio tedesco, che William Pitt aveva definito il “ventre molle” dell'Europa, con la concentrazione di circa trecento piccoli stati sotto due grandi entità: l'impero d'Austria e il regno di Prussia,

Duecento anni fa, a Vienna, avveniva uno degli incontri più importanti della storia, e non solo europea, che aveva la finalità di dare stabilità al continente. Negli stessi giorni, duecento anni dopo, le diplomazie europee sono in riunione permanente ed itinerante, per scongiurare che il progetto dell'Unione monetaria europea e quello della stessa Unione

possa essere interrotto.

Ma non è la sola questione greca che pone degli interrogativi sia alle aziende sia agli investitori. Tra di essi c'è quello di un mondo che ha visto quasi ovunque i tassi di interesse in continuo calo dallo scoppio della crisi finanziaria, ancora in attesa di un processo di normalizzazione che, peraltro, preoccupa.

I tassi di interesse particolarmente bassi hanno sicuramente aiutato le aziende a finanziarsi a costi contenuti e a navigare attraverso la crisi ma, visto i livelli raggiunti, rischiano di diventare un problema se un'azienda ha a disposizione liquidità mal remunerata e che non viene altrimenti utilizzata.

In base ad uno studio fatto da Standard and Poor's Rating Service, circa 2.000 aziende americane non appartenenti al settore finanziario detenevano 1,85 trilioni di dollari in liquidità e investimenti a breve e lungo termine alla fine del 2014. Un'altra ricerca, fatta da Reuters, rivela come le aziende di eurozona abbiano a loro disposizione circa 1,5 trilioni di euro di cassa, e le sole aziende giapponesi detengano circa 1,9 trilioni di USD.

In Europa, il basso livello dei tassi di interesse e il fatto che alcune banche abbiano iniziato a imputare tassi negativi sui depositi, stanno creando pressione sulle aziende nella gestione della loro liquidità. Gli investitori, a loro volta, interrogano le stesse società su come la liquidità verrà gestita.

Negli Stati Uniti attività come il riacquisto delle azioni proprie e l'aumento dei dividendi sono aumentate a seguito della crisi economica. La banca di investimento Goldman Sachs stima che quest'anno le aziende americane “spenderanno”



circa 1trl di USD in riacquisto di titoli propri e aumento dei dividendi: rispettivamente +18% e +7% rispetto al 2014.

L'Europa seguirà probabilmente il trend degli USA, anche se non con la stessa intensità. Le aziende dell'indice Stoxx600 hanno riacquisito titoli propri per un ammontare pari a 116 miliardi di dollari e aumentato il dividendo di 125 miliardi. Il cash a disposizione è gradualmente aumentato dopo lo scoppio della crisi del 2008.



In Europa le aziende sono state più incline a remunerare gli azionisti attraverso il dividendo piuttosto che il riacquisto dei titoli propri e in USA, dallo scoppio della crisi, l'attività di *buyback* risulta essere il triplo di quella europea.

Un'analoga osservazione vale anche per le aziende giapponesi che, nel 2014, hanno aumentato i dividendi e gli *share buyback* del 76%, per un ammontare di 12,8 trilioni di yen. Le prospettive sono affinché la remunerazione degli azionisti continui a salire, visto che le aziende nipponiche hanno fatto registrare un aumento degli utili netti di oltre l'8% e anche per il 2015 le aspettative sono per un ulteriore incremento, pari al 15%. Il FMI, in uno studio dello scorso anno aveva sottolineato come la liquidità detenuta dalle società giapponesi fosse più del 40% della capitalizzazione del mercato azionario nel periodo 2004-2012, rispetto a valori che per gli altri Paesi del G7 si attestano tra il 15-27%.

La prospettiva perché gli azionisti siano meglio remunerati ha un'evidenza sia quantitativa sia qualitativa: le aziende hanno ampia liquidità a disposizione per poterlo fare e gli azionisti stanno dimostrando di essere molto proattivi nel giudicare le decisioni gestionali delle stesse. È aumentata, inoltre, la presenza di gruppi di "attivisti" sui mercati finanziari. Ma qual è l'impatto di tutto ciò sulle politiche di investimento?

Un'analisi sommaria dei dati a disposizione mostrerebbe come le aziende che hanno aumentato dividendi e *share buyback* siano state poi meno propense a spendere per gli investimenti e per la ricerca e sviluppo. La scelta, in questo senso, è stata facilitata anche dai bassi tassi di interesse,

grazie al *quantitative easing*, che ha permesso alle aziende di prendere a prestito a basso costo per ricomprare i propri titoli e sostenere così il prezzo delle proprie azioni.

Se si guarda a quanto è successo negli Stati Uniti, diventa legittima la domanda se l'"attivismo" da parte degli investitori non abbia poi portato le aziende ad adottare strategie di breve periodo e preferire politiche di remunerazione a quelle di investimento.

Secondo S&P Capital IQ (rif. articolo pubblicato sul *Wall Street Journal* il 26 maggio c.a.) le aziende che fanno parte dell'indice S&P hanno aumentato la spesa per dividendi e *share buyback* portandola al 36% (mediana) circa del *cash flow* operativo nel 2013, dal 18% del 2003. Durante lo stesso periodo, le aziende in oggetto hanno diminuito le spese per investimenti dal 33% al 29%. Se poi si analizzano le aziende che sono state "target" da parte degli "attivisti" il risultato è ancora più significativo: gli investimenti sono scesi in cinque anni dal 42% al 29% del *cash flow* operativo. In altre parole, quello che è positivo per il mercato è positivo anche per l'economia?

È sicuramente troppo presto per trarre una conclusione in merito a questo fenomeno; questo vale per gli Stati Uniti e ancora più per l'Europa, che è da poco uscita da due recessioni. All'aumento dei dividendi, al riacquisto di azioni proprie, dovrebbero seguire operazioni che hanno una incidenza diretta sull'attività operativa delle aziende quali fusioni e acquisizioni e aumento della spesa per investimenti.

Ma la questione è molto più complessa e riguarda, in senso più lato, quali sono i principi da seguire per gestire un'azienda. Che cosa dovrebbero fare gli amministratori delle imprese? Massimizzare il valore per gli azionisti o creare valore attraverso la "produzione di squadra"? "*What must corporate directors do? Maximizing shareholder value versus creating value through team production*" è un saggio di Margaret M. Blair, economista di diritto societario e finanziario alla Vanderbilt Law School, pubblicato dal *Center for Effective Public Management del Brookings Institute*, che affronta la questione se le aziende stiano soffrendo di "*short termism*", una malattia che sembra frenarle dall'investire per far crescere la propria attività, crearne nuove e espandere o formare la propria forza lavoro. Lo "*short-termism*", per quanto difficile da identificare e da misurare, è associato all'idea che i mercati finanziari esercitano una tale pressione sulle aziende a massimizzare il valore dei loro titoli da rendere poi le stesse incapaci di focalizzarsi su strategie di lungo periodo. Secondo questa teoria, l'importanza attribuita alla performance di breve periodo del titolo conduce ad una maggior assunzione del rischio ed a scelte gestionali che ricercano un riscontro positivo dei mercati finanziari, invece di perseguire politiche

di investimento più articolate. Margaret Blair sostiene che l'idea per cui le aziende debbano massimizzare il valore delle azioni contrasta con una teoria alternativa, già presente nel XX secolo e recentemente rivisitata, ovvero quella del "team production", secondo cui per creare benessere è necessario riconoscere l'importanza di tutti i partecipanti ad una azienda e assicurarsi che ne condividano le dinamiche, l'espansione in modo da incentivarne la collaborazione per creare del valore.

Sulla questione, il dibattito accademico è aperto e continuerà ad esserlo soprattutto in questa delicata fase di uscita da una delle più gravi crisi finanziarie ed economiche degli ultimi anni.

Sulle piazze finanziari, invece, quello che si è visto è stato, soprattutto dopo la Global Financial Crisis, sempre più aziende adottare misure che hanno permesso ritorni immediati ai propri investitori. Questo non significa che si sia assistito ad una evoluzione semplicemente funzionale ad esigenze di mercato. Un ruolo più partecipe da parte degli investitori che richiedono maggior trasparenza alle aziende, *corporate governance* rigorose e hanno rafforzato il loro ruolo dei azionisti, con una partecipazione più attiva alle vicende societarie, deve essere letto in modo positivo. Interrogare le aziende sulla redditività delle proprie divisioni, sulla struttura dei costi o su come venga impegnata la liquidità a disposizione deve essere visto come elemento di stimolo alla crescita della stessa.

Per il momento i mercati finanziari hanno a loro disposizione un universo investibile con aziende potenzialmente pronte a remunerarli, in attesa però che parte della liquidità a disposizione venga, prima o poi, anche utilizzata per investimenti che permettano alle stesse di continuare a



crescere e ad innovarsi perché questo è quello che conta per la crescita economica

Ad oggi (*ndr* 24 giugno) la questione greca non è stata ancora risolta anche se i segnali sono perché un accordo possa essere raggiunto. La "Waterloo" di cui si parla in questi giorni rimane quindi quella della battaglia che si tenne duecento anni fa. Il governo belga aveva proposto una moneta commemorativa dell'evento, circa 275 mila pezzi da due euro con l'immagine del leone di Waterloo, che è stata però respinta, grazie anche a forte pressioni da parte della Francia.

È vero, "non si fa una moneta su una sconfitta" (rif. dichiarazioni di Lucio Villari, Repubblica 16 marzo 2015), sperando che questo valga anche per l'euro.

Aletti Gestielle SGR

Milano, 1 luglio 2015

Disclaimer

La presente pubblicazione è distribuita da Aletti Gestielle SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Aletti Gestielle SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenute ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Aletti Gestielle SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Aletti Gestielle SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Banco Popolare potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione non può essere riprodotta se non previo espresso consenso scritto di Aletti Gestielle SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Aletti Gestielle SGR e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Aletti Gestielle SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. In nessun caso e per nessuna ragione, le opinioni riportate nella presente comunicazione possono ritenersi vincolanti per Aletti Gestielle SGR nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione.

I dati citati nella presente pubblicazione sono di pubblico dominio e/o reperiti su fonti accessibili (stampa, televisione, internet) o tali da non precludere la diffusione al pubblico. Aletti Gestielle SGR SpA - Via Tortona 35, Milano.