

Sui prezzi delle azioni di diversa categoria*

1. La divergenza fra i prezzi delle azioni recanti identico diritto al dividendo ma differenti diritti di voto

È principio affermato nella teoria economica della finanza che il prezzo delle azioni debba rappresentare il valore atteso, attualizzato secondo un tasso di interesse contenente un appropriato premio per il rischio, dei dividendi futuri.¹ Ove così avvenga, il mercato può definirsi "efficiente" nel senso che esso riflette i valori fondamentali (*fundamental valuation efficiency*: cfr. Tobin, 1984, pag. 2). La variabilità dei prezzi sarebbe in questo caso dovuta a nuove informazioni sui (o meglio sulla distribuzione di probabilità dei) dividendi futuri, oppure a variazioni del tasso a cui essi vengono scontati.

La verifica di questa proposizione è resa ardua dal fatto che non le aspettative né il premio per il rischio sono osservabili; è osservabile soltanto il tasso di interesse "puro", se si accetta di assumerlo pari a quello rilevato nel mercato dei titoli a reddito fisso.

Le verifiche ricorrono quindi a metodi indiretti. Un recente, vivacissimo dibattito è sorto intorno al criterio proposto da Shiller (1981), e fondato sui limiti che dovrebbero essere rispettati dalla varianza dei prezzi effettivi se essi davvero rappresentassero una stima del valore atteso dei dividendi futuri. La conclusione di Shiller è negativa: la varianza supera abbondantemente questi limiti; i

* L'autore ringrazia i referees per le loro osservazioni e i loro suggerimenti.

¹ Cfr. MILLER e MODIGLIANI (1961). L'espressione «dividendi futuri» deve ovviamente includere tutto ciò che viene distribuito agli azionisti (per esempio azioni di società controllate o diritti d'opzione — aventi valore positivo — per la sottoscrizione di azioni od obbligazioni convertibili emesse da società controllate). Dell'assegnazione gratuita di azioni della stessa società è agevole tenere conto in termini di flusso di dividendi (se vengono assegnate g azioni nuove per ogni azione vecchia, il dividendo imputabile da tale data in poi a ogni azione vecchia è pari a $1 + g$ dividendi unitari).

prezzi di mercato non possono considerarsi uno specchio efficiente dei valori fondamentali.

Più che entrare in questo dibattito metodologico (cfr. tra gli altri Kleidon, 1986; Merton, 1987), preme qui osservare che i negatori dell'efficienza imputano l'eccessiva variabilità delle quotazioni a bolle speculative (*bubbles*), a ventate di mania collettiva (*fads*) o a fenomeni analoghi (Keynes, 1936, cap. 12; Shiller, 1981 e 1984; Summers, 1986). Non i detrattori né i sostenitori (o almeno gli assertori della non persuasività delle prove in contrario) dell'efficienza si domandano invece se i prezzi delle azioni possano razionalmente riflettere anche elementi diversi dai dividendi futuri.

In realtà, l'esperienza di molti paesi, tra cui l'Italia, mostra che, se una stessa società ha emesso più categorie di azioni, identiche nel diritto al dividendo ma diverse sotto altri profili, la loro quotazione di borsa diverge, e talora diverge sensibilmente. La differenza più comune tra le categorie di azioni attiene ai diritti di voto, che possono essere pieni, limitati o nulli; la graduatoria dei prezzi è usualmente, ma non necessariamente, la stessa dei diritti di voto (le azioni a voto pieno hanno il corso più alto).²

Uno studio relativo al mercato statunitense esamina tutte le società che almeno in una parte del periodo 1940-1978 hanno avuto in circolazione due categorie di azioni. Sono stati considerati i prezzi di fine mese. Nella media non ponderata dei casi in cui coesistevano azioni a voto pieno e azioni senza diritto di voto, i prezzi delle prime hanno superato del 3,79 per cento i prezzi delle seconde. Nella media dei casi in cui coesistevano azioni a voto pieno e azioni a voto limitato, i prezzi delle prime hanno superato del 6,95 per cento i prezzi delle seconde; escludendo una società, la differenza scende all'1,91 per cento.³

² In Italia, come è noto, si possono emettere azioni *ordinarie* (con diritto di voto in tutte le assemblee), *privilegiate* (con diritto di voto limitato alle assemblee straordinarie) e *di risparmio* (senza diritto di voto). Le azioni privilegiate e di risparmio hanno precedenza e/o godono di una maggiorazione nella distribuzione dei dividendi; è quindi possibile che queste azioni siano quotate a un prezzo superiore (e non inferiore) a quello delle azioni ordinarie. Per gli USA cfr. LEASE, MC CONNELL e MIKKELSON (1983, pagg. 441-3).

³ Cfr. LEASE, MC CONNELL e MIKKELSON (1983, pagg. 443, 450-1, 455-6). Un successivo studio dei medesimi autori (1984), condotto più analiticamente su dati limitati a sei società, accerta uno scostamento medio più elevato e sensibili escursioni nel tempo.

Un'analoga indagine (LEVY, 1983) è stata svolta per il mercato israeliano, dove però le azioni si differenziano perché recano non già *diversi* diritti di voto ma un *diverso numero* di *uguali* diritti. Il divario fra il prezzo delle azioni di categoria superiore e quello delle azioni di categoria inferiore, espresso in percentuale del secondo, varia per le 18 società considerate tra -5,07 e +137,23 per cento; la media di tutte le società è +45,5 per cento.

In Italia, i divari appaiono sensibilmente maggiori. Confrontando le azioni ordinarie (ossia a voto pieno) con le azioni di risparmio (ossia senza diritto di voto), si osserva che il prezzo delle seconde era mediamente pari all'81 per cento di quello delle prime a fine 1985, al 61 per cento ad agosto 1986, al 65 per cento a dicembre 1986.⁴ In termini di eccedenza del prezzo delle azioni ordinarie sul prezzo delle azioni di risparmio, il divario si collocava quindi rispettivamente al 23,4, al 63,9 e al 53,8 per cento. Per talune azioni, il divario ha superato per lunghi periodi, e tuttora supera, il 200 per cento.⁵

Alla misura e alle cause di queste diverse valutazioni non sembra essere stata dedicata sufficiente attenzione dalla teoria economica. Questo studio si propone un'analisi del tema, che viene condotta in due tempi. Dapprima si guarda a una situazione *stabile*, in cui la distribuzione della proprietà delle azioni tra "maggioranza" e "minoranza" si suppone assestata e non suscettibile di variazioni. In un secondo momento si esamina invece una situazione *instabile*, nella quale l'eventualità di mutamenti nella maggioranza è esplicitamente contemplata.

In ambedue i casi, per semplicità (e poiché in questo modo si guarda al più ampio intervallo possibile, all'interno del quale si collocano tutti gli altri casi), si considerano soltanto due categorie di azioni, recanti identico diritto alla distribuzione dei dividendi e alla ripartizione finale del capitale, ma differenziate perché le prime hanno diritto di voto nelle assemblee di ogni tipo, mentre le seconde ne sono completamente prive. Nell'ordinamento italiano, le due categorie corrispondono rispettivamente alle azioni ordinarie e alle azioni di risparmio.⁶

2. Analisi della situazione "stabile"

Definiamo "stabile" una situazione in cui sono soddisfatte le seguenti condizioni:

⁴ Cfr. BANCA D'ITALIA (1987), pag. 285.

⁵ Per un quadro completo delle azioni di risparmio quotate nelle borse italiane al 30 giugno 1988 e del loro prezzo (in percentuale del prezzo della corrispondente azione ordinaria) alla stessa data, cfr. MEDIOBANCA (1988), pagg. 284-291. L'edizione precedente (1987) della medesima pubblicazione contiene (pagg. 294-301) il quadro al 30 giugno 1987.

⁶ L'analisi che segue trascura i maggiori diritti al dividendo e alla ripartizione finale di cui le azioni di risparmio godono rispetto alle azioni ordinarie.

— una o più persone fisiche o giuridiche posseggono più del 50 per cento delle azioni aventi diritto di voto;

— nel caso di pluralità, questo gruppo di persone — che chiamiamo “maggioranza” — si suppone legato da un patto di sindacato o altro tipo di accordo che garantisce la sua perfetta unità di intenti e di comportamenti;

— il gruppo nel suo insieme non si propone di aumentare né di diminuire la percentuale di azioni ordinarie possedute; eventuali transazioni tra membri del gruppo avvengono a trattativa privata e al di fuori delle negoziazioni di borsa.

Per le assunte ipotesi, le azioni ordinarie quotate in borsa non circolano tra gli azionisti di maggioranza, né tra questi e gli azionisti di minoranza, ma soltanto tra gli azionisti di minoranza (che sono un gruppo “aperto”: vecchi azionisti possono uscirne e nuovi azionisti entrarvi).

Come può spiegarsi — nell’ambito di queste ipotesi — il fatto che le azioni con diritto di voto (d’ora in poi altrimenti definite come azioni ordinarie) abbiano un prezzo di borsa sistematicamente superiore a quello delle altre azioni?

Chi non intende abbandonare lo schema interpretativo secondo cui il prezzo di un’azione rappresenta il valore atteso e attualizzato del flusso dei pagamenti futuri a cui essa dà diritto deve per coerenza ritenere che ogni differenza sistematica tra i prezzi di due categorie di azioni sia riconducibile a una corrispondente differenza dei relativi flussi attesi.⁷ Per individuare l’origine del maggiore rendimento delle azioni con diritto di voto, si può pensare a due ordini di benefici o vantaggi.

a) Potere di scegliere gli amministratori e i dirigenti e di impartire le direttive strategiche di gestione in vista della massimizzazione dei profitti. Se il gruppo di maggioranza è a sua volta costituito da una o più imprese, la finalità del massimo profitto della società controllata può essere perseguita anche grazie alle sinergie tra essa e

⁷ «Ogni differenza sistematica tra i prezzi delle due categorie di azioni considerate nel nostro campione deve riflettere una differenza nei loro flussi di benefici futuri... Così, per esempio, la constatazione che una categoria di azioni con maggiori diritti di voto viene negoziata a prezzi sistematicamente più alti di una categoria di azioni palesemente identica, ma con minori diritti di voto, è coerente con l’ipotesi che il controllo sulle attività dell’impresa offra agli azionisti che lo esercitano la possibilità di ricevere, almeno in alcuni stati di natura, un rendimento più elevato di quello spettante agli altri azionisti» (LEASE, MC CONNELL e MIKKELSON, 1983, pagg. 440-1). «La forma precisa di questi rendimenti indiretti non è nota» (*ibidem*, pag. 470).

la controllante o le controllanti. Questo potere e altri analoghi, se esercitati in modo efficiente, generano vantaggi che hanno, per dir così, natura di “beni pubblici”, nel senso che ricadono su tutti gli azionisti, indipendentemente dalle facoltà di voto loro spettanti, perché le azioni di ogni categoria hanno uguale diritto al dividendo.

b) Potere di indirizzare l’attività degli amministratori e dei dirigenti (per esempio in relazione agli acquisti e alle vendite della società) in modo che il gruppo di maggioranza o le imprese che lo costituiscono o altre imprese a cui esso sia legato ne possano trarre vantaggi che hanno natura di “beni privati”, poiché non ricadono sugli altri azionisti. Volendo estendere l’analisi ai benefici non pecuniari, si può anche elencare il senso di autorità e di dominio che deriva dal controllo di una grande impresa.

Quanto agli elementi di tipo a), trattandosi come si è detto di “beni pubblici”, essi ricadono anche sugli azionisti estranei al gruppo di maggioranza, siano essi titolari di azioni con o senza diritto di voto, e pertanto non possono spiegare la differenza di prezzo tra le due categorie.

Quanto agli elementi di tipo b), è possibile che, se essi derivano da sinergie tra la società controllata e il gruppo controllante, ai benefici a favore di questo si accompagnino benefici a favore di quella; che, cioè, l’unità di indirizzo e la stretta collaborazione costituiscano un gioco a somma positiva che migliora la redditività di entrambe le parti.

Oltre una certa misura, tuttavia, i vantaggi che il gruppo controllante trae dalla sua posizione rischiano di entrare in contrasto con l’interesse della società controllata e quindi degli azionisti di minoranza. Quale sia questa misura non può che valutarsi caso per caso, con un’analisi di natura giuridica oltre che economica, e con ampi margini di indeterminatezza: si pensi, per esempio, alla difficoltà di stabilire i limiti entro i quali un *transfer price* può essere considerato equo e oltre i quali esso favorisce una delle parti a danno dell’altra.

Sotto questo aspetto, è significativo il contrasto tra la situazione nordamericana e quella italiana, ambedue in precedenza ricordate. Divari del 3,8 o dell’1,9 per cento si collocano in un ordine di grandezza completamente diverso da quello del 23,4 e ancor più del 53,8 o del 63,9 (per non dire del 200) per cento. Nel primo caso, il divario può essere imputato ai benefici economici legalmente goduti dagli azionisti di maggioranza. Nel secondo caso, a meno di ipotizzare un’enorme prevaricazione di questi azionisti sugli altri,

o un'elevatissima valutazione dei benefici non pecuniari derivanti dal potere in sé e per sé, la spiegazione *b*) non sembra sufficiente.

Ma v'è di più. I benefici di tipo *b*) affluiscono non a tutti i detentori di azioni ordinarie, ma soltanto a quelli che fanno parte del gruppo di maggioranza. In ogni caso, quindi, *questi benefici non possono spiegare la differenza tra il prezzo delle azioni ordinarie quotate in borsa* (che per le assunte ipotesi di "stabilità" vengono negoziate soltanto tra azionisti di minoranza) e *quello delle azioni prive di diritto di voto, ma semmai soltanto la differenza di prezzo tra le azioni ordinarie negoziate all'interno del gruppo di maggioranza* (recanti appunto quello che viene talvolta definito "premio di maggioranza") e *le altre azioni, aventi o non diritto al voto.*⁸

Il divario tra le azioni ordinarie e le azioni senza diritto di voto non può quindi essere spiegato con le ragioni di tipo *a*) né con quelle di tipo *b*), e rimane pertanto, nell'ipotesi di stabilità, un interrogativo aperto.

3. Una digressione: il *takeover*

Prima di passare all'esame della situazione instabile, è necessario delineare le modalità tipiche di un processo di transizione da un assetto proprietario a un altro attraverso la negoziazione di azioni ordinarie (*takeover*).

Per chiarire l'essenza del problema, si consideri una situazione in cui un gruppo di azionisti (che chiameremo "entrante") possiede un numero N_0 di azioni ordinarie di una società, numero insufficiente ad assicurare la maggioranza, per la quale sarebbero necessarie N_1 ($>N_0$) azioni ordinarie. Siano:

⁸ «Poiché i prezzi negoziati nel mercato azionario riflettono il valore marginale di un voto, il divario tra i prezzi di mercato delle azioni con diversi diritti verosimilmente non rispecchia il valore, in termini di controllo, di un grosso pacchetto di azioni recanti il diritto più ampio. Per esempio, nel caso estremo in cui sia certo che la maggioranza delle azioni con diritto di voto sarà perennemente posseduta da un unico titolare, le restanti azioni con diritto di voto sono, in sostanza, sostituti perfetti delle azioni senza diritto di voto, e dovrebbero essere corrispondentemente valutate nel mercato dei capitali. La sostanziale concentrazione dei diritti di voto nelle imprese aventi due categorie di azioni induce a pensare che il valore marginale di un voto rivelato dalle negoziazioni di mercato tra azionisti dispersi non riveli il pieno valore dei diritti di controllo in queste società» (DE ANGELO e DE ANGELO, 1985, pag. 56).

P_0 = valore attuale, per un'azione, dei dividendi consentiti dalla gestione presente

P_1 = valore attuale, per un'azione, dei dividendi che sarebbero consentiti dalla gestione del gruppo entrante

P_1^* = valore attuale, per un'azione, dei dividendi consentiti dalla gestione del gruppo entrante aumentati dei vantaggi che tale gruppo trarrà dai suoi poteri di indirizzo (cfr. par. 2, lett. *b*)

dove ⁹ $P_1^* > P_1 > P_0$. La differenza $P_1^* - P_1$ misura dunque il "premio di maggioranza". Si considerino ora due possibilità:

a) Il gruppo entrante riesce ad acquistare a un prezzo pari a P_0 le $(N_1 - N_0)$ azioni mancanti al raggiungimento della maggioranza, ottenendo così un guadagno in conto capitale di importo pari a $(P_1^* - P_0) N_1$.

b) Prima che il gruppo entrante effettui acquisti, il mercato ne percepisce le intenzioni e intuisce ch'esso è disposto a pagare, per le azioni desiderate, un prezzo anche superiore a P_1^* . Il prezzo P_{\max} che assorbirebbe ogni *capital gain* del gruppo entrante soddisfa infatti alla relazione

$$(P_1^* - P_0) N_0 = (P_{\max} - P_1^*) (N_1 - N_0)$$

da cui

$$P_{\max} = \frac{N_0 (P_1^* - P_0)}{N_1 - N_0} + P_1^* \quad (1)$$

⁹ Che un *takeover* abbia generalmente per obiettivo la sostituzione della gestione precedente con una nuova gestione che prometta più elevati redditi è proposizione diffusamente condivisa, mentre divergono le opinioni sulle cause di tale aumento di redditi (maggiore efficienza, ristrutturazioni, economie di scala, coordinamento e sinergia con altre imprese, aumento del grado di concentrazione e di monopolio del settore, ricontrattazione dei livelli retributivi, vantaggi fiscali, ecc.).

V'è tuttavia chi affaccia l'ipotesi che l'iniziativa del *takeover* abbia innanzitutto un effetto di informazione, e offra al mercato, ferma restando la redditività dell'impresa sociale, nuovi elementi per valutarla: viene così attribuita alle azioni, rispetto al prezzo precedente, una maggiorazione che almeno in parte permance anche quando il *takeover* non abbia successo (cfr. BRADLEY *et al.*, in Jensen, ed., 1983).

V'è ancora la possibilità che il *takeover* sia opera di un *raider* il quale intende smembrare le attività sociali e, attraverso vendite o fusioni a condizioni non eque, favorire se stesso o gruppi a cui egli è interessato a danno degli azionisti di minoranza. Comportamenti siffatti trovano un limite nelle possibilità di impugnazione da parte della minoranza, analogamente a quanto si è già ricordato sub 2, in fine. Ove il rimedio dell'impugnazione sia inefficace, non si può escludere che, per effetto di questa sorta di esproprio, il prezzo di mercato delle azioni di minoranza, successivamente al *takeover*, diminuisca anziché aumentare; che, cioè, sia $P_1 < P_0$ anziché $P_1 > P_0$.

Per un più ampio esame di questi temi si vedano, fra l'altro, le raccolte di studi a cura di Jensen (1983) e Varian (1988).

Se tutti gli azionisti "dispersi" si coalizzassero nelle trattative col gruppo entrante, e se questo a sua volta sapesse che nessun altro gruppo (nemmeno la coalizione che lo fronteggia) è in grado di migliorare la redditività dell'impresa, si avrebbe una situazione di monopolio bilaterale, dalla quale uscirebbe un prezzo compreso tra P_0 e P_{max} . Anche in assenza di coalizione, può avvenire che gli azionisti dispersi non vendano alcuna azione al prezzo P_1^* , sperando che il gruppo entrante sia così indotto a offrire prezzi maggiori. In tal caso, peraltro, ogni azionista disperso si trova in una sorta di dilemma del detenuto; il prezzo salirà sino a che gli azionisti "traditori" avranno complessivamente venduto $(N_1 - N_0)$ azioni.

Il prezzo effettivo per le $(N_1 - N_0)$ azioni risulterà in ultima analisi determinato dalle modalità del *takeover* — offerta pubblica di acquisto (*takeover bid*, *tender offer*), rastrellamento in borsa, negoziazione privata di pacchetti di minoranza, ecc. — e dal comportamento dei diversi giocatori; tale prezzo sarà in ogni caso compreso tra P_0 e P_{max} .¹⁰ È però importante rilevare che prezzi superiori a P_1 possono razionalmente sussistere (ossia essere applicati alle transazioni che hanno luogo) soltanto prima dell'acquisto, da parte del gruppo entrante, delle azioni da esso desiderate. Dopo l'acquisto, se il gruppo è sufficientemente compatto, ossia se si ritorna nella situazione stabile, non v'è ragione perché alcun azionista estraneo al gruppo di maggioranza sia disposto a pagare un prezzo superiore al valore attuale P_1 dei dividendi futuri.

4. La situazione "instabile"

Si può ora passare all'esame della situazione "instabile" nella quale nessun gruppo unitario detiene saldamente la maggioranza delle azioni con diritto di voto. Può darsi ad esempio il caso in cui il gruppo che possiede oltre il 50 per cento delle azioni non sia compatto; uno o più membri del gruppo potrebbero, uscendone o vendendo le proprie azioni, ridurre la percentuale residua sotto il 50 per cento. Oppure, ancora a titolo di esempio, il gruppo che in

¹⁰ Per un'ulteriore analisi sulla formazione del prezzo a cui vengono negoziate le azioni nelle varie forme di *takeover*, cfr. BRADLEY (1980) e COMMENT and JARREL (1987).

passato ha determinato (grazie alla dispersione o all'assenteismo degli altri voti) i risultati delle assemblee possiede meno del 50 per cento delle azioni ordinarie, e quindi potrebbe perdere tale potere se tra le restanti azioni ordinarie si formasse una coalizione sufficientemente ampia.

In tale situazione, a differenza dell'ipotesi di stabilità, le azioni ordinarie in possesso di azionisti dispersi possono divenire appetibili ai fini della formazione o del mutamento di una maggioranza, poiché esiste la possibilità di un *takeover*. Il mercato tiene quindi conto non soltanto del fatto che l'azione ordinaria rappresenta un flusso di dividendi futuri di valori pari a P_0 , ma altresì del fatto che — in caso di *takeover* — l'analogo valore salirebbe a P_1 , e che per di più l'azione potrebbe essere venduta al gruppo entrante, durante il periodo del *takeover*, a un prezzo superiore a P_1 .

In termini formali, si definisca:

— π_i la probabilità che nell'anno i ($i = 1, 2, \dots, \infty$) abbia luogo un *takeover*;

— P_T il prezzo (intermedio tra P_0 e P_{max}) a cui verrebbero in tale ipotesi acquistate dal gruppo entrante le $(N_1 - N_0)$ azioni da esso desiderate;

— q la probabilità che un'azione dispersa venga venduta al prezzo P_T , ossia entri nel novero delle $(N_1 - N_0)$ azioni assorbite dal gruppo entrante;

— r il tasso di interesse.

Si può definire il prezzo P_V di un'azione avente diritto di voto come somma di P_0 e della speranza matematica attualizzata del maggiore valore realizzabile, per le due suddette ragioni, in caso di *takeover*¹¹ (così in questa formula come nelle successive, le sommatorie si intendono estese tra uno e infinito):

$$P_V = P_0 + \sum (P_1 - P_0) \pi_i (1 + r)^{-i} + \sum (P_T - P_1) \pi_i q (1 + r)^{-i} \quad (2)$$

Dal canto suo, l'azione senza diritto di voto beneficia anch'essa del *takeover*, ma soltanto per l'aumento da P_0 a P_1 del valore atteso

¹¹ «Se i prezzi si fondano su aspettative razionali, i valori di mercato delle azioni scontreranno la probabilità congiunta che (i) si verifichi un passaggio di maggioranza e (ii) i termini della operazione prevedano un prezzo più elevato per i detentori delle azioni aventi maggiori diritti di voto» (DE ANGELO e DE ANGELO, 1985, pag. 60).

dei dividendi futuri, e perciò il suo valore può essere definito come

$$P_{NV} = P_0 + \sum (P_1 - P_0) \pi_i (1 + r)^{-i} \quad (3)$$

Questo semplice modello può essere complicato a piacere, per esempio formulando ipotesi¹² sui criteri con cui il mercato stima P_1 e P_T (o le loro distribuzioni di probabilità), π e q .

Pur nella sua semplicità, il modello implica che:

— tanto le azioni ordinarie quanto le azioni prive di diritto di voto possono essere valutate a un prezzo superiore a quello (P_0) che corrisponde ai dividendi attesi dall'attuale gestione;

— le azioni ordinarie, anche se possedute da azionisti dispersi, possono essere valutate a un prezzo superiore a quello delle azioni senza diritto di voto.

Inoltre, sotto un profilo non considerato in questo studio, ma intorno al quale — come si è ricordato all'inizio — è sorto un ampio dibattito, mette conto di rilevare come questo modello ammetta variazioni dei corsi delle azioni ordinarie del tutto indipendenti dalle variazioni delle aspettative di dividendo e del tasso di sconto. Basta infatti supporre che la probabilità di *takeover* sia particolarmente elevata per un dato anno k , prima del quale il corso dell'azione incorpora, debitamente attualizzato, l'addendo

$$(P_T - P_1) \pi_k q$$

e dopo il quale questo addendo scompare, salva la verifica dell'aspettativa di aumento della componente "fondamentale" da P_0 a P_1 se il *takeover* è avvenuto. Più generalmente, i corsi possono variare perché mutano le informazioni di cui il mercato dispone ai fini della valutazione non soltanto del valore attuale dei dividendi attesi, ma altresì delle probabilità di un *takeover* e dei prezzi a cui questo potrebbe avvenire.

¹² Ulteriori ipotesi possono riguardare i seguenti punti: se le possibilità di *takeover* nei diversi anni si escludano a vicenda, o se, dopo un eventuale *takeover*, se ne possa verificare un altro; se le probabilità indicate con q siano le medesime per tutti gli azionisti dispersi, o se alcuni siano meno "dispersi" di altri, nel senso che posseggano pacchetti abbastanza consistenti da potere essere fatti oggetto di trattativa bilaterale a un prezzo maggiore di quello corrente in borsa; se P_1 , P_T e q debbano essere considerati variabili nel tempo anziché costanti; e molti altri ancora.

5. Dall'an al quantum: l'esperienza italiana

Se lo schema interpretativo illustrato nel precedente paragrafo giustifica l'esistenza di un divario tra il prezzo delle azioni ordinarie e quello delle azioni senza diritto di voto, può dirsi altrettanto della *misura* del divario, quale rilevabile nell'esperienza italiana?

Per rispondere,¹³ si sostituisca innanzitutto la (3) nella (2), che può pertanto scriversi

$$P_V - P_{NV} = (P_T - P_1) q \sum \pi_i (1 + r)^{-i} \quad (2 \text{ bis})$$

Il divario tra prezzo dell'azione ordinaria e prezzo dell'azione senza diritto di voto è dunque rappresentato dal prodotto di tre fattori. Per il primo di essi ($P_T - P_1$) si può determinare un confine superiore: se infatti P_T può al più raggiungere il valore di P_{\max} fornito dalla (1), si ha

$$P_T - P_1 \leq \frac{N_0}{N_1 - N_0} (P_1^* - P_0) + P_1^* - P_1 \quad (4)$$

da cui risulta che il limite del divario $P_T - P_1$ tende a essere tanto più elevato quanto minore, in relazione al numero (N_0) delle azioni già possedute, è il numero ($N_1 - N_0$) delle azioni che il gruppo entrante desidera acquistare, e quanto maggiore è il miglioramento della redditività (misurato, in termini di valore attuale, dalla differenza $P_1^* - P_0$, e comprensivo quindi del "premio di maggioranza") che il gruppo entrante si attende dal proprio *takeover*.

¹³ Un'altra possibile verifica dello schema può condursi esaminando un numero sufficientemente elevato di serie storiche, relative ai prezzi delle due (o più) categorie di azioni di una medesima società ammesse alle quotazioni di borsa. Se lo schema è corretto, il divario tra il prezzo delle azioni ordinarie e quello delle azioni a voto nullo o limitato dovrebbe progressivamente ampliarsi nei periodi che precedono una fase di costituzione, di ricomposizione o di trasferimento di maggioranze, toccare un massimo — correlato con il prezzo pagato dal gruppo entrante — nell'immediata prossimità di, e in concomitanza con, siffatto evento, e diminuire sensibilmente subito dopo. Lo schema, essendo formulato in termini probabilistici, verrebbe confermato anche dai casi in cui un andamento analogo si fosse verificato in conseguenza dell'attesa dell'evento, dimostrata da notizie di stampa o da altri riscontri obbiettivi, pur se a posteriori l'attesa fosse risultata erronea.

La diffusione nella borsa italiana delle azioni di risparmio è alquanto recente, e le serie storiche relative non sono ancora sufficientemente lunghe per una verifica significativa dello schema. Esistono però alcuni casi in cui la quotazione parallela di azioni ordinarie e azioni privilegiate data ormai da parecchio tempo; su di essi è stata iniziata una ricerca empirica della quale si darà prossimamente conto.

Il secondo fattore, q , indica, come si ricorderà, la probabilità che un'azione dispersa venga venduta al prezzo P_T . Si può dunque scrivere, N essendo il numero complessivo delle azioni ordinarie,

$$\frac{N_1 - N_0}{N - N_0} \leq q \leq 1$$

dove il limite inferiore vale se tutte le azioni non possedute dal gruppo entrante sono disperse, mentre il limite superiore vale se si suppone che esista un altro gruppo di azionisti, ostile al gruppo entrante e non disposto a vendergli le proprie azioni, così che tutte le azioni disperse, se offerte al gruppo entrante, verranno da questo acquistate.

Quanto, infine, al terzo fattore, se si esclude la possibilità di *takeover* ripetuti, se cioè si considera la possibilità di un solo *takeover* in tutto l'intervallo tra 1 e infinito, si ha che $\sum \pi_i \leq 1$. Ne segue che, per $r > 0$,

$$\sum \pi_i (1 + r)^i < 1.$$

Per dare un contenuto più operativo e più immediatamente significativo alle considerazioni che precedono, si è preso in esame un caso notevole che, come già ricordato, assume rilievo per più società e per non brevi periodi nella borsa italiana, ossia il caso in cui il prezzo dell'azione ordinaria è pari a circa (e talora oltre) tre volte il prezzo della corrispondente azione di risparmio. Più precisamente, ci si è proposti di rispondere al seguente interrogativo: *quale deve essere, per un ventaglio di possibili valori degli altri parametri, il "premio di takeover" $P_T - P_1$, espresso in rapporto al "valore fondamentale" P_1 , per giustificare un divario di 3 a 1 tra il prezzo dell'azione ordinaria e il prezzo dell'azione senza diritto di voto?*

Dividendo ambo i membri della (2 bis) per P_{NV} , e ponendo come si è detto $P_V = 3 P_{NV}$, si ha

$$2 = \frac{P_T - P_1}{P_{NV}} \alpha q \quad (5)$$

dove per brevità si è posto

$$\alpha \equiv \sum \pi_i (1 + r)^i$$

La simulazione è riassunta nella tabella 1, nella quale si sono considerati tre diversi valori per α e quattro diversi valori per q . La quarta colonna indica i valori di $(P_T - P_1) / P_{NV}$ corrispondentemente ottenuti grazie alla (5).

Poiché inoltre la (3) può scriversi

$$P_{NV} = P_0 + \alpha (P_1 - P_0) \quad (3 \text{ bis})$$

TABELLA 1

PREMIO DI TAKEOVER CORRISPONDENTE A $P_V = 3P_{NV}$ E $P_1 = 2P_0$

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
α	q	αq	$\frac{P_T - P_1}{P_{NV}}$	$\frac{P_{NV}}{P_1}$	$\frac{P_T - P_1}{P_1}$
0,25	0,25	0,0625	32	0,625	20
"	0,50	0,125	16	"	10
"	0,75	0,1875	10,6	"	6,6
"	1,00	0,25	8	"	5
0,50	0,25	0,125	16	0,75	12
"	0,50	0,25	8	"	6
"	0,75	0,375	5,3	"	4
"	1,00	0,50	4	"	3
0,75	0,25	0,1875	10,6	0,875	9,3
"	0,50	0,375	5,3	"	4,6
"	0,75	0,5625	3,5	"	3,1
"	1,00	0,75	2,6	"	2,3

è possibile, se si adotta una qualche ipotesi sul rapporto tra P_1 e P_0 , esprimere P_{NV} in funzione di P_1 (oltre che, ovviamente, di α). Si supponga, con voluto ottimismo, che sia $P_1 = 2P_0$, ossia che il *takeover* porti al raddoppio della redditività dell'impresa. La (3 bis) diviene allora

$$P_{NV} = 0,5 (1 + \alpha) P_1 \quad (6)$$

espressione in base alla quale è stata calcolata la quinta colonna della tabella, i cui valori permettono di passare da quelli della quarta a quelli della sesta, che indicano il rapporto $(P_T - P_1)/P_1$.

Quest'ultima colonna può leggersi così: per un ampio intervallo di valori di α e di q , e per un rapporto P_1/P_0 pari a 2, il prezzo di *takeover* dovrebbe contenere, oltre al valore "fondamentale" P_1 dell'azione, un "premio" variabile tra due e venti volte tale valore fondamentale per giustificare un divario di tre a uno tra il prezzo dell'azione ordinaria e quello dell'azione di risparmio. Se il rapporto P_1/P_0 fosse inferiore a 2, i valori della quinta e per conseguenza della sesta colonna risulterebbero ulteriormente aumentati.

È accettabile questo campo di escursione? Si può pensare a un premio pari a 5, 10 o 20 volte il valore fondamentale dell'azione? *Prima facie*, la (4) permette di rispondere affermativamente: è sufficiente che il numero ($N_1 - N_0$) di azioni desiderate sia molto piccolo rispetto al numero di azioni già possedute affinché il prezzo delle azioni marginali possa salire molto in alto. Se due gruppi posseggono ciascuno il 49,9 per cento delle azioni ordinarie, e lottano per acquistare lo 0,2 per cento residuo, possono spingersi a offrire prezzi apparentemente assurdi.

Quello del 49,9 + 49,9 per cento è però un caso estremo; anche nell'episodio più clamoroso di cui si abbia recente esperienza, quello della Société Générale de Belgique, l'ultima offerta del (mancato) gruppo entrante (8.000 franchi belgi) era meno che doppia rispetto alla quotazione su cui il mercato si è assestato dopo la fine della battaglia (5.000/5.500 franchi), che può assumersi come indicativa di P_1 .

È inoltre pur sempre bayesianamente lecito esprimere un'opinione *a priori* sulle probabilità di *takeover*, probabilità che negli accennati casi estremi di valutazione 3 a 1 sembrano doversi ritenere, date le informazioni disponibili sull'attuale assetto proprietario delle società interessate, alquanto basse. Le cifre più significative, nell'ambito del campo di variazione dei parametri considerato nella tabella, dovrebbero quindi essere quelle corrispondenti ad $\alpha = 0,25$. (Gli esperti in economia industriale potranno anche spingersi a formulare opinioni sulla probabilità che si presenti un gruppo capace di gestire le imprese meglio dell'attuale maggioranza, ossia di promettere un P_1 sensibilmente superiore al P_0 corrispondente allo *status quo*.)

Per tutte queste considerazioni, sembra di poter affermare che i premi di *takeover* risultanti dall'ultima colonna della tabella 1 appaiono eccessivi; che, cioè, è difficile dare ragione di un rapporto 3/1 tra il prezzo dell'azione ordinaria e il prezzo dell'azione di

risparmio. L'elemento differenziale tra i due prezzi, che dovrebbe razionalmente ricondursi alla speranza matematica del premio di *takeover*, appare dunque inspiegabilmente sopravvalutato.¹⁴

6. E se fossero sottovalutate le azioni di risparmio?

Prima di concludere, si deve ancora sottolineare che la strada logica sin qui seguita soffre di un'importante limitazione. Essa presuppone infatti che il prezzo delle azioni di risparmio traduca correttamente l'aspettativa, espressa in base alle informazioni disponibili, dei dividendi futuri [cfr. la (3)], e che pertanto ogni eventuale eccesso nel divario tra le due quotazioni sia imputabile a una troppo elevata valutazione della componente relativa alle probabilità di *takeover* e presente nelle sole azioni ordinarie [cfr. la (2 bis)].

Questa impostazione è limitante perché non si può escludere che il divario sia davvero eccessivo, ma per effetto di una sottovalutazione dell'azione di risparmio anziché per una sopravvalutazione dell'azione ordinaria.

Poiché l'aspettativa dei dividendi futuri concorre alla formazione così di P_V come di P_{NV} [cfr. le (2) e (3)], riesce difficile immaginare ch'essa venga sistematicamente sottovalutata dal mercato nella determinazione del prezzo delle azioni di risparmio e non anche di quello delle azioni ordinarie. Tuttavia, essendosi in questo lavoro ormai messo in dubbio il dogma della razionalità del mercato, e accolto il sospetto che in taluni casi il *quantum* del divario tra i due prezzi sia privo di giustificazione teorica, non può essere respinta l'ipotesi che esso sia almeno in parte imputabile a una diversa valutazione, nei due tipi di azioni, delle componenti ch'esse hanno in comune.

Si potrebbe per esempio pensare — ove si accetti l'ipotesi di una segmentazione dei mercati e di una insufficiente presenza di operatori razionali capaci di eliminare, con i loro arbitraggi, le opportunità di profitto offerte dai divari di quotazione — che i detentori di azioni

¹⁴ Ove, poi, si ricordi che — come sottolineato nel par. 1 — i divari rilevati nella borsa nordamericana sono sensibilmente inferiori, mentre la frequenza dei *takeover* è in quel mercato alquanto superiore, la situazione italiana appare ancora più difficilmente riconducibile a una interpretazione razionale.

di risparmio siano investitori meno informati, meno lungimiranti e meno professionali. Essi si troverebbero così in una situazione di incertezza in senso knightiano piuttosto che di rischio valutabile in termini probabilistici, ciò che potrebbe portarli a tenere in poco conto le prospettive di *takeover* dalle quali dipende il secondo addendo della (3), a vedere nelle azioni un titolo simile alle obbligazioni e a capitalizzarne il dividendo corrente senza tenere in conto la sua prevedibile dinamica futura.

In suffragio dell'ipotesi di sottovalutazione, rispetto al "valore fondamentale", delle azioni di risparmio può essere addotto un significativo confronto. Nei casi in cui le azioni dei due tipi sono emesse da società finanziarie le cui partecipazioni vengono quotate in borsa, si può calcolare, con procedimento analogo a quello usualmente adottato per i fondi di investimento, il prezzo "teorico" dell'azione della società finanziaria corrispondente ai prezzi di borsa delle partecipazioni, sotto deduzione di una stima dell'onere fiscale gravante, in caso di realizzo, sulle plusvalenze rispetto ai valori di carico.¹⁵ In tali casi, il prezzo delle azioni di risparmio risulta solitamente inferiore (mentre quello delle azioni ordinarie è superiore) al prezzo teorico, ciò che depone a favore dell'ipotesi di uno "sconto" nella valutazione delle prime.

In conclusione, si può affermare che, in molti casi, la *misura* dei divari rilevati nel mercato italiano tra i prezzi delle azioni ordinarie e i prezzi delle azioni di risparmio non sembra avere ragione d'essere. La correzione può avvenire sia attraverso una riduzione del prezzo delle azioni ordinarie, sia attraverso un aumento del prezzo delle azioni di risparmio, sia ancora attraverso un avvicinamento da ambedue le parti. Divari dell'ordine di 3 a 1 risulterebbero *ex post* giustificati soltanto se la storia futura della borsa italiana confermasse la fondatezza di una elevatissima valutazione degli elementi (probabilità di *takeover*, frazione delle azioni disperse acquistate dal gruppo entrante, livello dei premi di *takeover*) ai quali è riconducibile la superiorità dell'azione ordinaria rispetto all'azione di risparmio.

ONORATO CASTELLINO

¹⁵ Questo prezzo teorico, è ottenuto dividendo il valore del patrimonio netto per il numero complessivo delle azioni ordinarie e di risparmio, e perciò si riferisce indistintamente alle due categorie. La stima dell'onere fiscale è largamente arbitraria, trattandosi di elemento futuro e incerto.

BIBLIOGRAFIA

- BANCA D'ITALIA, *Relazione del Governatore per l'esercizio 1986*, Roma, 1987.
- M. BRADLEY, "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control", *Journal of Business*, October 1980.
- R. COMMENT and J.A. JARREL, "Two-tier and Negotiated Tender Offers", *Journal of Financial Economics*, December 1987.
- H. DE ANGELO e L. DE ANGELO, "Managerial Ownership of Voting Rights", *Journal of Financial Economics*, March 1985.
- M.C. JENSEN (ed.), "Symposium on the Market for Corporate Control: the Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, April 1983.
- J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan, 1936.
- A.W. KLEIDON, "Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models", *Journal of Political Economy*, October 1986.
- R.C. LEASE, J.J. MC CONNELL and W.H. MIKKELSON, "The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations", *Journal of Financial Economics*, April 1983.
- R.C. LEASE, J.J. MC CONNELL and W.H. MIKKELSON, "The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations", *Journal of Business*, October 1984.
- H. LEVY, "Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock", *Journal of Finance*, March 1983.
- MEDIOBANCA, *Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati nelle borse italiane (1988)*, Milano, 1988.
- L.G. MEEKER and O.M. JOY, "Price Premiums for Controlling Shares of Closely Held Stock", *Journal of Business*, July 1980.
- R.C. MERTON, *On The Current State of the Stock Market Rationality Hypothesis*, in R. Dornbusch, S. Fischer, J. Bossons (eds.), *Macroeconomics and Finance* (Essays in Honor of Franco Modigliani), MIT Press, Cambridge (Mass.), 1987.
- M.H. MILLER and F. MODIGLIANI, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, October 1961.
- R.J. SHILLER, "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Change in Dividends?", *American Economic Review*, June 1981.
- R.J. SHILLER, "Stock Prices and Social Dynamics", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1984.
- L.H. SUMMERS, "Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?", *The Journal of Finance*, July 1986.
- J. TOBIN, "On the Efficiency of the Financial System", *Lloyds Bank Review*, July 1984.
- H.R. VARIAN (ed.), "Symposium on Takeovers", *The Journal of Economic Perspectives*, Winter 1988.