



Capitolo 17

La politica dei dividendi

Contenuti del capitolo

17.1 Distribuzione di cassa agli azionisti

17.2 Dividendi e riacquisti di azioni a confronto

17.3 Lo svantaggio fiscale dei dividendi

17.4 Dividendi ed effetto clientela

17.5 Distribuire liquidità o reinvestirla?

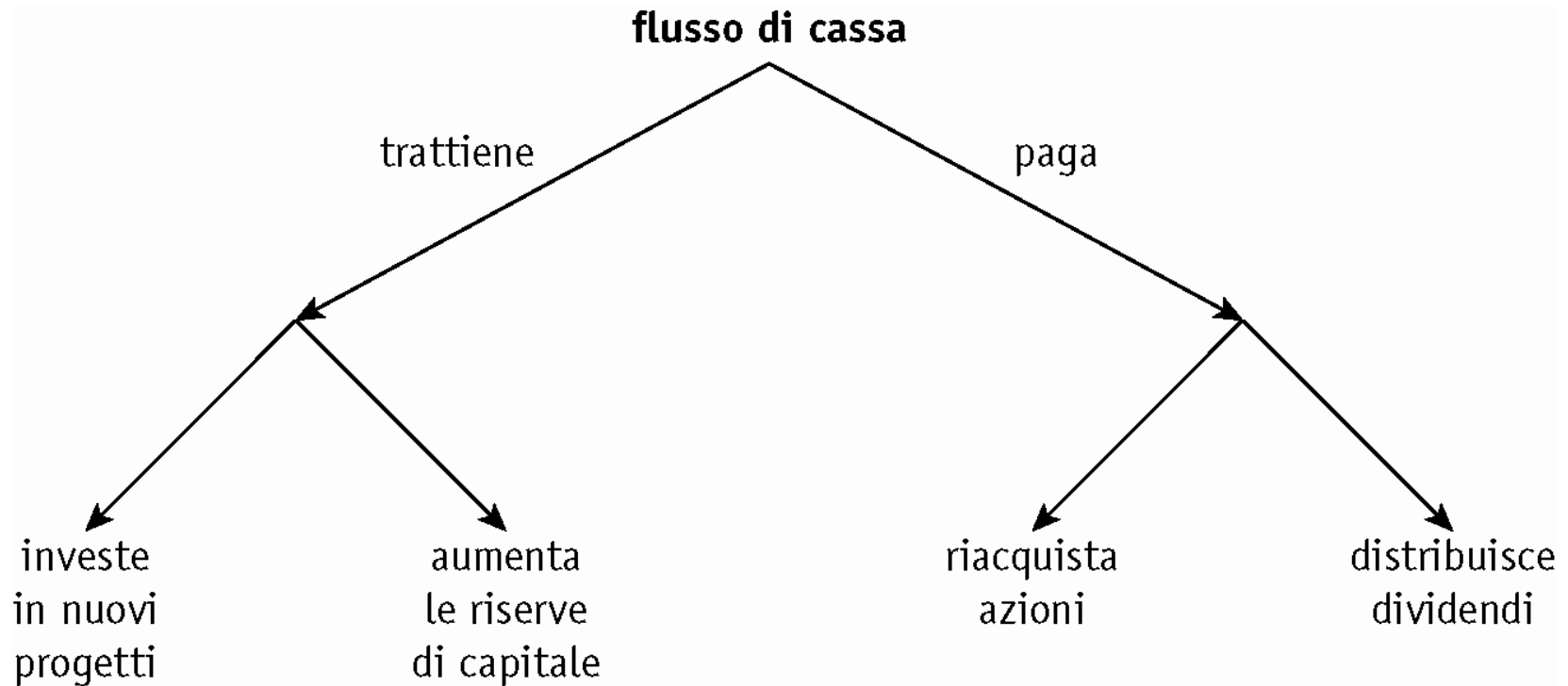
17.6 Effetto segnale della politica dei dividendi

17.7 Dividendi in azioni, frazionamenti azionari e spin-off

17.1 Distribuzione di cassa agli azionisti

- Politica dei dividendi
 - Il modo in cui un'impresa sceglie tra i modi alternativi per distribuire flussi di cassa agli azionisti

Figura 17.1 Impieghi dei flussi di cassa



Dividendi

- Data di annuncio
 - La data in cui il consiglio di amministrazione autorizza i dividendi.
- Data di registrazione
 - Quando un'impresa paga un dividendo, soltanto gli azionisti registrati a questa data lo riceveranno.

Dividendi (continua)

- Stacco del dividendo (data *ex-dividend*)
 - La data che precede di due giornate lavorative la data di registrazione; chi ha acquistato azioni in o dopo quella data non riceverà il dividendo.
- Data di pagamento (data di distribuzione)
 - La data, generalmente un mese dopo la data di registrazione, in cui un'impresa esegue il pagamento dei dividendi agli azionisti registrati.

Figura 17.2 Date importanti per il dividendo straordinario di Microsoft



Dividendi (continua)

- Dividendo straordinario
 - Un dividendo *una tantum* che solitamente è molto più elevato del normale dividendo.
- Frazionamento azionario (dividendo in azioni)
 - Quando la società emette nuove azioni ai suoi azionisti invece che distribuire liquidità.

Dividendi (continua)

- Ritorno di capitale
 - Quando un'impresa, invece di pagare i dividendi con gli utili correnti (o accumulati a riserva), utilizza altre risorse contabili, come il fondo sovrapprezzo azioni o la liquidazione di beni.
- Dividendo di liquidazione
 - Un ritorno di capitale agli azionisti da un'attività economica in via di conclusione.

Riacquisto di azioni

- Un modo alternativo di pagare liquidità agli investitori è attraverso il riacquisto di azioni o *buyback*.
 - L'azienda usa la liquidità per comprare le azioni del suo stesso capitale in circolazione.

Riacquisto di azioni (continua)

- Riacquisto sul libero mercato
 - Quando un'impresa riacquista le azioni proprie sul libero mercato.
 - I riacquisti sul libero mercato rappresentano circa il 95% di tutte le transazioni di riacquisto.

Riacquisto di azioni (continua)

- Offerta di acquisto
 - L'annuncio pubblico di un'offerta rivolta a tutti i detentori di titoli esistenti per riacquistare una quantità specifica di titoli in circolazione ad un prezzo prefissato (tipicamente con un premio del 10%-20% rispetto al prezzo di mercato corrente) in un periodo di tempo specificato (in genere circa 20 giorni).
 - Se gli azionisti non offrono un numero sufficiente di azioni, l'impresa può annullare l'offerta e il riacquisto non avviene.

Riacquisto di azioni (continua)

- Asta olandese
 - Un metodo di riacquisto delle azioni in cui la società elenca una serie di prezzi diversi a cui comprerà le azioni e gli azionisti a loro volta indicheranno il numero di azioni che sono disposti a vendere a ogni livello di prezzo. L'impresa allora pagherà il prezzo più basso con cui riuscirà a ricomprare il numero desiderato di azioni.

Riacquisto di azioni (continua)

- Riacquisto mirato
 - Quando un'impresa acquista le azioni direttamente da uno specifico azionista.
- Greenmail
 - Quando un'impresa evita una minaccia di *takeover* e licenziamento del suo *management* da parte di un azionista di maggioranza offrendosi di ricomprare le azioni in suo possesso (in possesso del *raider*), spesso pagando un notevole premio oltre il prezzo di mercato.

17.2 Dividendi e riacquisti di azioni a confronto

- Consideriamo il caso di Genron Corporation. Il consiglio di amministrazione si sta riunendo per decidere come pagare agli azionisti i 20 milioni di \$ di liquidità in eccesso.
- Genron non ha debito e il suo costo del capitale proprio è uguale al costo del capitale *unlevered*, pari al 12%.

Politica alternativa 1: distribuire dividendi

- Con 10 milioni di azioni in circolazione, Genron riuscirà a pagare immediatamente un dividendo di \$2.
- Poiché l'azienda si aspetta di generare flussi di cassa futuri di 48 milioni di \$ l'anno, prevede di distribuire un dividendo di \$4,80 per azione ogni anno da quel momento.

Politica alternativa 1: distribuire dividendi (continua)

- Con cedola (*cum-dividend*)
 - Quando un'azione viene scambiata prima della data di stacco del dividendo, dando a chiunque l'acquisti il diritto a ricevere il dividendo.
- Il prezzo *cum-dividend* di Genron sarà

$$\begin{aligned} P_{cum} &= \text{dividendo corrente} + VA(\text{dividendi futuri}) \\ &= 2 + \frac{4,80}{0,12} = 2 + 40 = \$42 \end{aligned}$$

Politica alternativa 1: distribuire dividendi (continua)

- Dopo la data di stacco del dividendo, i nuovi compratori non riceveranno l'attuale dividendo e il prezzo dell'azione Genron sarà

$$P_{ex} = VA(\text{dividendi futuri}) = \frac{4,80}{0,12} = \$40$$

Politica alternativa 1: distribuire dividendi (continua)

	11 dicembre (<i>cum-dividend</i>)	12 dicembre (<i>ex-dividend</i>)
cassa	20	0
altre attività	400	400
valore totale di mercato	420	400
azioni (in milioni)	10	10
prezzo delle azioni	\$42	\$40

Politica alternativa 1: distribuire dividendi (continua)

- *In un mercato dei capitali perfetto, quando è distribuito un dividendo, dal momento in cui le azioni iniziano a essere negoziate senza cedola (ex-dividend), il loro prezzo scende dell'importo del dividendo.*

Politica alternativa 2: riacquistare le azioni (senza dividendi)

- Supponiamo che Genron non distribuisca un dividendo quest'anno, ma invece usi i 20 milioni di \$ per riacquistare le sue azioni sul libero mercato.
 - Con un prezzo iniziale di \$42, Genron riacquisterà 476.000 azioni.
 - $20 \text{ milioni di } \$ \div \$42 \text{ per azione} = 0,476 \text{ milioni di azioni}$
 - Rimarranno solo 9,524 milioni di azioni in circolazione.
 - $10 \text{ milioni} - 0,476 \text{ milioni} = 9,524 \text{ milioni}$

Politica alternativa 2: riacquistare le azioni (senza dividendi) (continua)

- L'effetto netto è che il prezzo dell'azione rimane invariato.

	11 dicembre (prima del riacquisto)	12 dicembre (dopo il riacquisto)
cassa	20	0
altre attività	400	400
valore totale di mercato	420	400
azioni (in milioni)	10	9,524
prezzo delle azioni	\$42	\$42

Politica alternativa 2: riacquistare le azioni (senza dividendi) (continua)

- Dividendi futuri di Genron
 - Non dovrebbe sorprendere il fatto che il riacquisto non abbia effetto sul prezzo dell'azione.
 - Dopo il riacquisto, il dividendo futuro salirebbe a \$5,04 per azione.
 - 48 milioni di \$ ÷ 9,524 milioni di azioni = \$5,04 per azione
 - Il prezzo dell'azione Genron è

$$P_{riacq} = \frac{5,04}{0,12} = \$42$$

Politica alternativa 2: riacquistare le azioni (senza dividendi) (continua)

- Dividendi futuri di Genron
 - *In mercati dei capitali perfetti, un riacquisto di azioni sul libero mercato non ha effetto sul prezzo delle azioni e il prezzo è uguale al prezzo cum-dividend nel caso in cui sia invece pagato un dividendo.*

Politica alternativa 2: riacquistare le azioni (senza dividendi) (continua)

- Preferenze degli investitori
 - *In mercati dei capitali perfetti, gli investitori sono indifferenti al fatto che l'impresa distribuisca cassa attraverso dividendi o riacquisto di azioni. Reinvestendo i dividendi o vendendo le azioni gli investitori possono replicare in proprio una qualsiasi politica di dividendi.*

Politica alternativa 2: riacquistare le azioni (senza dividendi) (continua)

- Preferenze degli investitori
 - Nel caso di Genron, se la società riacquista azioni e l'investitore vuole liquidità, egli può vendere le proprie azioni per ottenerla.
 - In questo caso si parla di *dividendo fai-da-te*.
 - Se la società distribuisce un dividendo e l'investitore preferisce azioni, egli può usare il dividendo per acquistare azioni aggiuntive.

Politica alternativa 3: dividendi elevati (emissione di capitale proprio)

- Supponiamo che Genron voglia distribuire immediatamente un dividendo superiore a \$2 per azione, ma abbia soltanto 20 milioni di \$ di liquidità.
 - Genron ha bisogno di ulteriori 28 milioni di \$ per pagare subito il dividendo più elevato. Per ottenerli, decide di emettere nuove azioni.

Politica alternativa 3: dividendi elevati (emissione di capitale proprio) (continua)

- Dato un prezzo corrente dell'azione di \$42, Genron potrebbe raccogliere 28 milioni di \$ vendendo 0,67 milioni di azioni.
 - $28 \text{ milioni di } \$ \div \$42 \text{ per azione} = 0,67 \text{ milioni di azioni}$
 - Questa operazione aumenta il numero complessivo delle azioni in circolazione a 10,67 milioni.

Politica alternativa 3: dividendi elevati (emissione di capitale proprio) (continua)

- Il nuovo dividendo per azione sarà

$$\frac{48 \text{ milioni di \$}}{10,67 \text{ milioni di azioni}} = \$4,50 \text{ per azione}$$

- E il prezzo dell'azione *cum-dividend* sarà

$$P_{cum} = 4,50 + \frac{4,50}{0,12} = 4,50 + 37,50 = \$42$$

- Anche in questo caso il valore dell'azione resta invariato.

Modigliani-Miller e l'irrelevanza della politica dei dividendi

- C'è un *trade-off* tra dividendi attuali e futuri.
 - Se Genron paga un maggiore dividendo corrente, i dividendi futuri saranno minori.
 - Se Genron paga un minore dividendo corrente, i dividendi futuri saranno maggiori.

Tabella 17.1

TABELLA 17.1

Dividendi di Genron per azione ogni anno con le tre politiche alternative.

		dividendo distribuito (\$ per azione)			
	prezzo azione iniziale	anno 0	anno 1	anno 2	...
politica 1:	\$42,00	2,00	4,80	4,80	...
politica 2:	\$42,00	0	5,04	5,04	...
politica 3:	\$42,00	4,50	4,50	4,50	...

Modigliani-Miller e l'irrilevanza della politica dei dividendi (continua)

- Irrilevanza dei dividendi di Modigliani-Miller
 - *In mercati dei capitali perfetti, mantenendo invariata la politica di investimenti di un'impresa, la politica dei dividendi è irrilevante e non ha alcun effetto sul prezzo iniziale delle azioni.*

La politica dei dividendi in mercati dei capitali perfetti

- I flussi di cassa determinano il livello dei pagamenti che l'impresa può fare agli investitori.
 - In un mercato dei capitali perfetto, non è importante il tipo di pagamento.
 - Nella realtà i mercati dei capitali non sono perfetti e sono le imperfezioni che dovrebbero determinare la politica dei dividendi dell'impresa.

17.3 Lo svantaggio fiscale dei dividendi

- Imposte sui dividendi e sui capital gain
 - Gli azionisti devono pagare delle imposte sui dividendi incassati e anche sui *capital gain* quando vendono le azioni.
 - I dividendi sono tipicamente tassati a un'aliquota più alta dei capital gain. In effetti gli investitori di lungo periodo possono rinviare l'imposta sui *capital gain* evitando la vendita delle azioni.

17.3 Lo svantaggio fiscale dei dividendi (continua)

- Imposte sui dividendi e sui capital gain
 - L'aliquota fiscale più elevata sui dividendi rende indesiderabile per un'azienda raccogliere fondi per pagare un dividendo.
 - Quando i dividendi sono tassati a un'aliquota fiscale maggiore rispetto ai *capital gain*, se un'azienda raccoglie liquidità emettendo azioni e poi la restituisce agli azionisti sotto forma di dividendo, gli azionisti sono danneggiati perché riceveranno meno del loro investimento iniziale.

Esempio alternativo 17.2

- Problema
 - Supponete che:
 - un'impresa raccolga 25 milioni di \$ dagli azionisti e usi questa liquidità per pagare loro 25 milioni di \$ in dividendi;
 - i dividendi siano tassati con un'aliquota del 39%;
 - i *capital gain* siano tassati con un'aliquota del 20%.
 - **Quanto riceveranno gli azionisti dopo il pagamento delle imposte?**

Politica dei dividendi ottimale in presenza d'imposte

- Quando l'aliquota fiscale sui dividendi è maggiore di quella sui *capital gain*, gli azionisti pagheranno meno tasse se la società ricorre al riacquisto delle azioni invece che distribuire dividendi.
 - Questo risparmio fiscale aumenterà il valore di una società che ricorra al riacquisto delle azioni invece che distribuire dividendi.

Politica dei dividendi ottimale in presenza d'imposte (continua)

- La politica dei dividendi ottimale quando l'aliquota fiscale sui dividendi è superiore a quella sui *capital gain* è quella di non pagare dividendi affatto.
 - Negli ultimi 30 anni in media la distribuzione di dividendi si è ridotta mentre l'uso del riacquisto delle azioni è aumentato.

Politica dei dividendi ottimale in presenza d'imposte (continua)

- **Puzzle dei dividendi**
 - Quando le imprese continuano a distribuire dividendi nonostante lo svantaggio fiscale connesso.

17.4 Dividendi ed effetto clientela

- La preferenza per il riacquisto delle azioni rispetto ai dividendi dipende da quanto è grande il divario tra l'aliquota fiscale sui dividendi e quella sui *capital gain*.
 - Le aliquote fiscali cambiano in base al reddito, alla tipologia e durata dell'investimento, ecc.
 - A causa di queste differenze, le aziende con le loro politiche dei dividendi possono attrarre diversi gruppi di investitori.

L'aliquota fiscale effettiva sui dividendi

- Consideriamo un investitore che compra un'azione prima dello stacco del dividendo e la vende subito dopo.

- La condizione di equilibrio deve essere:

$$(P_{cum} - P_{ex})(1 - \tau_g) = Div(1 - \tau_d)$$

- Che si può esprimere come

$$P_{cum} - P_{ex} = Div \times \left(\frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g} \right) = Div \times \left(1 - \frac{\tau_d - \tau_g}{1 - \tau_g} \right) = Div \times (1 - \tau_d^*)$$

- Dove P_{cum} è il prezzo *cum-dividend*, P_{ex} è il prezzo *ex-dividend*, τ_g è l'aliquota fiscale sui *capital gain*, τ_d è l'aliquota fiscale sui dividendi.

L'aliquota fiscale effettiva sui dividendi (continua)

- L'aliquota fiscale effettiva sul dividendo è

$$\tau_d^* = \left(\frac{\tau_d - \tau_g}{1 - \tau_g} \right)$$

- Essa misura l'imposta aggiuntiva pagata da un investitore per ogni dollaro di *capital gain* dopo le imposte che è invece ricevuto in forma di dividendo.

Differenze fiscali fra gli investitori

- L'aliquota fiscale effettiva sul dividendo cambia da un investitore all'altro per una varietà di motivi.
 - Livello del reddito
 - Orizzonte temporale dell'investimento
 - Giurisdizione fiscale
 - Tipo di investitore o di investimento
- Come risultato delle diverse aliquote fiscali, gli investitori avranno preferenze variabili riguardo i dividendi.

Effetto clientela

- Effetto clientela
 - Quando la politica dei dividendi di un'impresa è ottimizzata in funzione delle preferenze fiscali della sua clientela di investitori.
 - Gli individui che rientrano negli scaglioni fiscali più elevati preferiscono azioni che non pagano dividendi, o che pagano dividendi bassi, mentre investitori non soggetti a tassazione e società preferiranno azioni con dividendi elevati.

Tabella 17.3

TABELLA 17.3

Preferenze per la politica dei dividendi di diversi gruppi di investitori.

gruppo	preferenza di politica dei dividendi	quota di investitori
investitori singoli	svantaggio fiscale dei dividendi; preferiscono il riacquisto di azioni	~52%
istituzioni, fondi pensione, conti pensione	nessuna preferenza fiscale preferiscono la politica dei dividendi corrispondente alle esigenze di reddito	~47%
società	vantaggio fiscale dei dividendi	~1%

Fonte: percentuali basate su Federal Reserve Flow of Funds Accounts, 2003.

Effetto clientela (continua)

- Teoria della cattura del dividendo
 - La teoria secondo cui, in assenza di costi di transazione, gli investitori possono scambiare azioni al momento dello stacco del dividendo, in modo che sia pagato agli investitori che non pagano le imposte.
 - Un'implicazione di questa teoria è che si dovrebbero vedere volumi elevati di scambi quando ci si avvicina al giorno dello stacco della cedola di un'azione: gli investitori che hanno aliquote fiscali elevate venderanno l'azione e gli investitori con aliquote ridotte la compreranno; dopo lo stacco della cedola, invece, si dovrebbe verificare l'effetto opposto.

17.5 Distribuire liquidità o reinvestirla?

- In mercati dei capitali perfetti, se un'impresa ha tutti investimenti con VAN positivo, non cambia nulla se accantona l'eccesso di liquidità o lo distribuisce.
- In presenza di imperfezioni del mercato, c'è un *trade-off*: accantonare la liquidità può ridurre i costi di raccolta del capitale nel futuro, ma può anche aumentare le imposte e i costi di agenzia.

Accantonare liquidità in presenza di mercati dei capitali perfetti

- Se un'impresa ha già intrapreso tutti gli investimenti con VAN positivo, allora ogni ulteriore progetto sarà un investimento con VAN nullo o negativo.
 - Invece di sprecare l'eccesso di liquidità in progetti con VAN negativo, un'azienda può usare i fondi per acquistare asset finanziari.
 - In un contesto di mercati dei capitali perfetti, comprare e vendere titoli è un'operazione a VAN nullo e quindi non dovrebbe influire sul valore dell'azienda.

Accantonare liquidità in presenza di mercati dei capitali perfetti (continua)

- In una situazione di mercati dei capitali perfetti, la decisione di accantonare invece che distribuire è irrilevante.

Accantonare liquidità in presenza di mercati dei capitali perfetti (continua)

- Irrilevanza della politica dei dividendi di Modigliani-Miller
 - *In mercati dei capitali perfetti, se un'azienda investe i flussi di cassa in eccesso in titoli finanziari, la decisione dell'impresa di distribuire la liquidità o di trattenerla è irrilevante e non influenza il valore iniziale dell'impresa.*

Imposte e liquidità non distribuita

- Le imposte societarie rendono costoso per un'azienda trattenere l'eccesso di liquidità.
 - La cassa è equivalente a un rapporto di indebitamento negativo, quindi i vantaggi fiscali dell'indebitamento corrispondono agli svantaggi fiscali del mantenere liquidità.

Aggiustamenti in base alle imposte degli investitori

- La decisione di distribuire la liquidità invece di mantenerla può anche influenzare le imposte pagate dagli azionisti.
 - Quando un'impresa mantiene la liquidità, deve pagare imposte societarie sugli interessi guadagnati. In aggiunta, l'investitore dovrà pagare l'imposta sul *capital gain* relativo al maggior valore dell'impresa. In breve, l'interesse sulla liquidità trattenuta sarà tassato due volte.

Aggiustamenti in base alle imposte degli investitori (continua)

- Se l'impresa invece ha distribuito la liquidità ai suoi azionisti, questi la possono investire ed essere tassati una sola volta sugli interessi ottenuti.
 - Il costo di mantenere la liquidità dipende quindi dall'effetto combinato delle imposte societarie e sui *capital gain* rispetto all'imposta sui redditi personali.

$$\tau_{mant}^* = \left[1 - \frac{(1 - \tau_c)(1 - \tau_g)}{(1 - \tau_i)} \right]$$

Costi di emissione e costi di dissesto

- Generalmente le società mantengono delle riserve di liquidità, nonostante il relativo svantaggio fiscale, per poter coprire potenziali deficit futuri.
 - Un'impresa potrebbe accumulare liquidità se c'è una possibilità ragionevole che i flussi futuri siano insufficienti a finanziare future opportunità di investimento con VAN positivo.

Costi di emissione e costi di dissesto (continua)

- Il costo del mantenere la liquidità dovrebbe essere confrontato con la riduzione dei costi di transazione, di agenzia e di selezione avversa per raccogliere capitale tramite nuovo debito o emissione di azioni.

Costi di agenzia della liquidità non distribuita

- Quando le imprese hanno un eccesso di liquidità, i manager possono usare i fondi in modo inefficiente pagando eccessivi *benefit* ai dirigenti o sovrappagando le acquisizioni, ecc.
 - Distribuire la liquidità in eccesso attraverso i dividendi o riacquistando le azioni, invece di mantenere la liquidità, può avere un effetto positivo sul prezzo delle azioni perché riduce la capacità e la tentazione del management di sprecare risorse.

Costi di agenzia della liquidità non distribuita (continua)

- Le imprese dovrebbero scegliere di mantenere liquidità per favorire le future opportunità di crescita ed evitare i costi del dissesto.
 - Non sorprende che le imprese che operano nei settori ad alta tecnologia o della biotecnologia tendano a mantenere e accumulare elevati importi di liquidità.

17.6 Effetto segnale della politica dei dividendi

- Livellare i dividendi
 - La pratica di mantenere relativamente costanti i dividendi
 - Le imprese modificano i dividendi raramente e per questo i dividendi sono molto meno instabili degli utili.

17.6 Effetto segnale della politica dei dividendi (continua)

- La ricerca ha scoperto che:
 - il management crede che gli investitori preferiscano dividendi stabili con crescita sostenuta;
 - il management desidera mantenere un *payout* obiettivo di lungo termine.
 - Perciò le imprese aumentano i loro dividendi solo quando prevedono una crescita sostenuta di lungo termine del livello atteso degli utili futuri, e li riducono solo come ultima scelta.

Fornire segnali con i dividendi

- Ipotesi dei segnali attraverso i dividendi
 - Il concetto che variazioni dei dividendi riflettano la visione dei manager sulle prospettive degli utili futuri.
 - Se le imprese livellano i dividendi, le scelte relative ai dividendi riportano informazioni sulle aspettative del management riguardo gli utili futuri.

Fornire segnali con i dividendi (continua)

- Quando un'impresa aumenta i suoi dividendi, manda un segnale positivo agli investitori, indicando che il management si aspetta di riuscire a distribuire un dividendo più elevato nell'orizzonte di previsione futuro.
- Quando un'impresa riduce i suoi dividendi, può essere un segnale che il management ha perso la speranza che gli utili si riprenderanno nel futuro prossimo e quindi ha bisogno di ridurre i dividendi per mettere da parte liquidità.

Fornire segnali con i dividendi (continua)

- Anche se un incremento del dividendo può segnalare ottimismo del management sui flussi di cassa futuri, può anche segnalare una mancanza di opportunità di investimento.
- Al contrario, un'impresa può tagliare i dividendi per poter sfruttare nuove opportunità di investimento con VAN positivo.
 - In questo caso, la riduzione del dividendo può portare il prezzo dell'azione a reagire positivamente piuttosto che negativamente.

Fornire segnali attraverso il riacquisto di azioni proprie

- I riacquisti di azioni sono un segnale credibile che le azioni sono sottovalutate, perché se sono sopravvalutate un riacquisto azionario è costoso per gli azionisti attuali.
 - Se gli investitori credono che i manager abbiano un'informazione migliore sulle prospettive future della società e che agiscano per conto degli attuali azionisti, allora reagiranno favorevolmente ad annunci di riacquisto.

17.7 Dividendi in azioni, frazionamenti azionari e spin-off

- Dividendi in azioni e frazionamenti
 - Con un dividendo in azioni, l'impresa non distribuisce liquidità agli azionisti.
 - Di conseguenza, il valore di mercato complessivo del capitale proprio è invariato. L'unica cosa che cambia è il numero delle azioni in circolazione.
 - Il prezzo dell'azione quindi scende perché lo stesso valore totale del capitale proprio ora è diviso per un maggiore numero di azioni.

17.7 Dividendi in azioni, frazionamenti azionari e spin-off (continua)

- Dividendi in azioni e frazionamenti
 - Supponiamo che Genron paghi un dividendo azionario del 50% (frazionamento 3 per 2) invece che un dividendo in contanti.
 - Un azionista che possiede 100 azioni prima del dividendo ha un portafoglio del valore di \$4.200.
 - $\$42 \times 100 = \4.200 .
 - Dopo il dividendo l'azionista possiede 150 azioni. Poiché il valore del portafoglio è sempre \$4.200, il prezzo dell'azione scende a \$28.
 - $\$4.200 \div 150 = \28

17.7 Dividendi in azioni, frazionamenti azionari e spin-off (continua)

- Dividendi in azioni e frazionamenti
 - I dividendi in azioni non sono tassati, perciò sia dal punto di vista aziendale, sia da quello degli azionisti la distribuzione del dividendo azionario non comporta alcuna conseguenza reale.
 - Il numero di azioni cresce proporzionalmente e il prezzo per azione si riduce proporzionalmente e non vi è alcun cambiamento nel valore.

17.7 Dividendi in azioni, frazionamenti azionari e spin-off (continua)

- Dividendi in azioni e frazionamenti
 - La ragione tipica di un frazionamento azionario è quella di mantenere il prezzo delle azioni all'interno di un intervallo che si ritiene possa attirare i piccoli investitori.
 - Se il prezzo di un'azione cresce in modo troppo rilevante, potrebbe essere difficile per i piccoli investitori arrivare a permettersi di comprare un'azione.

17.7 Dividendi in azioni, frazionamenti azionari e spin-off (continua)

- Dividendi in azioni e frazionamenti
 - Mantenere il prezzo “basso” può attirare maggiormente i piccoli investitori e aumentare la domanda e la liquidità delle azioni che, a sua volta, può far crescere il prezzo delle azioni.
 - In media gli annunci di frazionamenti azionari sono associati a un incremento del 2% del prezzo dell'azione.

17.7 Dividendi in azioni, frazionamenti azionari e spin-off (continua)

- Dividendi in azioni e frazionamenti
 - Raggruppamento di azioni (*reverse split*)
 - Quando il prezzo delle azioni scende troppo e la società riduce il numero di azioni in circolazione.

Spin-off

- Spin-off
 - Quando un'impresa vende una controllata distribuendo le azioni della società oggetto dell'operazione agli azionisti della controllante.
 - Dividendi straordinari non in contanti sono comunemente usati per trasferire attività o per rendere indipendente una società controllata.

Spin-off (continua)

- Lo *spin-off* offre due vantaggi:
 - evita i costi di transazione associati a una vendita;
 - il dividendo straordinario non viene tassato come lo sarebbe una distribuzione di liquidità.



Politica dei dividendi





Indice degli argomenti

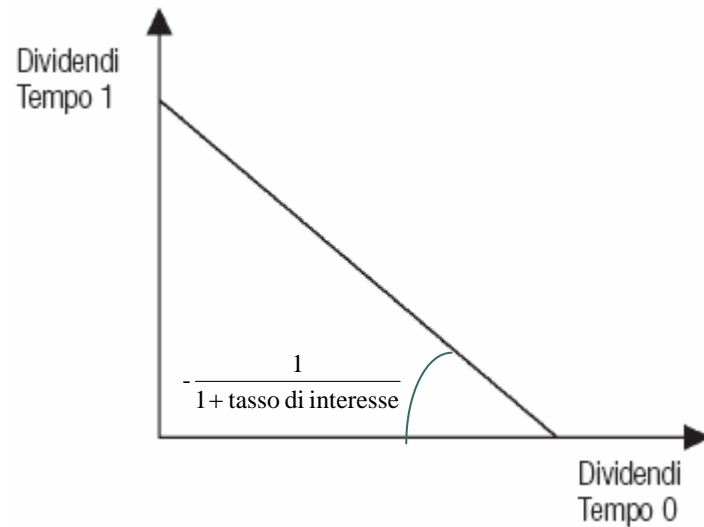
- 1. Politica dei dividendi e mercati finanziari perfetti**
- 2. Imperfezioni dei mercati e politica dei dividendi**
- 3. Riacquisto di azioni proprie**
- 4. Politiche dei dividendi e comportamenti aziendali**
- 5. Conclusioni**

Politica dei dividendi e mercati finanziari perfetti

“La politica dei dividendi è l'insieme delle scelte effettuate dall'impresa in tema di modalità di remunerazione dei propri azionisti“

Politica dei dividendi e mercati finanziari perfetti

Mercato finanziario perfetto



In un **mercato dei capitali perfetto**, la distribuzione dei dividendi non produce alcuna conseguenza sulla ricchezza degli **azionisti**, i quali sono dunque **indifferenti** tra ricevere una remunerazione sotto forma di dividendo oppure di guadagno in conto capitale



In un mondo con mercati finanziari perfetti, non esistono politiche ottimali dei dividendi



Indice degli argomenti

1. **Politica dei dividendi e mercati finanziari perfetti**
2. **Imperfezioni dei mercati e politica dei dividendi**
3. **Riacquisto di azioni proprie**
4. **Politiche dei dividendi e comportamenti aziendali**
5. **Conclusioni**

Imperfezioni dei mercati e politica dei dividendi

Mercato finanziario imperfetto

La decisione di procedere alla erogazione dei dividendi dovrebbe avvenire quando le possibilità di investimento a valore attuale netto positivo per l'azienda sono esaurite

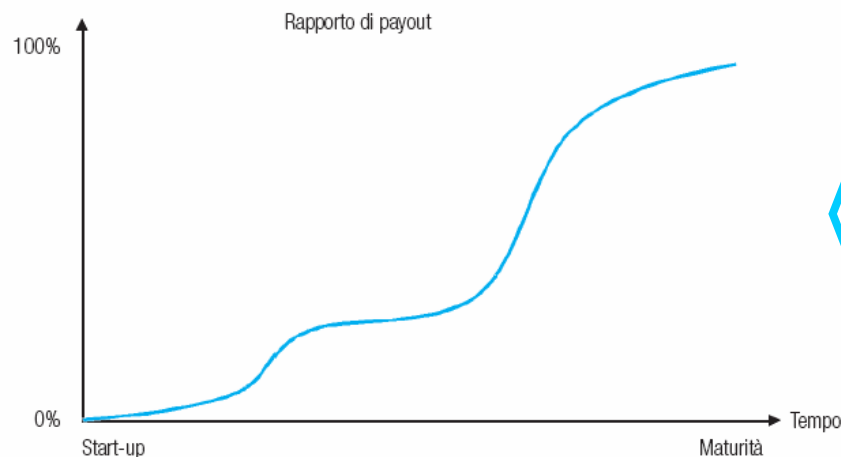


Tasso di redditività marginale del capitale investito > costo medio ponderato del capitale

→ **Reinvestimento degli utili** da parte dell'azienda

Tasso di redditività marginale del capitale investito < costo medio ponderato del capitale

→ **Pagamento di dividendi** da parte dell'azienda



Esiste una tendenziale corrispondenza tra ciclo di vita dell'impresa e rapporto di payout

Imperfezioni dei mercati e politica dei dividendi

Motivazioni in grado di influenzare la politica dei dividendi aziendali:

1. Ipotesi della teoria dei segnali

La distribuzione di dividendi è una modalità di comunicazione tra l'azienda e il mercato

La politica dei dividendi costituisce un importante mezzo per segnalare in modo veritiero la reale situazione aziendale, e il management ne può disporre per convincere il mercato che la condizione economico-finanziaria della società è quella trasmessa dalla capacità di sostenere nel tempo la politica dei dividendi adottata

2. Ipotesi della teoria dell'agenzia

La politica dei dividendi è un importante strumento per mitigare i conflitti tra azionisti e management

La distribuzione di dividendi riduce l'ammontare di risorse liquide su cui i manager possono investire senza un controllo specifico da parte degli azionisti

Imperfezioni dei mercati e politica dei dividendi

3. Ipotesi della tassazione dei dividendi

La scelta sull'opportunità di distribuire dividendi è influenzata dal livello di imposizione societaria e personale

Se: aliquota sulle imposte personali > aliquota societaria → ↓ dividendi
aliquota sulle imposte personali < aliquota societaria → ↑ dividendi

N.B.: tutto ciò, però, vale nella misura in cui la tassazione subita dalle società avvenga sotto forma di "acconto" e non a "titolo definitivo"

Tassazione dei dividendi in Italia



	Pre riforma (fino al 31/12/03)	Post riforma (dal 1/1/04)
Persone fisiche		
Utili da partecipazioni non qualificate	<ul style="list-style-type: none">• Cedolare secca del 12,5%, senza obbligo di dichiarazione• Alternativamente, in dichiarazione con credito d'imposta	<ul style="list-style-type: none">• Cedolare secca del 12,5%, senza obbligo di dichiarazione e senza diritto al credito d'imposta
Utili da partecipazioni qualificate	<ul style="list-style-type: none">• In dichiarazione con credito d'imposta	<ul style="list-style-type: none">• Imponibile al 40%, da inserire in dichiarazione senza diritto al credito d'imposta
Società		
Utili da partecipazioni (di qualsiasi tipo)	<ul style="list-style-type: none">• In dichiarazione con credito d'imposta	<ul style="list-style-type: none">• In dichiarazione il 5% del dividendo, senza credito d'imposta



Indice degli argomenti

1. **Politica dei dividendi e mercati finanziari perfetti**
2. **Imperfezioni dei mercati e politica dei dividendi**
3. **Riacquisto di azioni proprie**
4. **Politiche dei dividendi e comportamenti aziendali**
5. **Conclusioni**

Riacquisto di azioni proprie

“L'acquisto di azioni proprie (*share buy-backs*) è un'operazione mediante la quale una società acquista sul mercato un certo numero di azioni dalla stessa già emesse.”

- ❑ Il riacquisto di azioni proprie rappresenta la principale alternativa ai dividendi ordinari cui le aziende possono far ricorso per remunerare i propri azionisti
- ❑ Le azioni riacquistate possono, alternativamente, essere mantenute nel proprio portafoglio di titoli oppure cancellate (e il capitale ridotto proporzionalmente)

Riacquisto di azioni proprie

❑ **Disciplina** del riacquisto delle azioni proprie

Disciplina	Art. 2357 e 2358 codice civile
Organo deliberante	Assemblea ordinaria
Durata operazione	Massimo 18 mesi
Prezzo	L'assemblea ordinaria indica un prezzo minimo e un
Ammontare massimo operazione	10 per cento del capitale azionario. Valore nominale delle azioni riacquistate non superiore all'ammontare delle riserve disponibili e degli utili distribuibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato
Diritti economici delle azioni riacquistate	<ul style="list-style-type: none">• Non hanno alla diritto alla distribuzione degli utili, che vengono proporzionalmente ripartiti tra gli altri azionisti• Il diritto di voto è sospeso, ma le azioni riacquistate entrano a far parte del quorum costitutivo per la validità di una decisione assembleare• Non hanno diritto d'opzione, che viene attribuito pro-quota agli altri azionisti• Riduzione del capitale sociale: opzionale e dietro specifica autorizzazione del Tribunale competente

Riacquisto di azioni proprie

- ❑ **Modalità di attuazione:**
 - **Acquisto sul mercato aperto**
 - **Offerta pubblica d'acquisto**

Acquisto sul mercato aperto	Vantaggi <ul style="list-style-type: none">• Elevata flessibilità di prezzo• Il programma può essere rapidamente interrotto e riattivato• Bassi costi di transazione
	Svantaggi <ul style="list-style-type: none">• Operazione soggetta al rischio che i prezzi di mercato possano rendere poco economico il programma• Il programma di solito privilegia investitori qualificati, poiché le transazioni avvengono principalmente fuori Borsa (cosiddetto «mercato dei blocchi»)
Offerta pubblica d'acquisto	Vantaggi <ul style="list-style-type: none">• Esecuzione in un'unica soluzione• Elevata visibilità
	Svantaggi <ul style="list-style-type: none">• Bassa flessibilità• Elevati costi di transazione

Riacquisto di azioni proprie

Confronto tra dividendi e riacquisto di azioni proprie:

In un **mercato dei capitali perfetto**, la **ricchezza degli azionisti non muta** qualunque sia la modalità tecnica prescelta dall'azienda per distribuire le risorse in eccesso.

Motivazioni al riacquisto di azioni proprie in un **mercato finanziario imperfetto**:

1. Al pari della politica dei dividendi, il riacquisto di azioni proprie ha una chiara valenza segnaletica

La società che decide di riacquistare le proprie azioni può così ritenere opportuno comunicare che il migliore investimento in cui impegnarsi sia "se stessa", inviando al mercato con un segnale forte la qualità della gestione e la capacità di generare valore con continuità

però

Le operazioni di riacquisto di azioni proprie non forniscono indicazioni significative sugli utili futuri, mentre tale inferenza è più agevole nel caso dei dividendi

Un aumento nel livello dei dividendi, infatti, implica un impegno che è necessario sostenere nel tempo mentre il riacquisto di azioni proprie è, invece, un'operazione effettuata *una tantum* che non sottintende alcuna promessa per il futuro

Riacquisto di azioni proprie

2. Attraverso le operazioni di riacquisto, il management può modificare la struttura finanziaria in maniera rapida

Ma soltanto se l'azienda riesce a riacquistare le azioni a un prezzo inferiore al loro valore equo può sperare di creare valore

3. Le imposte sono il fattore principale per spiegare la convenienza comparata del riacquisto delle azioni proprie e interpretare la crescente diffusione di tali operazioni nei mercati finanziari

Spesso i dividendi percepiti dagli investitori sono tassati a un'aliquota più elevata di quella prevista per i capital gain, come appunto quelli originati dalle operazioni di riacquisto di azioni

4. Altri tre fattori possono spingere le aziende a intraprendere un piano di riacquisto:

- l'assenza di opportunità d'investimento economicamente valide

- trasferire valore dai creditori agli azionisti

- trasferire valore a favore degli azionisti che rinunciano a cedere le azioni allo scopo di incrementare il loro peso all'interno della compagine azionaria a scapito degli azionisti che invece cedono le proprie azioni



Indice degli argomenti

1. **Politica dei dividendi e mercati finanziari perfetti**
2. **Imperfezioni dei mercati e politica dei dividendi**
3. **Riacquisto di azioni proprie**
4. **Politiche dei dividendi e comportamenti aziendali**
5. **Conclusioni**

Politiche dei dividendi e comportamenti aziendali

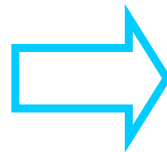
Indicatori per l'analisi dei dividendi aziendali:

1. Rapporto di payout (d):

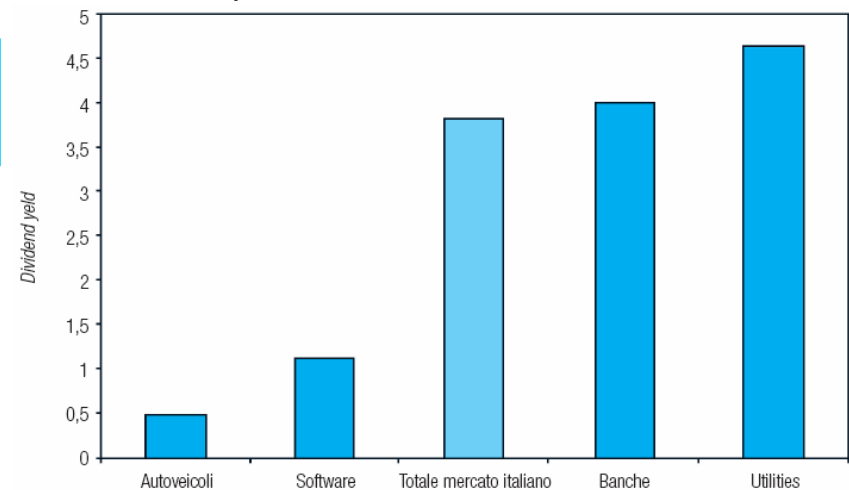
$$d = \frac{\text{Dividendi}}{\text{Reddito netto}}$$

2. Dividend yield (DY):

$$DY = \frac{\text{Dividendo per azione}}{\text{Prezzo dell'azione}}$$



Dividend yield di alcuni settori del mercato borsistico italiano



3. Tasso di crescita dei dividendi per azione (g)

I titoli che permettono ai loro possessori la percezione di elevati dividendi sono definiti “titoli value”, quelli che invece non sono associati a elevati flussi di liquidità sono noti come “titoli growth”.

Politiche dei dividendi e comportamenti aziendali

Modello di Lintner:

Due informazioni di base

Il reddito netto corrente (E_{it}) è la variabile principale che determina la variazione annuale dei dividendi per azione

Le aziende modificano con cautela la distribuzione dei dividendi per azione

Equazione di regressione

$$\Delta \text{Div} = A_{it} + C_i (d_i E_{it} - D_{i(t-1)}) + U_{it}$$

ΔDiv = variazione dei dividendi per azione da t-1 a t per l'azienda i

C_i = coefficiente (velocità) d'aggiustamento per l'azienda i

E_{it} = reddito netto per azione nel periodo t per l'azienda i

U_{it} = termine d'errore per l'azienda i nel tempo t

A_{it} = intercetta per la società i

d_i = payout ratio obiettivo

$D_{i(t-1)}$ = dividendi per azione in t-1 per l'azienda i

L'intercetta A_{it} è in media positiva. Ciò indica che le aziende deliberatamente cercano di evitare riduzioni nei dividendi anche quando il reddito è in diminuzione, a testimonianza di una certa riluttanza a segnalare informazioni negative al mercato.

Politiche dei dividendi e comportamenti aziendali

Fattori che determinano i comportamenti aziendali riguardo le politiche dei dividendi:

- Le aziende sono riluttanti a tagliare i dividendi, preferendo invece stabilizzarli nel corso del tempo
- Eventuali variazioni in aumento dell'ammontare dei dividendi sono influenzate dal tasso atteso di crescita di lungo periodo degli utili
- Piuttosto che aumentare i dividendi erogati in forma monetaria, molte aziende preferiscono ricorrere al riacquisto di azioni proprie come modalità straordinaria di erogazione di dividendi
- È convinzione degli operatori che gli investitori individuali hanno una preferenza per i dividendi, nonostante lo svantaggio fiscale di tale forma di distribuzione delle risorse liquide rispetto a riacquisto di azioni. Al contrario, è invece diffusa la convinzione che gli investitori istituzionali sono indifferenti tra dividendi e riacquisto di azioni proprie
- Vi è una scarsa evidenza a supporto delle ipotesi dei segnali, dell'agenzia e dell'effetto clientela. Le considerazioni fiscali, infine, rivestono un ruolo secondario nella determinazione delle politiche dei dividendi



Indice degli argomenti

1. **Politica dei dividendi e mercati finanziari perfetti**
2. **Imperfezioni dei mercati e politica dei dividendi**
3. **Riacquisto di azioni proprie**
4. **Politiche dei dividendi e comportamenti aziendali**
5. **Conclusioni**

Conclusioni

- ❑ La politica dei dividendi in mercati dei capitali perfetti riveste poca importanza: gli azionisti sono infatti indifferenti tra la scelta dell'azienda di erogare un dividendo ordinario oppure di reinvestire le risorse liquide in nuovi investimenti con un rendimento superiore al costo del capitale
- ❑ Ci sono tre teorie che spiegano la tendenza delle aziende di erogare dividendi:
 - Teoria dei segnali
 - Teoria dell'agenzia
 - Teoria dell'imposizione personale e societaria
- ❑ In generale, la politica dei dividendi dovrebbe essere impostata sulla base dell'analisi del tasso di rendimento marginale del capitale investito
- ❑ L'impostazione della politica dei dividendi è dunque funzione della fase del ciclo di vita che l'azienda attraversa
- ❑ Infine, le aziende sono consapevoli che, in certa misura, la politica dei dividendi influenza la composizione dell'azionariato