

24 July 2013

“Pompare” le azioni funziona se il mercato ci crede

Giorgio Arfaras

Privilegiare il ritorno per gli azionisti è una soluzione di breve termine e per questo limitata



La copertina di Businessweek di questa settimana

C'era una volta lo stake-holder value, e poi, dagli anni ottanta, è arrivato lo share-holder value. Con la prima espressione si sostiene che un'impresa ha più interessi da servire – gli azionisti, i dipendenti, i clienti, la comunità, eccetera -, con la seconda si sostiene che, se un'impresa serve solo gli interessi dei propri azionisti, ecco che serve gli interessi di tutti.

Gli azionisti – questa è l'assunzione base dello share-holder value – hanno come interesse la crescita stabile e per un periodo prolungato del prezzo delle azioni, e dunque è nel loro interesse che gli stake-holders siano soddisfatti. Perciò, soddisfacendo gli azionisti, si soddisfano tutti. In più, si ha una misura oggettiva del buon andamento dell'impresa, che è il prezzo delle azioni. Se l'ascesa stabile del prezzo delle azioni, che, si noti, è giudicata da terzi, ossia dai mercati finanziari, è la misura oggettiva della buona conduzione d'impresa, allora l'incentivo dei dirigenti sarà quello di lucrare sul buon andamento delle azioni. In conclusione, allineando gli interessi dei dirigenti a quello degli azionisti, si saranno allineati anche gli interessi degli altri stake-holder, il tutto sotto il riflettore dei prezzi delle azioni, che è un giudizio di terzi. Messo in questi termini, il ragionamento dello share-holder value sembra privo di punti oscuri. Così però non è.

Immaginiamo, infatti, che il prezzo dell'azione non si formi sulle aspettative di lungo termine. Immaginiamo, in altre parole, che i buoni andamenti di breve termine non siano spalmati nel tempo, ma considerati duraturi, ossia che i mercati finanziari siano “miopi”, oppure “entusiasti”, invece che “scettici”. Se un'impresa “pompa” con la leva – sotto certe condizioni, indebitandosi molto, i profitti aumentano molto - i risultati di breve termine, e se questi ultimi sono considerati dai mercati finanziari come duraturi, ecco che il prezzo delle azioni dell'impresa sale parecchio, con i dirigenti e gli azionisti che guadagnano tanto. I dirigenti, diventati ricchi, sono incentivati a ritirarsi, e gli azionisti sono incentivati a vendere le azioni, perché hanno lucrato un profitto straordinario. I dirigenti saranno tentati dai risultati straordinari di breve termine, e gli azionisti altrettanto.

Quel che è accaduto nel settore bancario mostra bene i limiti dell'approccio del share-holder value. Il capitale di rischio per una banca è una fonte minore di finanziamento, perché contano molto di più le obbligazioni e i depositi. Se si riesce ad alzare l'attivo (i crediti alle imprese e alle famiglie, e quelli finanziari, come l'acquisto di obbligazioni ad alto rendimento) con una quota molto modesta di capitale di rischio, allora i profitti cresceranno molto. L'attivo può però rivelarsi di cattiva qualità, come è stato il caso le obbligazioni con in pancia i mutui ipotecari, ed ecco allora che una flessione anche molto modesta del valore dell'attivo “brucia” il capitale di rischio. Se il rapporto fra attivo e mezzi propri è di 50 volte, allora anche una modesta caduta pari al due per cento del valore dell'attivo brucia il patrimonio.

Quel che è accaduto nel settore finanziario mostra bene i limiti dell'approccio dello share-holder value. Una volta alcune imprese finanziarie avevano la forma della partnership. Solo i dirigenti erano soci, perciò non si avevano azionisti terzi, e di conseguenza la società non era quotata. Il reddito dei dirigenti era volutamente compresso, perché il loro gran guadagno si sarebbe manifestato al momento del ritiro, con

la vendita della loro quota ai nuovi partner. I dirigenti erano così interessati ai guadagni di lungo periodo, non a “pompare” quelli di breve, mentre l'acquisto delle quote poteva avvenire solo a credito – con il credito erogato dall'impresa ai nuovi soci, in modo che anche chi non avesse avuto alle spalle una ricchezza familiare sarebbe potuto diventare socio. Alcune finanziarie organizzate in questo modo si sono poi quotate, e perciò è venuto meno il meccanismo di allineamento degli interessi dei dirigenti al lungo termine.