

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II



LAUREA MAGISTRALE IN FINANZA

Valutazione d'impresa e finanza aziendale

Dividendi ed altre forme di distribuzione degli utili

Marco Pagano e Giovanni W. Puopolo

I DIVERSI TIPI DI DIVIDENDI

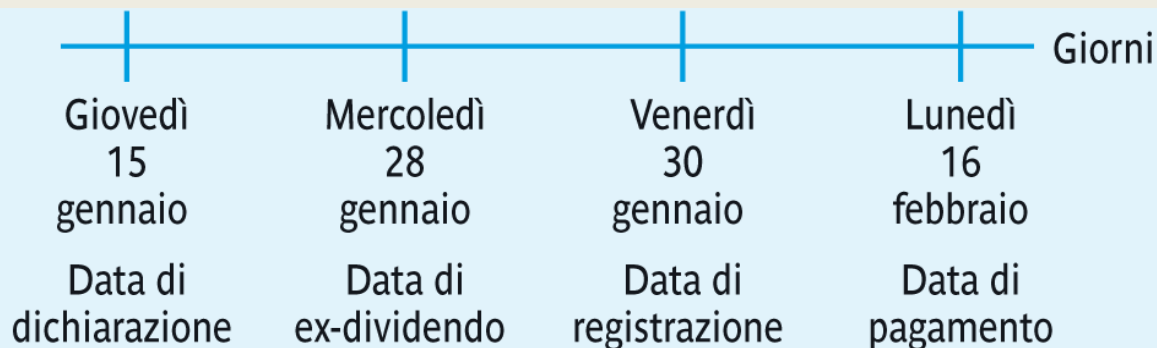
I dividendi rappresentano una distribuzione di utili agli azionisti di una società.

I principali tipi di dividendi sono:

- **Dividendi ordinari in contanti** (riducono la liquidità aziendali e gli utili trattenuti, vengono distribuiti a cadenze regolari);
- **Dividendi straordinari** (vengono distribuiti a cadenze irregolari);
- **Dividendi in azioni** (sono pagati sotto forma di titoli emessi agli azionisti; comportano un aumento del numero di azioni e una diminuzione del loro valore unitario).

IL METODO STANDARD DI DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI

□ Esempio di procedura di pagamento di un dividendo



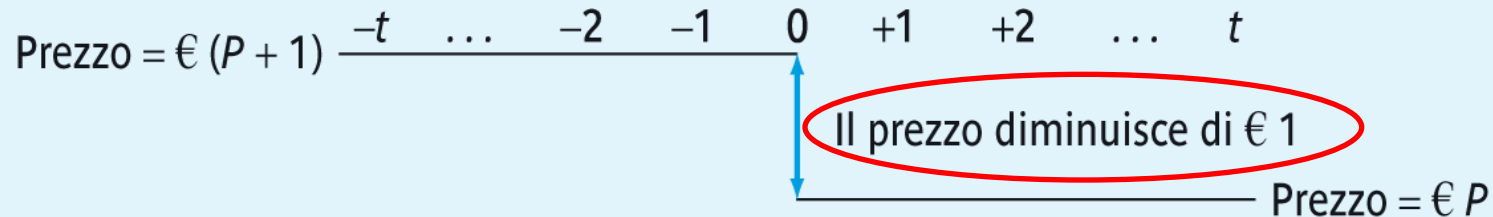
- 1 *Data di dichiarazione.* Il Consiglio di Amministrazione annuncia un pagamento di dividendi.
- 2 *Data di registrazione.* I dividendi dichiarati sono distribuibili agli azionisti registrati in una specifica data.
- 3 *Data di ex-dividendo.* Un titolo azionario diventa ex-dividendo nella data in cui il venditore ha diritto a ricevere il dividendo; nella prassi di molti mercati borsistici, i titoli sono negoziati ex-dividendo a partire dai due giorni antecedenti la data di registrazione.
- 4 *Data di pagamento.* Gli importi dei dividendi sono accreditati agli azionisti registrati.

IL METODO STANDARD DI DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI

- **Andamento del prezzo azionario intorno alla data di stacco di un dividendo di €1 in contanti**

Caso di mercato perfetto

Data di ex-dividendo



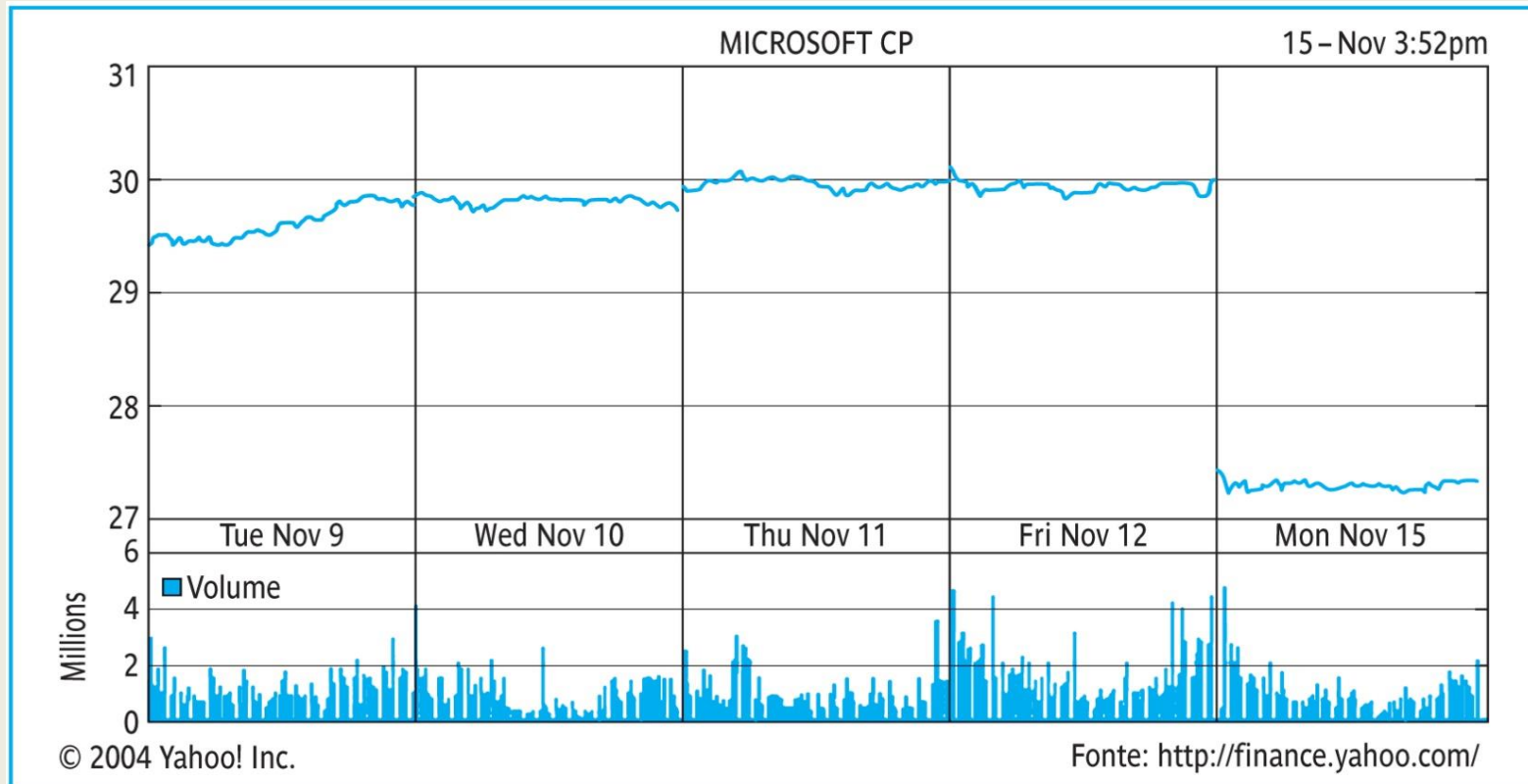
In un mondo privo di imposte, il prezzo azionario diminuisce nella data di ex-dividendo (tempo 0) di un importo pari a quello del dividendo. Se quest'ultimo è di € 1 per azione, il prezzo sarà pari a P nella data di ex-dividendo.

Prima della data di ex-dividendo (-1)
Nella data di ex-dividendo (0)

Prezzo = € $(P + 1)$
Prezzo = € P

IL METODO STANDARD DI DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI

- **Impatto del pagamento di un maxi dividendo sul prezzo delle azioni Microsoft**



UN ESEMPIO DELL'IRRILEVANZA DELLA POLITICA DEI DIVIDENDI

- **La politica corrente: i dividendi sono uguali ai flussi di cassa**

Attualmente i dividendi (Div) sono costantemente uguali al *cash flow* di €10.000, per due periodi. Ci sono 1.000 azioni in circolazione.

$$\begin{aligned} V_0 &= \text{Div}_0 + \text{Div}_1 / (1 + R_E) \\ &= €10.000 + €10.000/1,1 = €19.090,91 \end{aligned}$$

$$P = €10 + €10 / 1,1 = \underline{€19,09}$$

UN ESEMPIO DELL'IRRILEVANZA DELLA POLITICA DEI DIVIDENDI

□ La politica alternativa: il primo dividendo supera il flusso di cassa

- L'impresa paga dividendi per un totale di €11.000. Poiché la disponibilità di cassa è di soli €10.000, gli altri €1.000 devono essere raccolti. Supponete che vengano emesse delle azioni e che i nuovi azionisti desiderino alla data 1 un *cash flow* sufficiente a ottenere il rendimento del 10% che pretendono sull'investimento effettuato alla data 0. I nuovi azionisti pretenderanno un *cash flow* di €1.100 alla data 1, lasciando solo €8.900 ai vecchi azionisti.
- I dividendi corrisposti ai vecchi azionisti saranno questi:

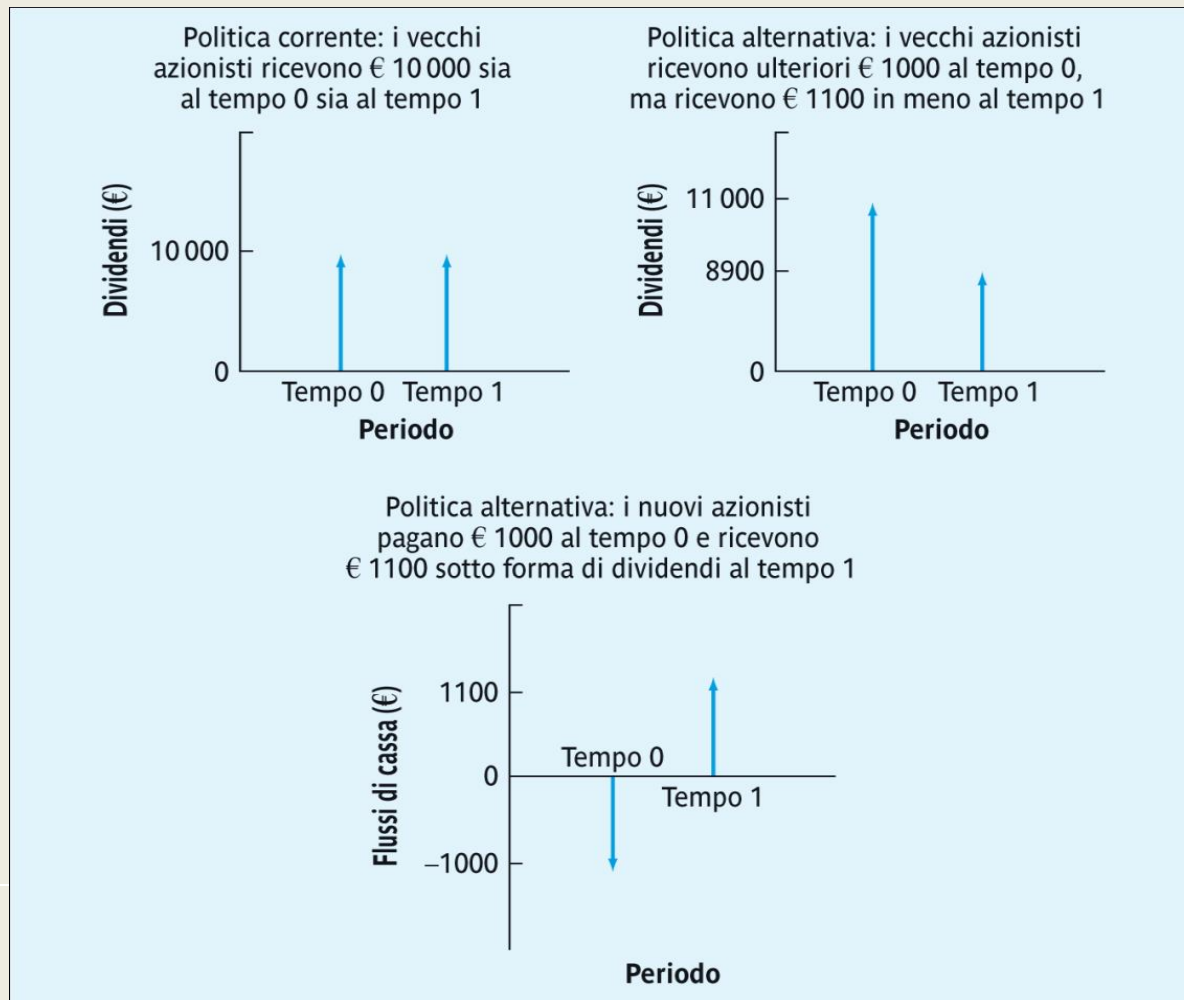
	Tempo 0 (€)	Tempo 1 (€)
Dividendi aggregati ai vecchi azionisti	11000	8900
Dividendi per azione	11.00	8.90

Il valore attuale dei dividendi per azione è perciò:

$$\text{€}11 + \text{€}8,90 / 1,1 = \underline{\text{€}19,09}$$

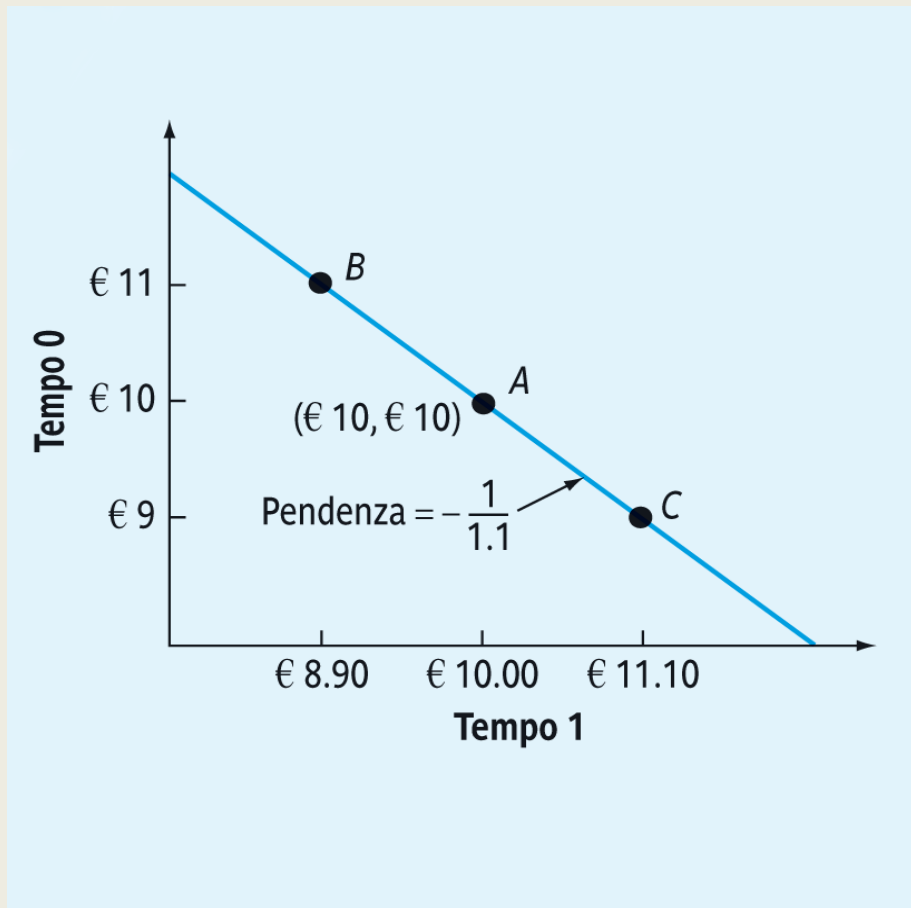
UN ESEMPIO DELL'IRRILEVANZA DELLA POLITICA DEI DIVIDENDI

Politiche dei dividendi: corrente vs alternativa



UN ESEMPIO DELL'IRRILEVANZA DELLA POLITICA DEI DIVIDENDI

- La “costruzione in proprio” dei dividendi: *trade-off* tra dividendi in $t=0$ e quelli in $t=1$



- Esempio di come:
- i manager possono cambiare la politica dei dividendi;
 - gli investitori possono cambiare la politica dei dividendi

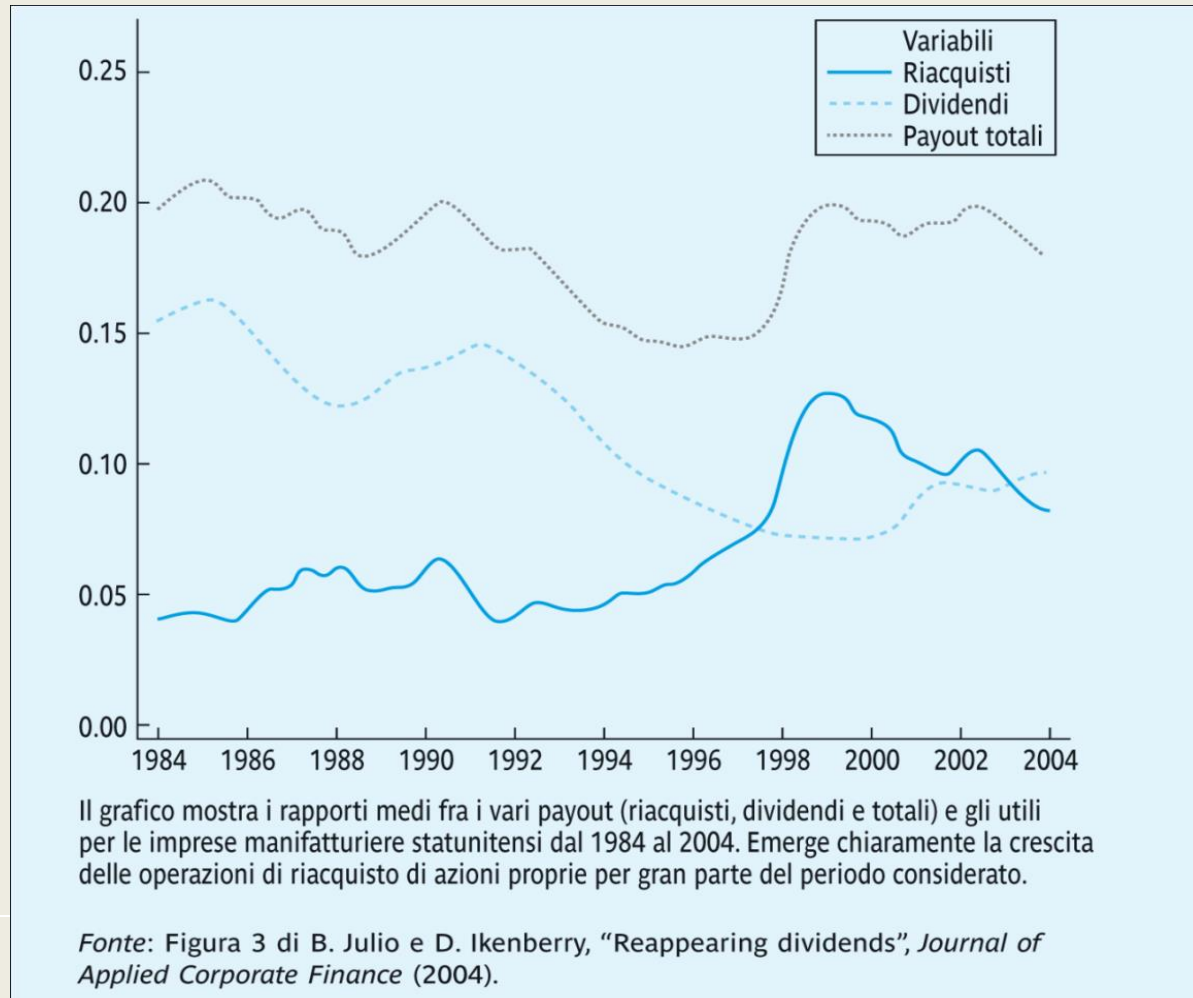
UN ESEMPIO DELL'IRRILEVANZA DELLA POLITICA DEI DIVIDENDI

□ Alcune considerazioni

- I dividendi sono importanti e gli investitori preferiscono ricevere elevati dividendi se il loro livello non muta in tutte le altre date.
- La politica dei dividendi è irrilevante ovvero costituisce un *trade-off* della distribuzione dei dividendi tra una data e l'altra.
- Le imprese non dovrebbero mai rinunciare a un progetto con VAN positivo per incrementare i dividendi (o per iniziare a distribuirli).

IL RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE

□ Dinamica dei rapporti tra varie modalità di *payout* e utili



IL RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE

- ❑ Anziché distribuire dividendi, un'impresa potrebbe utilizzare la liquidità in eccesso per riacquistare una percentuale di azioni proprie (*buyback*).

Tre differenti modalità:

- l'impresa acquista le azioni alla stessa maniera in cui lo farebbe qualunque individuo che volesse investire in un titolo;
- l'impresa organizza un'offerta pubblica di acquisto e annuncia ai suoi azionisti che vuole comprare un certo numero di azioni a un determinato prezzo;
- l'impresa riacquista le azioni negoziando direttamente con i singoli azionisti.

IL RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE

□ Dividendi vs riacquisto di azioni proprie: un esempio

	Per l'intera impresa (€)	Per azione (€)
Dividendo straordinario		(100 000 azioni in circolazione)
Dividendo proposto	300 000	3.00
Utili annui previsti dopo il dividendo	450 000	4.50
Valore di mercato delle azioni dopo il dividendo	2 700 000	27.00
Riacquisto		(90 000 azioni in circolazione)
Utili annui previsti dopo il riacquisto	450 000	5.00
Valore di mercato delle azioni dopo il riacquisto	2 700 000	30.00

Con i dividendi, ogni azionista possiede un'azione che vale €27 e riceve €3 di dividendi, per cui il valore totale è €30. Questa cifra coincide sia con la somma ricevuta dagli azionisti che vendono all'impresa le loro azioni sia con il valore dell'*equity* per gli azionisti restanti dopo il riacquisto

IL RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE

□ Dividendi vs riacquisto di azioni: i fattori reali

- Flessibilità (imprese con flussi di cassa stabilmente elevati preferiscono distribuire dividendi; imprese con elevati flussi temporanei preferiscono il riacquisto delle azioni)
- Remunerazione dei managers (es. caso delle *stock option*)
- Compensazione della diluizione (mediante riacquisto di azioni proprie)
- Sottovalutazione (se un'impresa si ritiene sottovalutata riacquista azioni proprie)
- Imposte (il *buyback* presenta maggiori vantaggi fiscali)

IMPOSTE PERSONALI E DIVIDENDI

□ **Imprese senza liquidità sufficiente a distribuire dividendi**

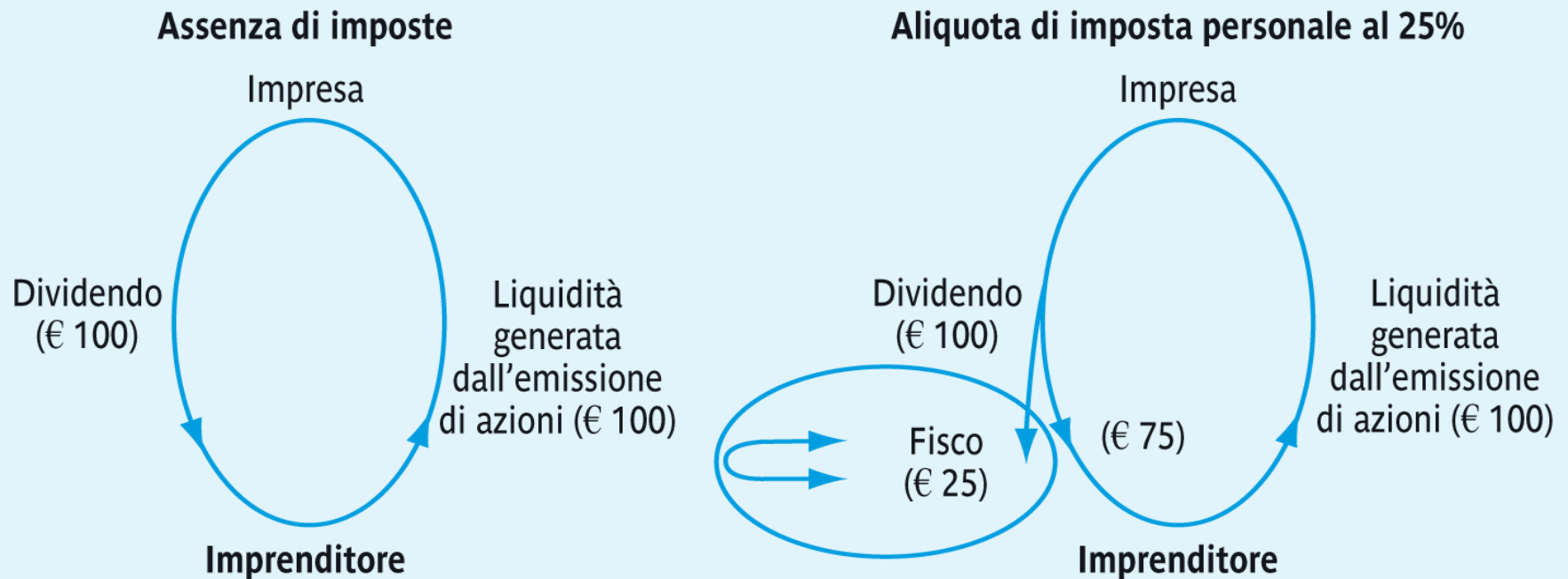
In questo caso l'impresa dovrebbe emettere debito o *equity*.

Se si emettono azioni, in assenza di imposte, l'investitore che le acquista non guadagna né perde poiché subito riceve un pari ammontare in forma di dividendi e ne risulterebbe una compravendita fittizia (*wash transaction*).

In presenza di imposte, invece, una percentuale del dividendo finirà nelle mani del Fisco e dunque non risulterebbe conveniente una politica di dividendi elevati.

IMPOSTE PERSONALI E DIVIDENDI

□ Emissione di azioni per pagare dividendi



In assenza di imposte, l'imprenditore riceve, sotto forma di dividendo, l'importo di € 100 che aveva fornito all'impresa per acquistare le azioni. L'intera operazione è una compravendita fittizia (*wash transaction*); in altre parole, non ha alcun effetto economico. In presenza di imposte, all'imprenditore andranno ancora € 100 di dividendo, ma € 25 finiranno in tasse. Quando un'impresa emette azioni per pagare un dividendo, l'imprenditore perde e il Fisco vince.

IMPOSTE PERSONALI E DIVIDENDI

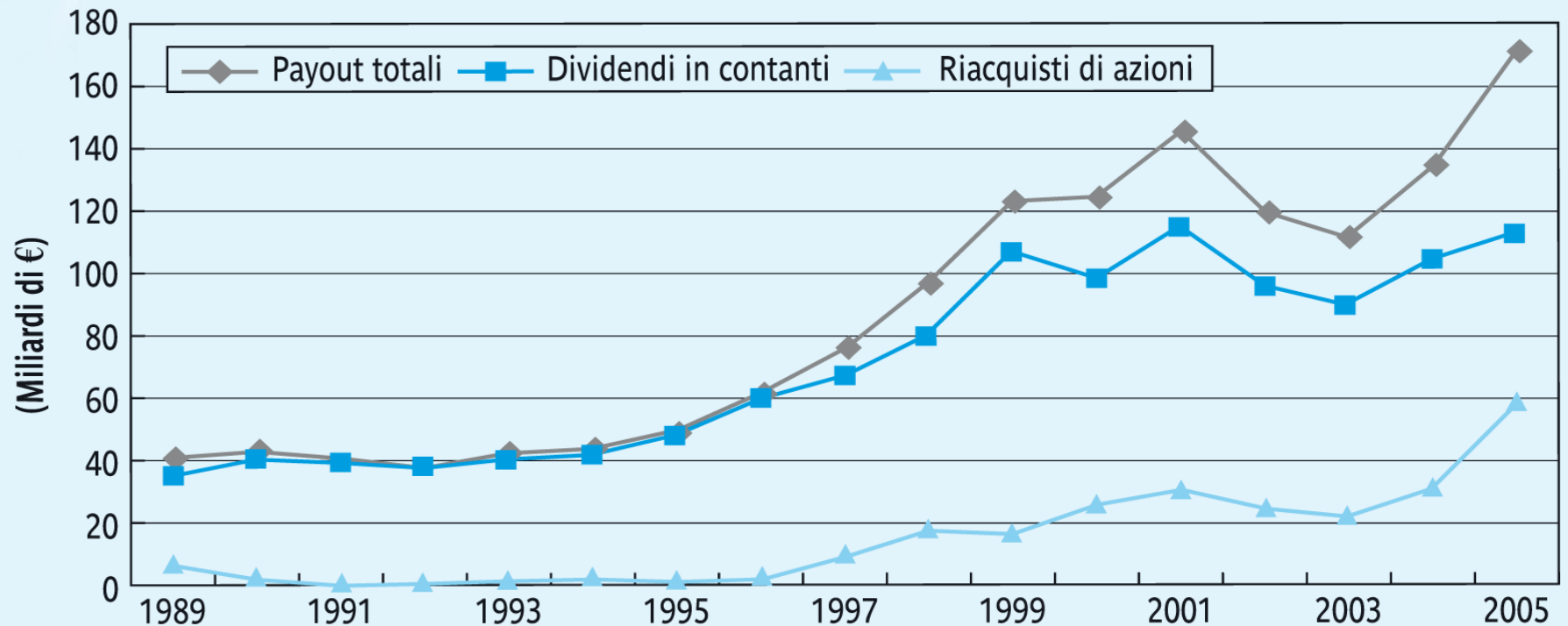
□ **Imprese con liquidità sufficiente a distribuire dividendi**

In presenza di liquidità le alternative alla distribuzione di dividendi sono:

- selezionare ulteriori progetti di *capital budgeting*;
- acquistare altre società;
- acquistare attività finanziarie;
- riacquistare azioni proprie.

POLITICA DEI DIVIDENDI

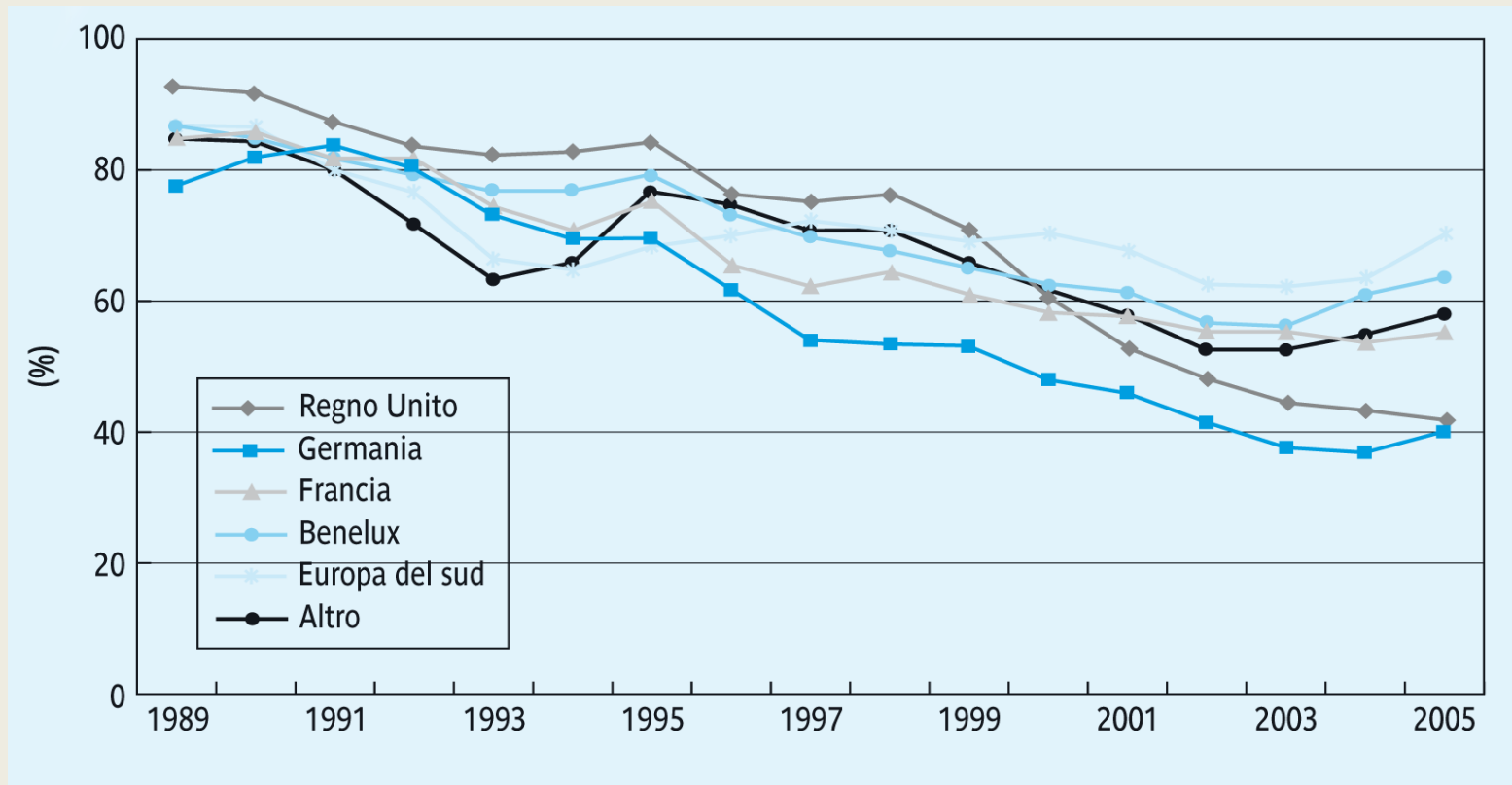
□ L'ammontare dei dividendi erogati dalle imprese è ingente



Fonte: Figura 4 di H. von Eije e W. Megginson, "Dividends and share repurchases in the European Union", *Journal of Financial Economics* (2008).

POLITICA DEI DIVIDENDI

□ Le imprese che distribuiscono dividendi sono sempre meno



Fonte: Figura 3 di H. von Eije e W. Megginson, "Dividends and share repurchases in the European Union", *Journal of Financial Economics* (2008).

POLITICA DEI DIVIDENDI

□ Pro e contro nella distribuzione dei dividendi

Pro	Contro
<p>1 I dividendi possono attrarre gli investitori desiderosi di flussi di cassa costanti, ma che non vogliono sostenere i costi di transazione derivanti dalla vendita periodica di quote dei propri titoli azionari.</p>	<p>1 I dividendi sono tassati come reddito ordinario.</p>
<p>2 La finanza comportamentale afferma che gli individui con un autocontrollo limitato possono soddisfare le esigenze di consumo immediato investendo in azioni con dividendo elevato e attenendosi a una regola del tipo "mai attingere al capitale iniziale".</p>	<p>2 I dividendi possono ridurre le fonti interne di finanziamento. I dividendi possono costringere l'impresa a rinunciare a progetti con VAN positivo o a finanziarli tramite costose emissioni di azioni.</p>
<p>3 I manager, agendo nell'interesse degli azionisti, possono pagare dividendi per sottrarre liquidità agli obbligazionisti.</p>	<p>3 Una volta raggiunto un certo livello, è difficile tagliare il dividendo senza incorrere in una riduzione del prezzo delle azioni.</p>
<p>4 Il Consiglio di Amministrazione, agendo nell'interesse degli azionisti, può usare i dividendi per ridurre la liquidità a disposizione dei manager che tendono a sprecare risorse aziendali.</p>	
<p>5 I manager possono incrementare i dividendi per segnalare il loro ottimismo circa i flussi di cassa futuri dell'impresa.</p>	