



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"MARCO FANNO"

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA

Prova Finale

LA POLITICA DEI DIVIDENDI NELLE BANCHE: ALCUNE
EVIDENZE EMPIRICHE

DIVIDEND POLICY IN BANKS: EMPIRICAL EVIDENCES

Relatore:

PROF. FABRIZI MICHELE

Laureanda: DEMIRAJ FABIANA

Matricola n. 1113033

Anno Accademico 2017 – 2018

Sommario

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1 – BASI TEORICHE	5
1.1 Dividendi	5
1.2 Riacquisto di azioni	9
1.3 Confronto tra dividendi e riacquisto di azioni in Europa	14
1.4 Teoria dell'irrelevanza dei dividendi di Modigliani e Miller	18
1.4.1 Introduzione.....	18
1.4.2 Teoria di Modigliani e Miller.....	18
1.4 L'impatto delle imperfezioni di mercato	22
1.5.1 Tasse.....	22
1.5.2 Effetto clientela.....	24
CAPITOLO 2 – APPLICAZIONE: POLITICA DEI DIVIDENDI NELLE BANCHE	26
2.1 Criterio di selezione	26
2.2 Dati	27
2.2.1 Intesa Sanpaolo.....	27
2.2.2 Unicredit.....	32
2.2.3 Mediobanca.....	37
CAPITOLO 3 – CONCLUSIONI	40
BIBLIOGRAFIA	44

INTRODUZIONE

**“The harder we look at the dividend picture,
the more it seems like a puzzle, with pieces that just don’t fit together.”**

Fischer Black, 1976

Se guardiamo alla definizione che un dizionario può darci per il termine “dividendo” troviamo che esso è la quota dell’utile annuo che una società distribuisce ai suoi azionisti. (lo Zingarelli minore)

A prima vista sembra un concetto molto semplice e lineare; chi investe dei soldi in una società si aspetta un ritorno, un guadagno dal suo investimento e il modo più immediata di fare questo è ricevere ogni anno, ogni semestre o trimestre una parte degli utili aziendali tramite i dividendi. Tuttavia, se ci fermiamo ad analizzare il fenomeno un po’ più a fondo è facile accorgersi che quello dei dividendi non è un meccanismo lineare e scontato ma che anzi, si tratta di una scelta molto delicata che coinvolge diverse dimensioni aziendali, da quella finanziaria a quella informativa fino alle decisioni future di investimento ed esiste una gamma così vasta di fattori che influenzano la scelta da spingerci a parlare di una vera e propria politica dei dividendi che il board di ogni azienda decide di seguire nel corso degli anni.

Modigliani e Miller (1961) nel loro articolo “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares” sostengono l’irrelevanza della politica dei dividendi affermando che quest’ultima “non ha alcun effetto sul prezzo iniziale delle azioni.” (Modigliani e Miller, 1961)

Secondo Modigliani e Miller, il valore di un’impresa è dato dai suoi flussi di cassa; se questo può essere considerato vero nel mercato dei capitali perfetto che loro ipotizzavano, nella realtà le aziende non operano in un contesto tale, anzi, sono proprio le imperfezioni di mercato ad influenzare in modo decisivo le loro scelte. (Berk e DeMarzo, 2015)

Lo scopo di questa tesi è far vedere come le imperfezioni di mercato quali imposte, costi di transazione e asimmetrie informative influenzano la politica dei dividendi scelta dalle aziende; analizzare perché quindi alcune imprese distribuiscono dividendi mentre altre ricorrono al riacquisto di azioni e quali sono i vantaggi fiscali e non di queste scelte.

Dopo un primo capitolo di introduzione dell’argomento in maniera teorica nel secondo capitolo vedremo in concreto le strategie adottate da alcune banche italiane negli anni dal 2009 al 2017 per vedere l’impatto della crisi sulla loro politica dei dividendi e la sua evoluzione nel tempo.

CAPITOLO 1 – BASI TEORICHE

1.1 Dividendi

Quando un investitore decide di investire il suo denaro nelle azioni di una determinata azienda il rendimento ottenibile da tale investimento può avere due forme: i dividendi ricevuti regolarmente se detiene l'azione oppure il capital gain se decide di vendere l'azione. Il capital gain può essere definito in prima istanza come la differenza tra il prezzo di acquisto iniziale e il prezzo di vendita. (De Luca, 2008)

In questo momento poniamo invece la nostra attenzione sui dividendi.

I dividendi sono la parte di utile realizzato risultante alla fine del periodo dal bilancio ed è in questo momento che di fronte all'assemblea degli azionisti si prospettano diverse alternative riguardo il suo futuro utilizzo. La prima decisione che i manager devono prendere è se sia più opportuno trattenere gli utili in azienda o distribuirli agli azionisti. Le ragioni per trattenere gli utili in azienda sono essenzialmente per reinvestire il denaro in altri progetti a VAN positivo che ne aumenteranno il valore o per accrescere le riserve e così acquisire maggiore stabilità. Se invece il management decide di distribuire questi utili allora anche in questo caso principalmente due sono le alternative: riacquistare azioni o distribuire dividendi agli azionisti. (Berk e DeMarzo, 2015)

Schematizzando:

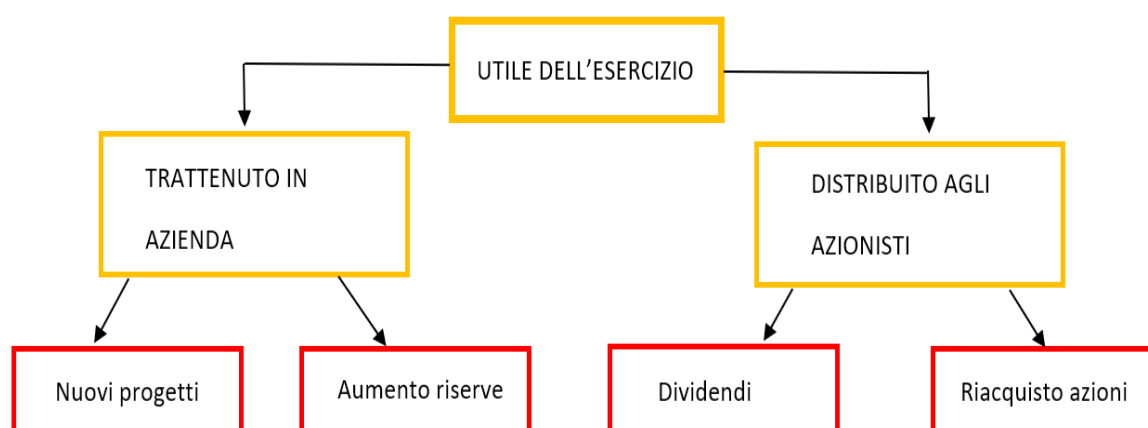


Figure 1 - Destinazione dell'utile
Fonte: Berk e DeMarzo, 2015. Elaborazione propria.

Un'azienda ha a disposizione diversi modi per ripagare i propri investitori ma in generale si possono individuare tre grandi categorie: dividendi in contanti, dividendi in azioni e riacquisto di azioni.

La prima categoria sono i più comuni **dividendi in contanti** detti anche *cash dividend* che possono essere dividendi ordinari o straordinari. La differenza tra i due è che i dividendi ordinari sono generalmente di un ammontare ridotto ma regolari nel tempo mentre quelli straordinari vengono decisi in occasioni speciali dal consiglio e pagati in aggiunta a quelli ordinari. I cosiddetti *special dividend*, i dividendi straordinari, provengono da riserve distribuibili e sono di un ammontare molto più elevato perché vengono spesso usati per dare dei segnali positivi al mercato. Infine, meno comuni tra la tipologia dei cash dividend, sono i *dividendi di liquidazione*, cioè una somma che viene liquidata agli azionisti quando l'azienda si trova costretta a vendere una buona parte dei suoi asset o a cessare l'attività. Questo tipo di dividendi occorre solo in occasioni speciali, ha un trattamento fiscale diverso rispetto agli altri due e non sarà compreso nelle nostre analisi.

Una seconda categoria sono i **dividendi in azioni** chiamati *stock dividend* e occorrono quando le aziende, per remunerare i loro azionisti, emettono azioni supplementari piuttosto che corrispondere dei pagamenti. Questo tipo di dividendi sono molto comuni quando l'azienda si trova in una situazione di scarsa liquidità. L'emissione di azioni aggiuntive ha come conseguenza però una diminuzione del prezzo azionario unitario.

L'ultima categoria è il **riacquisto di azioni** dove il guadagno degli investitori risiede nella differenza tra il prezzo di acquisto ed il prezzo di vendita. (Damodaran, 2006)

Concentrandoci sui dividendi in contanti, esistono diversi modi di misurarne la quantità distribuita da un'impresa ma gli indicatori più utilizzati sono il **tasso di dividendo** detto *dividend yield* e il **rapporto di distribuzione degli utili** detto *payout ratio*. (idem)

- Tasso di dividendo = $\frac{\text{dividendo per azione}}{\text{prezzo per azione}}$
- Rapporto di distribuzione degli utili = $\frac{\text{dividendi}}{\text{utili}}$

In generale, quando parliamo di dividendi ci sono diverse date da tenere presente.

Prima tra tutte la **data di annuncio**, cioè il giorno in cui il consiglio di amministrazione della società si riunisce in assemblea ordinaria per autorizzare i dividendi. Con questa deliberazione la società si obbliga al pagamento dei dividendi che avverrà però in un momento successivo, denominato **data di pagamento**. Tra la data di annuncio e la data di pagamento troviamo la *ex*

dividend date e la *holder of record date*. La *holder of record date* significa **data di registrazione** ed è il momento in cui l'azienda stila una lista degli azionisti registrati presso MonteTitoli entro quel giorno perché solo loro avranno diritto a ricevere il dividendo. Gli azionisti che invece acquistano l'azione nella *ex dividend date* o dopo, in italiano **data di stacco**, non avranno diritto al dividendo ed il prezzo dell'azione calerà di conseguenza. (idem)

Nella tabella 1 sottostante viene riportato un esempio per chiarire i passaggi.

Data di annuncio	Data di stacco	Data di registrazione	Data di pagamento
Il consiglio di amministrazione della società "X" delibera un dividendo di 0.5€ per azione	Chi acquista il titolo in o dopo questa data non riceve il dividendo	Gli azionisti registrati in questa data ricevono il dividendo	Gli azionisti aventi diritto ricevono il dividendo stabilito
20 aprile 2014	15 giugno 2014	17 giugno 2014	2 luglio 2014

Tabella 1 – Date rilevanti per i dividendi

Fonte: Berk e DeMarzo, 2015. Elaborazione propria

Nel corso degli anni sono stati effettuati numerosi studi empirici sui dividendi che sono giunti a delle considerazioni interessanti. Prime tra tutte sono le considerazioni emerse dagli studi svolti da John Lintner (1956) negli anni '50. Nel suo lavoro egli inizialmente analizza le informazioni disponibili per 600 aziende e in un secondo momento tra queste ne seleziona 28 creando un campione molto eterogeneo per un'analisi più dettagliata che considera i dividendi distribuiti nel quinquennio che va dal 1947 al 1953. Per studiare queste aziende egli individua 15 caratteristiche che sembrano influenzare la loro politica dei dividendi e si avvale sia di analisi basate sulle informazioni da loro pubblicate annualmente sia di interviste fatte ad un numero variabile da 2 a 5 manager e direttori per ogni azienda. Lintner prende inoltre in considerazione fatti esterni ed accadimenti che possono aver influenzato, nel corso di questi anni, eventuali cambiamenti della politica dei dividendi delle aziende.

La conclusione principale a cui è giunto lo studioso è stata che i dividendi seguono in modo ritardato l'andamento dell'utile: più precisamente le imprese stabiliscono un tasso di distribuzione dei dividendi che sarà il loro tasso obiettivo di lungo periodo ed adottano nel corso degli anni successivi una politica di progressivo adattamento dei dividendi distribuiti aumentandoli solo quando sono abbastanza sicure di poter sostenere un livello più elevato anche in futuro. La conseguenza di questo comportamento è una progressiva stabilizzazione della politica dei dividendi. (Lintner, 1956)

Dall'analisi di Lintner emerge che, data la difficoltà ad individuare una ragione che rendesse favorevoli gli investitori ad un cambio della politica di remunerazione degli investitori, i manager diventano sempre più disincentivati a tagliare i dividendi sotto le aspettative degli azionisti, anche in corrispondenza di un calo degli utili dal momento che le reazioni degli azionisti in queste situazioni in passato erano state così vigorose da essere state un efficace “burr under the saddle” per tutti. Il continuo tentativo di evitare cambiamenti sbagliati nel tasso di distribuzione si traduce in una mentalità conservatrice e nello svilupparsi contribuisce all'instaurarsi di schemi comportamentali sempre uguali quando si tratta di decidere il dividend payout ratio annuale. Ogni ragione che avrebbe portato a un cambio del tasso esistente doveva essere contemporaneamente prudente, facilmente comprensibile e dotata di una qualche caratteristica che la rendesse molto motivante ed appetibile per gli azionisti e per il mercato in generale. Risulta chiaro che una politica dei dividendi basata su una variabile diversa dall'utile non sarebbe stata gradita perché di più difficile comprensione. (idem)

Lintner (1956) nel suo articolo afferma che:

“Earnings were always present as a major factor and most generally dominated the decision whether or not to change the rate, even when the discussions ranged over a number of other considerations.” (Lintner, 1956 p. 102)

Il modello sviluppato da Lintner che stima la variazione dei dividendi tra un anno e l'altro è stato formalizzato nella seguente equazione:

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i (D^*_{it} - D_{i(t-1)}) + u_{it}$$

dove:

- D_t e D_{t-1} sono i dividendi pagati negli anni indicati da t
- i serve per individuare le diverse aziende del campione
- D^*_{it} indica i dividendi che l'azienda avrebbe pagato se i suoi dividendi fossero stati basati solo su un tasso di distribuzione fisso applicato al profitto dell'anno
- C_i indica la differenza tra D^*_{it} e il pagamento effettivamente effettuato
- a è una costante che assume valore zero per alcune aziende ma che generalmente ha valore positivo per riflettere la riluttanza a diminuire i dividendi
- U_{it} rappresenta la dipendenza tra il cambiamento osservato ΔD_{it} e quello atteso basandosi sugli altri elementi dell'equazione.

Il modello di Lintner spiegava circa l'85% delle variazioni nei dividendi osservate nelle aziende studiate e le sue conclusioni, considerate ancora valide dopo 50 anni, sono state confermate anche da altri studiosi come F. Fama e H. Babiak (1968).

1.2 Riacquisto di azioni

I dividendi non sono l'unico modo in cui un'azienda può distribuire liquidità ai suoi investitori anche se fino agli anni 80 è stato quello più utilizzato. (Berk e DeMarzo, 2015)

Un'altra modalità molto comune è quella che utilizza il riacquisto di azioni, detta anche *buyback*. Il riacquisto di azioni è un'operazione con cui l'azienda usa la propria liquidità proveniente da varie fonti (cassa, riserve, prestiti, etc) per ricomprare le sue stesse azioni. Questa operazione di riacquisto può essere messa in atto in tre diversi modi e la scelta di uno di questi contemporaneamente dipendere e va ad influenzare l'obiettivo per cui si sta effettuando il riacquisto. (idem)

Il primo metodo è il **riacquisto sul libero mercato** detto *open market share repurchase*. Esso rappresenta circa il 95% delle operazioni di riacquisto effettuate delle imprese. In questo caso la società si comporta come un qualsiasi altro investitore annunciando prima il suo piano di riacquisto e poi gradualmente mettendolo in atto. Questo annuncio può avere come effetto negativo l'aumento del prezzo dell'azione quando il mercato viene a conoscenza del fatto che l'azienda ha intenzione di mettere in atto un'operazione di buyback. La società non è obbligata ad acquistare subito le azioni e nemmeno a riscattare tutto l'ammontare che aveva dichiarato in un primo momento; l'unica cosa a cui deve prestare attenzione è a non mettere in atto piani con lo scopo di influenzare volontariamente il prezzo di mercato. (idem)

Questa modalità viene disciplinata anche dal Codice Civile, il quale afferma che:

“La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato.

Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate.

L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo.

In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate .”¹

Le altre due modalità, che sono però meno comuni, sono l'offerta di acquisto e il riacquisto mirato.

¹ Codice civile, Libro V, art. 2357

La *tender offer* ossia l'**offerta di acquisto** viene fatta direttamente ai propri azionisti. In questo caso la società comunica la sua disponibilità a comprare le azioni ad un prezzo fisso, *fixed price*, generalmente del 10-20% più alto di quello presente sul mercato in quel momento. Questa offerta di solito dura per un periodo limitato di tempo e se non vi è un'adesione sufficiente da parte degli azionisti il riacquisto non ha luogo. Un metodo simile è l'asta olandese, *dutch auction tender offer*, dove non vi è un unico prezzo proposto ma una serie di prezzi e gli investitori possono scegliere a quale di essi sono disposti a vendere le loro azioni; tra tutti questi l'impresa alla fine pagherà il prezzo più basso che le permette di ricomprare il numero di azioni che si era prefissata. (Berk e DeMarzo, 2015)

L'ultima modalità, che è il **riacquisto mirato**, avviene quando l'acquirente è un azionista determinato, di solito di maggioranza, ed il prezzo viene negoziato direttamente tra le parti coinvolte. "Un riacquisto mirato può avvenire se gli azionisti di maggioranza desiderano vendere un gran numero di azioni ma il mercato azionario non è sufficientemente liquido da sostenere operazioni di così larga scala senza influenzare fortemente il prezzo." (Berk e DeMarzo, 2015 p. 625).

Il riacquisto mirato può essere utilizzato anche per un'operazione di *greenmail* quando un azionista in particolare possiede un pacchetto azionario di così notevole entità da costituire una minaccia per la società per vari motivi: in questa situazione la società si offre di pagare le sue azioni ad un prezzo più elevato per ridurne il potere. Dopo il riacquisto la società può eliminare le azioni e quindi aumentare la sua quota di controllo e ridurre il numero di shareholders. (idem) Questa ultima modalità tuttavia, non è consentita nella legislazione di tutti i paesi. In Italia il riacquisto delle azioni da parte delle aziende quotate è soggetto alla disciplina del Testo Unico della Finanza e del Regolamento emittenti; quest'ultimo regolamento all'articolo 144-bis precisa che le società quotate nel nostro paese possono mettere in atto solo operazioni di riacquisto sul libero mercato o offerte di acquisto. (Avallone, 2013)

Vengono impedito le operazioni di riacquisto mirato per cercare di assicurare una parità di trattamento tra gli investitori come viene esplicitato nell'articolo 132 del TUF:

"Gli acquisti di azioni proprie, operati ai sensi degli articoli 2357 e 2357-bis, primo comma, numero 1, del codice civile, da società con azioni quotate, devono essere effettuati in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo modalità stabilite dalla Consob con proprio regolamento."²

² Dlgs. 24 febbraio 1998, n. 58 aggiornato con le modifiche del Dlgs.21 maggio 2018, n.68

La tabella 1 sottostante³ mostra il numero di riacquisti negli Stati Uniti e il loro valore in dollari per il periodo dal 1980 al 1999.

Year	Dutch Auctions		Tender Offers		Open Market	
	Cases	Dollars (millions)	Cases	Dollars (millions)	Cases	Dollars (millions)
1980	—	—	1	5	86	1,429
1981	—	—	44	1,329	95	3,013
1982	—	—	40	1,164	129	3,112
1983	—	—	40	1,352	53	2,278
1984	1	9	67	10,517	236	14,910
1985	6	1,123	36	13,352	159	22,786
1986	11	2,332	20	5,492	219	28,417
1987 ^a	9	1,502	42	4,764	132	34,787
1988	21	7,695	32	3,826	276	33,150
1989	22	5,044	49	1,939	499	62,873
1990	10	1,933	41	3,463	778	39,733
1991	4	739	51	4,715	282	16,139
1992	7	1,638	37	1,488	447	32,635
1993	5	1,291	51	1,094	461	35,000
1994	10	925	52	2,796	824	71,036
1995	8	969	40	542	851	81,591
1996	22	2,774	37	2,562	1,111	157,917
1997	30	5,442	35	2,552	967	163,688
1998	20	2,640	13	4,364	1,537	215,012
1999	19	3,817	21	1,790	1,212	137,015

Tabella 1 – Riacquisto di azioni negli Stati Uniti
Fonte: Grullon e Ikenberry, 2000

Sia i dividendi che il riacquisto di azioni modificano il valore di mercato dell'impresa ma in modo diverso: i dividendi modificano il prezzo delle azioni nel giorno di ex dividend mentre il riacquisto va invece a modificare il numero delle azioni in circolazione. (Damodaran, 2006)

Diverse possono essere le motivazioni che stanno alla base della decisione da parte dell'impresa di riacquistare azioni proprie. Come sottolinea Grullon (2000) nel suo articolo, uno dei motivi principali per cui i manager si avvalgono del riacquisto di azioni risiede nel dare un segnale di ottimismo sulle prospettive future dell'azienda. Un altro vantaggio del riacquisto di azioni è il cosiddetto "EPS bump": l'EPS è un indice molto usato dagli operatori di mercato per valutare i loro investimenti ed il riacquisto di azioni da parte dell'azienda ne causa un aumento di valore data la riduzione delle azioni in circolazione che stanno al denominatore di questo indice. (Grullon, 2000)

$$EPS = \frac{\text{Net Income} - \text{Preferred Dividends}}{\text{Weighted Average Shares Outstanding}}$$

Il riacquisto di azioni presenta inoltre degli ulteriori vantaggi se comparato con il pagamento di dividendi. Uno dei casi in cui si predilige il riacquisto di azioni piuttosto che i dividendi ordinari

³ Grullon, G., Ikenberry, D.L., 2000. "What Do We Know About Stock Repurchases?", Journal of Applied Corporate Finance 13(1) (2000): 31-51

è quando la società vuole restituire un ammontare importante di liquidità ai suoi investitori. I dividendi hanno un carattere di regolarità nel tempo e per questo l'impresa deve essere sicura di poter mantenere stabile il suo tasso di payout, dal momento che variazioni continue non sono gradite dagli investitori; proprio per questo motivo il riacquisto è una valida alternativa perché rappresenta una restituzione di denaro unica che gli investitori non si aspettano debba ripetersi nel breve periodo. Il riacquisto presenta inoltre dei vantaggi se paragonati ai dividendi straordinari perché è più flessibile e può essere effettuato in un tempo maggiore o non essere effettuato del tutto rispetto a quanto originariamente pianificato. (Damodaran, 2006)

I fattori che un'azienda prende in considerazione quando deve decidere tra un aumento dei dividendi e il riacquisto delle azioni sono stati indagati anche dall'economista Bartov (Bartov et al, 1998): l'autore attraverso il suo modello cerca di verificare tre fattori che ritiene essere i migliori candidati per spiegare questa scelta.

Il primo fattore è la **sottovalutazione dell'azienda**. I manager, essendo presenti internamente ed avendo accesso ad una maggiore quantità di informazioni, hanno una conoscenza più completa dell'azienda e nel caso in cui ritengano che il suo valore sia sottovalutato dal mercato potrebbero decidere di ricomprarne le azioni oggi ad un prezzo scontato per aumentarne il valore nel lungo periodo. In un precedente studio Bartov (1991) riporta due interessanti conclusioni a riguardo: vi è spesso una revisione verso l'alto da parte degli analisti delle previsioni sui futuri utili aziendali nell'intorno della data di annuncio del riacquisto ed è presente una correlazione positiva tra la revisione degli utili futuri e l'annuncio del riacquisto.

Un secondo fattore che influenza la scelta è la **compensazione dei manager**. Spesso vengono usate le stock options come mezzo di compensazione per manager e dirigenti ma a differenza del riacquisto di azioni che lascia invariato il loro valore, la distribuzione di dividendi invece lo riduce. Di conseguenza i manager che detengono stock options possono essere più inclini a distribuire denaro agli azionisti tramite un'operazione di riacquisto di azioni piuttosto che tramite un aumento dei dividendi. (Bartov et al, 1998)

Terzo e ultimo fattore è l'**ampiezza delle azioni possedute da investitori istituzionali**. Molti di questi investitori hanno da sempre espresso una preferenza per il riacquisto delle azioni piuttosto che per i dividendi perché ne traggono un vantaggio fiscale. (idem)

Schematicamente quindi le tre ipotesi che Bartov verifica con il suo modello sono:

1. la probabilità che ci sia una distribuzione di cash attraverso un riacquisto di azioni invece che attraverso un aumento dei dividendi è una funzione crescente della sottovalutazione dell'equity.
2. più stock options i manager detengono più è probabile che loro vogliano riacquistare le azioni piuttosto che aumentare i dividendi.
3. la probabilità di distribuire cash attraverso un riacquisto di azioni piuttosto che attraverso i dividendi è una funzione crescente del numero di investitori istituzionali.

Per testare queste tre ipotesi è stato usato un modello di 150 aziende che hanno annunciato la loro intenzione di riacquistare azioni tra il 1986 e il 1992; nel modello ogni azienda che riacquistava azioni veniva combinata con un'azienda dello stesso settore e di dimensioni simili che invece distribuiva dividendi. In conclusione, possiamo affermare che le intuizioni degli autori furono confermate e che la sottovalutazione dell'equity, la presenza di stock options e di investitori istituzionali sono tre determinanti importanti di questa scelta. (idem)

1.3 Confronto tra dividendi e riacquisto di azioni in Europa

Dopo aver esaminato le due modalità attraverso cui le aziende possono remunerare i loro investitori ci fermiamo ora ad analizzare la loro evoluzione storica in Europa. Se per gli Stati Uniti sono presenti numerosi studi a riguardo, molti meno sono quelli che si concentrano sull'Europa, in parte anche per la difficoltà a reperire dati globali e confrontabili per il periodo precedente al 1999.

Una valida analisi di cui ci serviremo è quella fatta da Henk von Eije e William L. Megginson (2008) che esaminano i dividendi ed il riacquisto di azioni in 15 stati europei nel periodo dal 1989 al 2005.

L'Europa è un soggetto di studio ideale perché oltre ad essere la seconda economia più grande del mondo, presenta al suo interno un vasto numero di nazioni e quelle selezionate da Eije e Megginson hanno il vantaggio di essere tra loro molto simili economicamente e politicamente ma presentare comunque un sistema di tassazione diverso l'una dall'altra. All'interno del nostro campione inoltre non ci sono solo nazioni in cui vige la civil law ma anche due nazioni con un regime di common law così da poter verificare anche se questo fattore ha influenzato in qualche modo la scelta tra dividendi e riacquisto di azioni nel corso degli anni. Eije e Megginson nel loro studio oltre ad analizzare i dati storici cercano di fare anche il confronto tra i trend europei e quegli degli Stati Uniti e di individuare i fattori determinanti nella scelta. (Eije e Megginson, 2008)

L'anno di inizio delle analisi è stato fissato nel 1989 per due motivi: prima di tutto il 1989 è l'anno in cui è stato approvato a Madrid il Plan Delors, piano formato da diverse fasi per la nascita dell'Unione Europea. Il secondo motivo è di natura più pratica dato che prima di questa data risultava difficile trovare dati che permettessero una comparazione tra i diversi stati in analisi. (idem)

Dopo un'attenta selezione delle aziende, per lo studio si sono utilizzati i dati relativi a 6946 di esse del settore industriale e dei trasporti e il modello finale contiene 60729 osservazioni annuali sui pagamenti da loro effettuati. (idem)

La Figura 1 mostra la distribuzione geografica delle aziende analizzate.

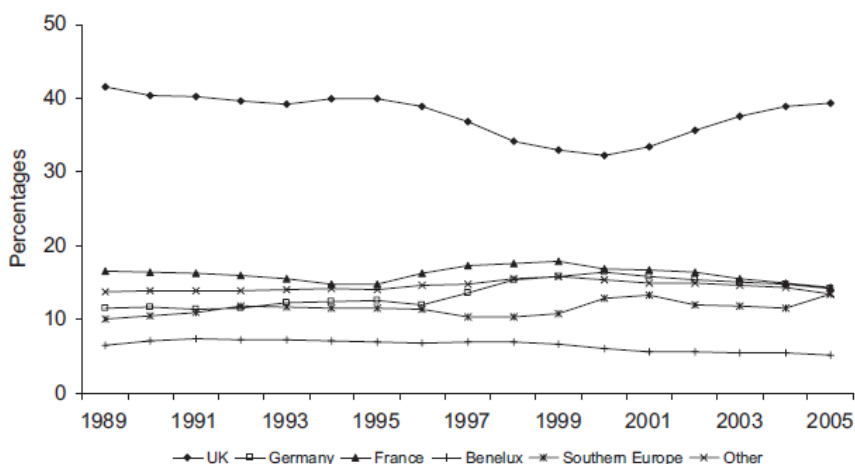


Figura 1 – Distribuzione geografica
 Fonte: Eije e Megginson, 2008

L'analisi di questi dati ha portato a delle notevoli conclusioni che ci aiutano a capire l'evoluzione storica delle preferenze in Europa tra dividendi e riacquisto di azioni.

PRIMA CONCLUSIONE: nei 17 anni analizzati abbiamo una diminuzione della percentuale di aziende che pagano dividendi e un aumento della percentuale di aziende che riacquistano azioni. Per mostrare questo risultato nella Figura 2 è presente una panoramica completa del numero di aziende che pagano dividendi in contanti e quelle che pagano dividendi in altro modo. Sotto la categoria “Did-pay” troviamo invece chi una volta pagava dividendi ma che ha poi interrotto i pagamenti e invece sotto “Never-paid” vengono riunite le aziende che non hanno mai pagato dividendi. Nella figura 2 vediamo anche il numero crescente di aziende che riacquistano azioni. Dalla figura possiamo vedere che la percentuale di aziende europee che pagano dividendi diminuisce dall'88% nel 1989 al 51% in soli 15 anni. Nello stesso grafico poi, se guardiamo alla linea chiamata “repurchasers”, possiamo vedere che il numero di aziende che riacquista le proprie azioni è in aumento. (idem)

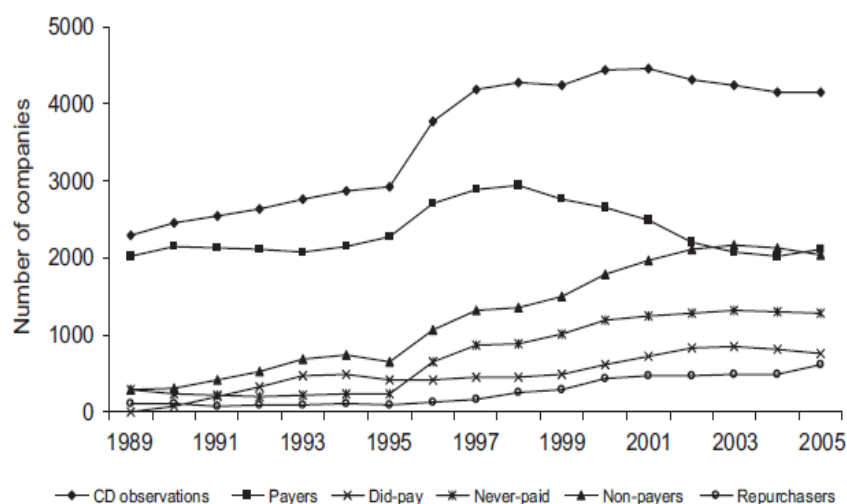


Figura 2 – Modalità di pagamento dei dividendi
Fonte: Eije e Megginson, 2008

SECONDA CONCLUSIONE: dalla Figura 3 si osserva un declino della propensione a pagare ma un aumento dell'ammontare totale dei dividendi pagati e dei riacquisti di azioni.

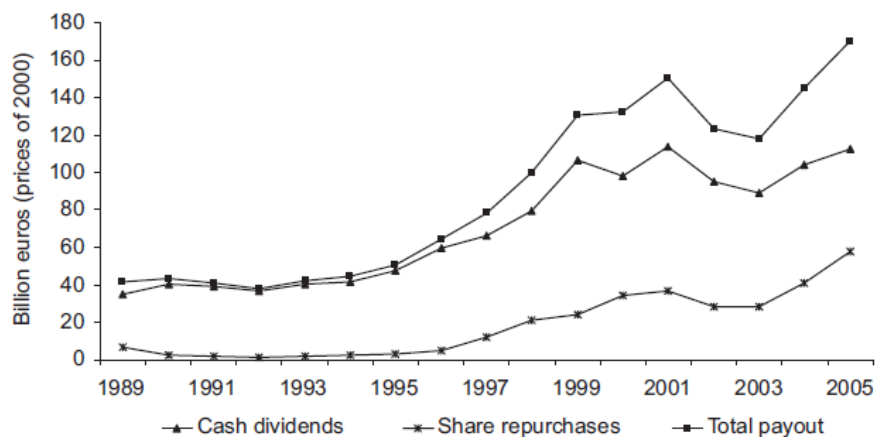


Figura 3 – Dati aggregati
Fonte: Eije e Megginson, 2008

Il denaro totale pagato dalle aziende europee aumenta modestamente da 35 bilioni nel 1989 a 42 bilioni nel 1994 fino a 114 bilioni. Tuttavia, all'interno di questa cifra i dividendi in contanti hanno una caduta a 89 bilioni nel 2003 per tornare poi a 113 bilioni nel 2005. Dal grafico della Figura 4 possiamo notare il netto aumento del riacquisto di azioni dal 1998 dove si aggirava intorno a 20 bilioni circa per arrivare al 2005 con un valore di 58 bilioni. (idem)

TERZA CONCLUSIONE: La frequenza con cui le aziende pubblicano i loro report periodici influisce sulla scelta tra dividendi e riacquisto di azioni aumentando l'ammontare di dividendi pagati e di azioni riacquistate.

Attualmente le grandi aziende quotate devono pubblicare i loro report periodici ogni trimestre ma negli anni precedenti non erano presenti dei vincoli così stretti. Molto spesso la scelta delle aziende è stata quella di fornire informazioni al mercato attraverso bilanci intermedi anche più frequentemente di quanto legalmente richiesto per mostrarsi più trasparenti al mercato e guadagnare così reputazione e fiducia da parte degli investitori riducendo l'asimmetria informativa inevitabilmente presente tra di loro.

Eije e Megginson hanno ritenuto importante includere anche questo dato nella loro analisi e hanno studiato la frequenza di reporting nei 15 stati europei nel periodo 1989-2005.

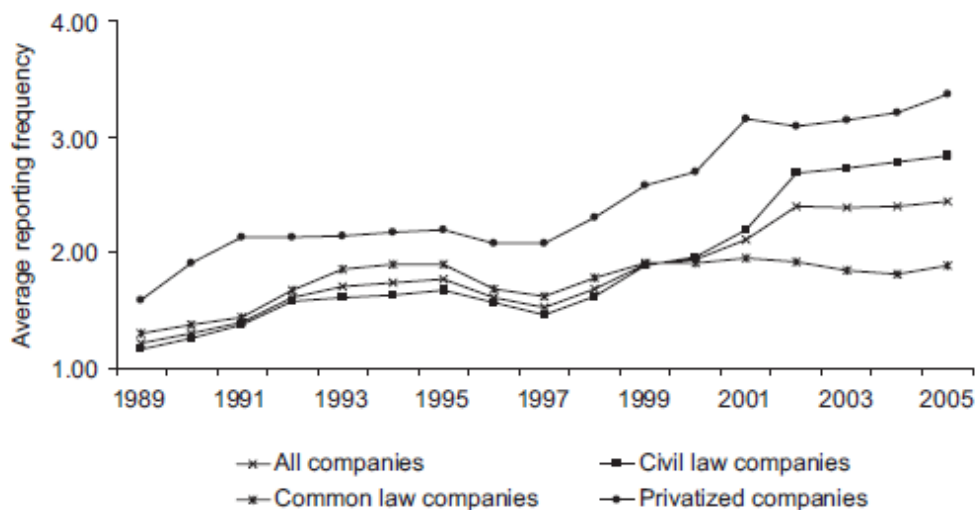


Figura 4 – Frequenza di reporting
Fonte: Eije e Megginson, 2008

La Figura 4 mostra come nel 1989 la frequenza di pubblicazione di informazioni fosse di appena 1.2 volte all'anno per arrivare poi nel 2005 con una frequenza di 2.4 volte. (idem)

Conclusioni

Da tutti i dati raccolti Eije e Megginson concludono che l'evoluzione della scelta tra dividendi ed azioni segue un trend simile tra Stati Uniti ed Europa anche se in quest'ultima il riacquisto di azioni a discapito dei dividendi prende piede alcuni anni più tardi ma con una maggiore rapidità di crescita. L'importanza di questo studio risiede prima di tutto nel fatto che è uno dei pochi a prendere in esame un arco di tempo così ampio e a confrontare dati relativi sia ai dividendi che al riacquisto di azioni. In Europa fattori determinanti sono anche la frequenza di reporting media che raddoppia nei 17 anni di analisi. Inoltre, dato che in Europa sono presenti regimi giuridici diversi abbiamo anche la possibilità di cogliere il fatto che le aziende situate in uno stato di common law sono più propense a pagare dividendi in contanti rispetto a quelle situate in uno stato basato su codici di leggi.

1.4 Teoria dell'irrelevanza dei dividendi di Modigliani e Miller

1.4.1 Introduzione

Dopo queste prime definizioni di dividendi e riacquisto di azioni introduciamo ora la più importante teoria a riguardo e cioè quella esposta da Modigliani e Miller nel loro articolo del 1961 intitolato “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares” per il quale alcuni anni dopo la pubblicazione hanno ricevuto il celebre premio Nobel, Modigliani nel 1985 e Miller nel 1990.

Prima del loro studio altri accademici avevano investigato l'importanza dei dividendi per le aziende ed in particolare ricordiamo il modello di Gordon (1959) secondo cui il valore dell'azienda è dato dalla seguente sommatoria:

$$V_0 = \sum \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

dove:

- V_0 è il valore dell'azienda
- D_t è il dividendo pagato in quel momento
- r_t è il tasso di sconto

Con questo modello egli voleva dimostrare che aumentando i dividendi aumenta il prezzo delle azioni. (idem)

Un altro importante contributo è stato dato da Lintner (1956) che, come abbiamo precedentemente visto, aveva studiato le scelte dei dividendi per un campione di aziende concludendo che il management preferisce mantenere una stabile politica dei dividendi nel corso degli anni.

La portata rivoluzionaria delle conclusioni di Modigliani e Miller risiede proprio nel fatto che con le loro argomentazioni contrastarono tutte le teorie preesistenti, imponendo la loro nuova visione.

1.4.2 Teoria di Modigliani e Miller

Riferendosi alla politica dei dividendi Modigliani e Miller (1961) aprono il loro lavoro dicendo:

“The effect of a firm's dividend policy on the current price of its shares is a matter of considerable importance, not only to the corporate officials who must set the policy, but

to investors planning portfolios and to economists seeking to understand and appraise the functioning of the capital markets.” (Modigliani e Miller, 1961 p. 411)

Data l'importanza che gli studiosi attribuiscono alla politica dei dividendi delle aziende essi hanno deciso di intraprendere questo studio a causa della mancanza di altri lavori in cui venisse fatta un'analisi completa dell'argomento e anche a causa delle numerose conclusioni contraddittorie a cui erano giunti i loro predecessori.

Il soggetto della loro analisi è l'effetto della politica dei dividendi sotto particolari condizioni. Le condizioni da loro selezionate come base per lo sviluppo del loro studio sono tre e molto restrittive: “perfect capital market, rational behavior e perfect certainty”.

Con “**perfect capital market**” si vuole identificare un contesto in cui nessun compratore o venditore abbia una dimensione tale da poter influenzare i prezzi di mercato. Tutti gli agenti hanno un uguale accesso alle informazioni per le quali non incorrono in nessun costo. Inoltre, non sono presenti costi di transazione quando si vende o si compra né tanto meno costi di emissione o tasse.

La seconda condizione che sta alla base del modello è la “**rational behavior**” il che significa che gli investitori razionali preferiscono una condizione di maggiore ricchezza rispetto ad una di minore ricchezza; inoltre essi sono indifferenti tra un pagamento in contanti o un aumento del valore di mercato delle azioni da loro possedute.

La terza assunzione importante è la “**perfect certainty**” il che significa perfetta conoscenza da parte di tutti gli agenti dei programmi di investimento attuali e futuri delle aziende e degli utili previsti. La conseguenza di questa assunzione è che non esiste nessuna asimmetria informativa tra il management e gli investitori e proprio a causa di questa completa garanzia nel mercato esisterà solo un tipo di strumento finanziario. (Baker, 2009)

Con queste premesse il principio di valutazione da loro ipotizzato è il seguente:

“the price of each share must be such that the rate of return (dividends plus capital gains per dollar invested) on every share will be the same throughout the market over any given interval of time.” (Modigliani e Miller, 1961 p. 412)

Il tasso di rendimento, r_e , può essere definito come la somma dei dividendi e del capital gain diviso per il prezzo corrente:

$$r_e = \frac{d_t + p_{t+1} - p_t}{p_t}.$$

Esplicitando p_t dalla formula precedente arriviamo alla seguente forma:

$$p_t = \frac{d_t + p_{t+1}}{1 + r_e}$$

Leggendo questa equazione il prezzo di ogni azione oggi è uguale al dividendo per azione al tempo t sommato al prezzo dell'azione al tempo $t+1$ e tutto attualizzato a $1+r_e$.

Riscrivendo l'equazione in modo da mettere in evidenza il valore dell'azienda abbiamo che:

$$V_t = \frac{D_t + n_t p_{t+1}}{1 + r_e}$$

dove:
 D_t indica i dividendi totali pagati durante il periodo t
 V_t indica il valore dell'azienda al tempo t
 N_t indica il numero di azioni in circolazione al tempo t

Modigliani e Miller rielaborarono poi l'espressione di V_t in funzione di D_t e del valore totale dell'azienda al tempo $t+1$ meno ogni nuova emissione di azioni m_{t+1} moltiplicato per il prezzo dopo il pagamento dei dividendi, p_{t+1} .

$$V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - m_{t+1} p_{t+1}}{1 + r_e}$$

In questa equazione oltre ad r_e ci sono altre 3 variabili che possono influenzare il valore dell'azienda: i dividendi correnti D_t , il valore futuro dell'azienda al tempo $t+1$ ed il valore di ogni nuova emissione di azioni. Modigliani e Miller hanno dimostrato che qualsiasi aumento di D_t necessariamente aumenta anche il fattore $m_{t+1} p_{t+1}$ come possiamo vedere dalla seguente equazioni:

$$m_{t+1} p_{t+1} = I_t - (X_t - D_t)$$

dove:
 I_t è il livello di investimento
 X_t è il profitto totale

Finalmente combinando le due equazioni si arriva a:

$$V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - I_t + X_t - D_t}{1 + r_e} = \frac{V_{t+1} - I_t + X_t}{1 + r_e}$$

Come possiamo vedere dalla formula V_t non dipende affatto dal livello dei dividendi pagati ma al contrario dipende dal livello degli investimenti e dai futuri profitti. (idem)

Nonostante questa evidenza permane comunque la preferenza degli investitori per i dividendi in contanti; per spiegare questo fenomeno Modigliani e Miller usano l'espressione "bird in hand". I dividendi sono un qualcosa di concreto che gli investitori ricevevano regolarmente per

questo appaiono come importanti nell'influenzare il valore dell'impresa. In realtà però gli investitori per soddisfare la loro preferenza di denaro oggi avrebbero semplicemente potuto vendere una parte delle loro azioni e creare così un dividendo fai-da-te. (idem)

Vediamo un'applicazione pratica della loro teoria con un semplice esempio.

L'azienda XYZ ha 200\$ in contanti e 800\$ di asset nel suo bilancio

Stato Patrimoniale XYZ			
Cash	200	Debito	0
Assets	800		
TOT ATTIVO	1000	TOT EQUITY	1000

Tabella 1 – Esempio. Tratto da Baker, K. H., 2009

Come possiamo notare da questo bilancio semplificato l'azienda XYZ non presenta debito. Inoltre, supponiamo che ci siano 100 azioni emesse, ognuna delle quali vale 10\$.

L'azienda ha bisogno di 200\$ per sostenere i suoi investimenti ma vorrebbe anche remunerarli con 200\$ di dividendi in contanti. L'azienda decide di pagare i 200\$ di dividendi e immediatamente dopo emettere nuove azioni per un valore totale di 200\$.

Se l'azienda emette nuovo capitale le nuove azioni diluiranno il valore di quelle vecchie; ciò nonostante, i vecchi shareholders riceveranno il dividendo come compensazione per la diluizione di valore. In questo caso se l'azienda dichiara un dividendo di 2\$ per azione allora rimarrà un valore di 8\$ per azione, $(1000-200)/100=8\$$. Gli investitori che detenevano o hanno comprato le azioni prima della ex-dividend date avranno quindi guadagnato 2\$ di dividendi futuri e 8\$ di valore delle loro azioni per un totale di 10\$ che rimane invariato. Nella ex-dividend date invece gli investitori non riceveranno più il dividendo ma in compenso il prezzo dell'azione calerà a 8\$. Dopo che l'azienda ha emesso le nuove azioni il suo bilancio è uguale a prima solo che in questo caso ci sono 100 azioni già esistenti e $200\$/8\%=25$ nuove azioni per un totale di 125 azioni. (Baker, 2009)

Anche con questo semplice esempio si è potuto vedere come in ultima istanza quello che può modificare il valore di un'impresa sono solo gli investimenti che essa mette in essere, tutte le altre scelte, tra politica finanziaria e dei dividendi, sono irrilevanti.

1.4 L'impatto delle imperfezioni di mercato

Dal momento che Modigliani e Miller posero come base per la loro teoria delle condizioni di mercato perfetto, furono criticati da molti loro contemporanei che fecero notare come nella realtà queste condizioni non sono valide ma che anzi siamo ogni giorno in presenza di imperfezioni.

Si usa dividere le imperfezioni in due categorie: la prima dette “the big three” che sono tasse, asimmetria informativa e costi di agenzia mentre la seconda “the little three” che sono a loro volta costi di transazione, costi dovuti alla fluttuazione e considerazioni sul comportamento. (Baker, 2009)

Gli stessi Modigliani e Miller nel loro articolo del 1961 in conclusione affermavano che:

“To complete the analysis of dividend policy, the logical next step would presumably be to abandon the assumption of perfect capital markets.”

(Modigliani e Miller, 1961 p. 431)

Di queste imperfezioni analizzeremo le tasse che Modigliani e Miller ritenevano fossero senza dubbio la maggiore imperfezione del mercato e l'effetto clientela che ne è una diretta conseguenza.

1.5.1 Tasse

Gli azionisti devono pagare tasse sia sui guadagni provenienti dai dividendi che su quelli provenienti dal capital gain. Storicamente però l'aliquota fiscale sui dividendi è stato sempre più alta di quella sul capital gain in molti stati del mondo quindi vi è sempre stato uno svantaggio fiscale associato ai dividendi. Anche quando, come nel caso italiano con la riforma tributaria del 2004 sulla tassazione dei dividendi e del capital gain, le aliquote sono state pareggiate dato che gli “investitori di lungo periodo possono rinviare l'imposta sui capital gain, permane il vantaggio fiscale del riacquisto delle azioni sui dividendi”. (Berk e DeMarzo, 2015 p 632)

Attualmente in Italia vi è una ritenuta d'imposta del 26% sui dividendi corrisposti a soci persone fisiche e una uguale aliquota del 26% sulle plusvalenze realizzate dai soci persone fisiche non imprenditori, derivanti dalla cessione di partecipazioni non qualificate o qualificate.⁴

⁴ ASSOCIAZIONE ITALIANA DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI – SEZIONE DI MILANO, 2018. Il nuovo regime fiscale dei dividendi e delle plusvalenze da partecipazioni. Milano: AIDO.

Tuttavia, nel regime precedente, in cui vigeva una diversa tassazione, l'unico modo per gli azionisti di non incorrere in questo svantaggio fiscale era quello di preferire il riacquisto delle azioni ed avere quindi una remunerazione attraverso il capital gain. Quando parliamo di risparmio fiscale tuttavia non ci riferiamo solo a quello degli investitori ma anche alle imprese. Se le imprese volessero rendere indifferenti gli investitori tra capital gain e dividendi dovrebbero pagare dei dividendi più alti ante-imposte per fare in modo che dopo le imposte il rendimento effettivo per gli investitori sia uguale a quello che avrebbero con il riacquisto delle azioni. (Berk e DeMarzo, 2015)

Per capire come funziona la tassazione consideriamo la ricerca svolta da Elton e Gruber (1970) che nel loro studio indagano la presenza di una relazione tra la politica dei dividendi di un'azienda e l'aliquota fiscale a cui sono soggetti i suoi investitori.

Nel loro modello le variabili sono state così definite:

- P_A = prezzo dell'azione nella dividend date
- P_B = prezzo dell'azione precedente all'ex-dividend date
- P_C = prezzo di acquisto dell'azione
- t_0 = aliquota fiscale sui dividendi
- t_c = aliquota fiscale sul capital gain
- D = ammontare di dividendi distribuiti

Se un azionista vende la sua azione prima della ex-dividend date il suo guadagno per azione è:

$$P_B - t_c(P_B - P_C)$$

Se un azionista vende la sua azione all'ex-dividend date il suo guadagno per azione invece è:

$$D(1 - t_0) + P_A - t_c*(P_A - P_C)$$

Per fare in modo che l'investitore sia indifferente tra vendere prima o dopo l'ex-dividend date il guadagno che riceve da ognuna delle due decisioni deve essere uguale per cui:

$$P_B - t_c(P_B - P_C) = D(1 - t_0) + P_A - t_c*(P_A - P_C)$$

Rielaborando:

$$\frac{P_B - P_A}{D} = \frac{1 - t_0}{1 - t_c}$$

Da questa formula, elaborandola ancora, possiamo arrivare all'aliquota fiscale effettiva sui dividendi: (Elton e Gruber, 1970)

$$t_d^* = \frac{t_d - t_c}{1 - t_c}$$

“L'aliquota fiscale effettiva sul dividendo misura l'imposta aggiuntiva pagata da un investitore per ogni dollaro di capital gain dopo le imposte che è invece ricevuto sotto forma di dividendo” (Berk e DeMarzo, 2015 p. 636)

Per capire l'importanza di questa formula facciamo un esempio a pure scopo illustrativo.

Esempio: Se per un investitore $t_d = 30\%$ e $t_c = 20\%$ l'aliquota fiscale effettiva sui dividendi risulta essere $t_d^* = 0.30 - 0.20 / 1 - 0.20 = 12.5\%$.

Ogni dollaro di dividendo vale solo 0.875 dollari in termini di capital gain.

In questo semplice modo ci rendiamo ancora una volta conto dello svantaggio fiscale dei dividendi e delle distorsioni di mercato create dalle tasse.

Elton e Gruber con il loro studio non giunsero solo a questa conclusione ma confermarono anche un altro effetto ipotizzato da Modigliani e Miller e vale a dire l'effetto clientela.

1.5.2 Effetto clientela

Con effetto clientela si intende la situazione in cui “la politica dei dividendi di un'impresa è ottimizzata in funzione delle preferenze fiscali della sua clientela di investitori.” (Berk e DeMarzo, 2015 p. 638)

Ancora una volta l'effetto clientela è una conseguenza della distorsione creata dall'esistenza delle tasse dal momento che le aliquote fiscali sono diversificate anche in base alle caratteristiche dell'investitore ed in particolare:

- Le aliquote variano in base al livello di reddito andando ad aumentare per scaglioni di reddito.
- Le aliquote fiscali dipendono anche dall'orizzonte temporale dell'investimento, vale a dire da quanto tempo vengono detenute le azioni nel portafoglio dell'investitore.
- Le aliquote fiscali variano da uno stato all'altro e in base alla natura dell'investitore sia questo appartenente allo stato in questione o straniero.
- Le aliquote fiscali cambiano anche in base al tipo di investitore se questo è un investitore individuale, un'azienda o un fondo pensione per esempio.

A questo punto ipotizziamo che ci siano 3 diversi tipi di investitori soggetti, in base alle loro caratteristiche, ad aliquote fiscali differenti:

1. Investitore 1: $t_0 = 15\%$, $t_c = 0\%$, $t_0^* = 15\%$
2. Investitore 2: $t_0 = 15\%$, $t_c = 15\%$, $t_0^* = 0\%$
3. Investitore 3: $t_0 = 0\%$, $t_c = 0\%$, $t_0^* = 0\%$

Se guardiamo a t_0^* vediamo come questa percentuale non è uguale per tutti ma varia in base alle aliquote fiscali a cui gli investitori sono sottoposti.

L'effetto clientela consiste proprio in questo: adattare la quantità di dividendi pagati dall'azienda alle preferenze dei suoi investitori.

Se la maggioranza di colore che detiene le azioni dell'azienda è soggetta ad un'elevata aliquota sui dividendi allora la strategia migliore per ottimizzare il benessere degli azionisti è quella di non pagare dividendi o di pagare dividendi molto bassi. Se al contrario la maggioranza è rappresentata da individui soggetti a una tassazione maggiore sul capital gain allora la remunerazione degli investitori avverrà prevalentemente attraverso il pagamento di elevati dividendi. (Berk e DeMarzo, 2015)

Per concludere a riguardo Modigliani e Miller riconoscevano l'esistenza di questo fenomeno ma ritenevano che comunque la tipologia di investitore, cliente, dell'impresa non ne andasse ad influenzare il valore infatti sempre nell'articolo del 1961 affermano che:

“Each corporation would tend to attract to itself a "clientele" consisting of those preferring its particular payout ratio, but one clientele would be entirely as good as another in terms of the valuation it would imply for the firm” (Modigliani e Miller, 1961 p. 431)

CAPITOLO 2 – APPLICAZIONE: POLITICA DEI DIVIDENDI NELLE BANCHE

2.1 Criterio di selezione

Dopo una prima introduzione teorica per osservare in concreto tutto quello di cui fino ad ora abbiamo parlato andiamo ad analizzare più nello specifico la politica dei dividendi di tre banche italiane negli anni che vanno dal 2009 al 2017.

Come criterio di selezione delle banche guardiamo alla **capitalizzazione di mercato** che è data dalla moltiplicazione tra il numero di azioni in circolazione e il loro prezzo di mercato.

Un adeguato livello di capitale, per le aziende ma soprattutto per le banche, è infatti essenziale per far fronte alle instabilità di mercato e per poter sfruttare le opportunità di crescita che di volta in volta si presentano loro. Numerose sono state in questi ultimi anni le riforme in ambito bancario per rendere più stabili e sicuri questi istituti ed in particolare, i requisiti patrimoniali in materia bancaria vengono regolati dagli accordi di Basilea dove vengono stabilite le cosiddette norme di vigilanza prudenziale. (Ruozi, 2006)

Le maggiori banche italiane per capitalizzazione di mercato ad agosto 2018 risultano essere Intesa Sanpaolo al primo posto con un valore di 38.401 bilioni seguita da Unicredit con un valore di 23.139 bilioni e da Banca Mediolanum con un valore di 4.490 bilioni.⁵

La scelta di questo arco temporale è stata pensata in modo da comprendere nell'analisi sia gli anni immediatamente successivi all'inizio della crisi finanziaria del 2007, sia anni più recenti e poter così osservare se ci sono stati cambiamenti rilevanti in questo intervallo temporale.

⁵ Fonte: sito ufficiale Bloomberg <https://www.bloomberg.com> al 23 agosto 2018

2.2 Dati

Tutti i dati di seguito riportati sono stati ottenuti consultando i bilanci annuali pubblicati dalle banche nei loro siti ufficiali.

2.2.1 Intesa Sanpaolo

Il 16 agosto 2018 le sue azioni sono ripartite come mostrato in figura:

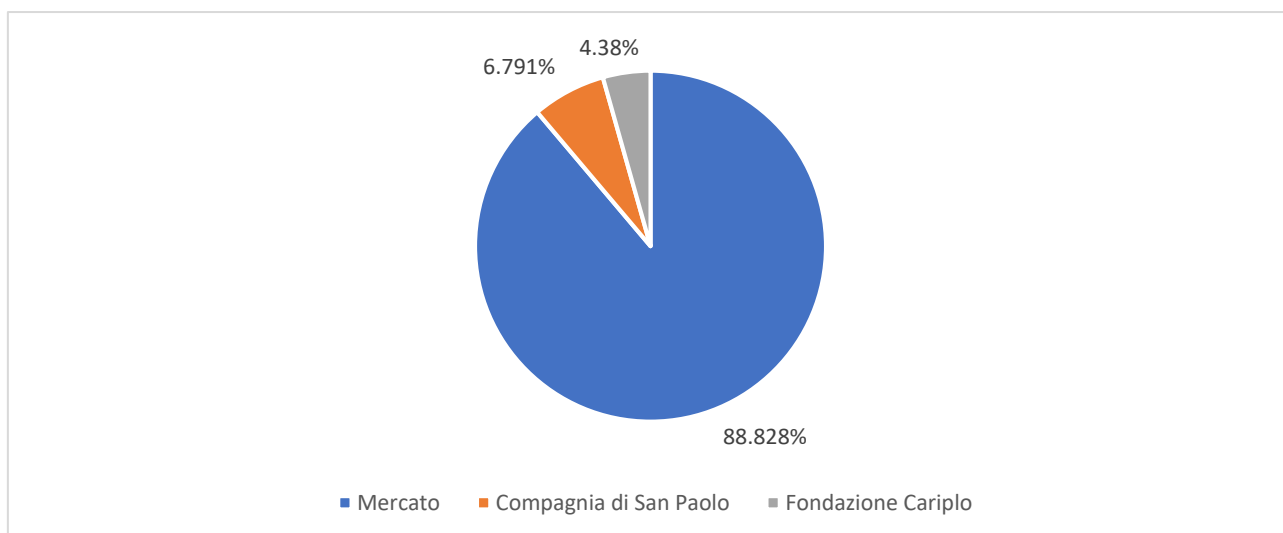


Figura 1 – Azionariato Intesa Sanpaolo

Fonte: sito ufficiale <https://www.intesasanpaolo.com/> Elaborazione propria.

La Compagnia di San Paolo, che possiede il 6.791% delle azioni, è una fondazione filantropica impegnata in attività di diverso tipo con finalità di utilità sociale per favorire lo sviluppo in tutti gli ambiti. La Compagnia nasce a Torino nel 1563 per opera di un gruppo di sette torinesi. Al tempo aveva il nome di Compagnia della Fede Cattolica e agiva sotto la protezione di San Paolo allo scopo di aiutare la parte della popolazione che versava in gravi condizioni economiche e di lottare contro l'espansione della riforma protestante. Nel corso dei secoli con momenti di prosperità e momenti di crisi, influenzati anche dal contesto storico-sociale, la compagnia continuò la sua opera diventando sempre più importante fino a quando nel 1932 prese la denominazione di Istituto di San Paolo di Torino e ottenne lo statuto di Istituto di credito. Solo nel 1991 ci fu la netta separazione tra attività bancaria con la nascita dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino S.p.A. e la Compagnia di San Paolo così come la conosciamo oggi che svolge le sue attività di utilità sociale.⁶

⁶ Fonti: <http://www.compagniadisanpaolo.it/>

Anche la Fondazione Cariplo, che possiede il 4.381% delle azioni, è un istituto filantropico con finalità sociali che nasce ufficialmente nel 1991 come conseguenza dell'applicazione della legge Amato-Carli che ristrutturava il sistema creditizio italiano.⁷

Per quanto riguarda la politica dei dividendi dai bilanci ufficiali del Gruppo abbiamo ricavato i seguenti dati:

Anno	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Risultato d'esercizio (milioni)	7.316	3111	2739	1251	-4550	1605	-8190	2705	2805
Dividendi (milioni)	3419	2999	2361	1185	822	832	822	1033	1033
Pay-out ratio	47%	96%	86%	95%	n.s.	52%	n.s.	38%	37%

Tabella 1 – Dividendi Intesa Sanpaolo

Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

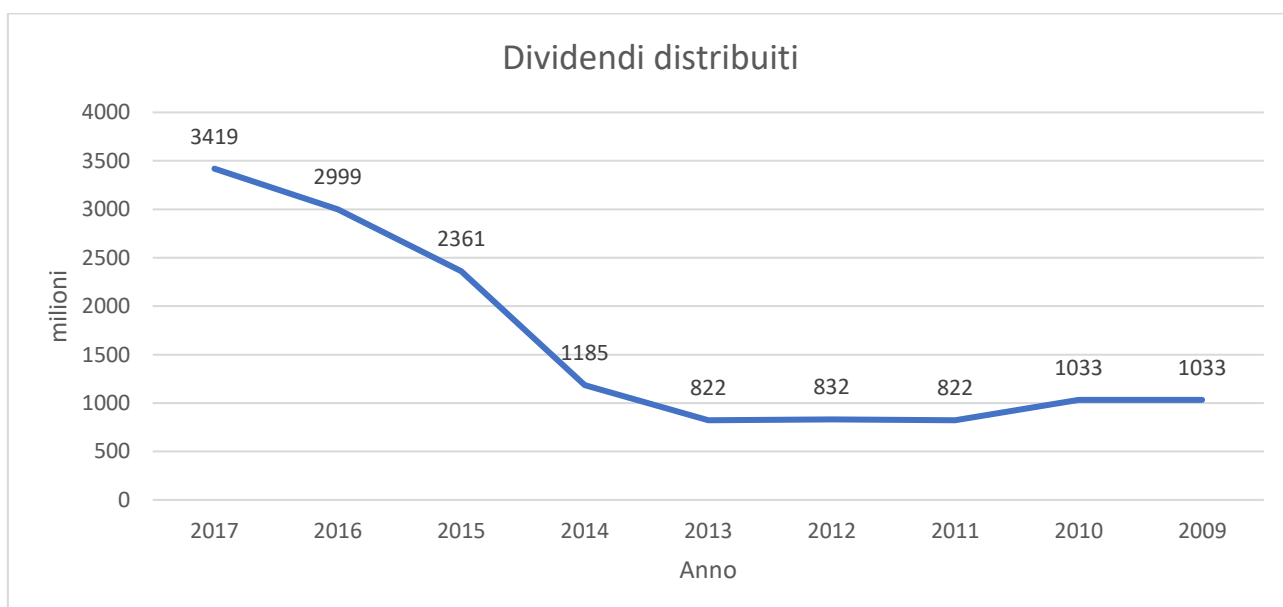


Figura 1 – Dividendi distribuiti Intesa Sanpaolo

Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

Anno	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Dividendo per azione ordinaria	0,203	0,178	0,14	0,07	0,05	0,05	0,05	0,08	0,08
Dividend yield	7,58%	8,02%	4,50%	3,06%	3,39%	4,06%	3,02%	3,23%	3,11%
Dividendo per azione di risparmio	0,214	0,189	0,151	0,081	0,05	0,061	0,05	0,091	0,091
Dividend yield	8,50%	9,07%	5,42%	4,11%	4,07%	5,97%	3,57%	4,63%	4,75%

Tabella 2 – Dividendo per azione

⁷ Fonti: <http://www.fondazionecariplo.it/it/index.html>

Fonte: Sito ufficiale. Elaborazione propria.



Figura 2 – Dividendi per azioni ordinarie
Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

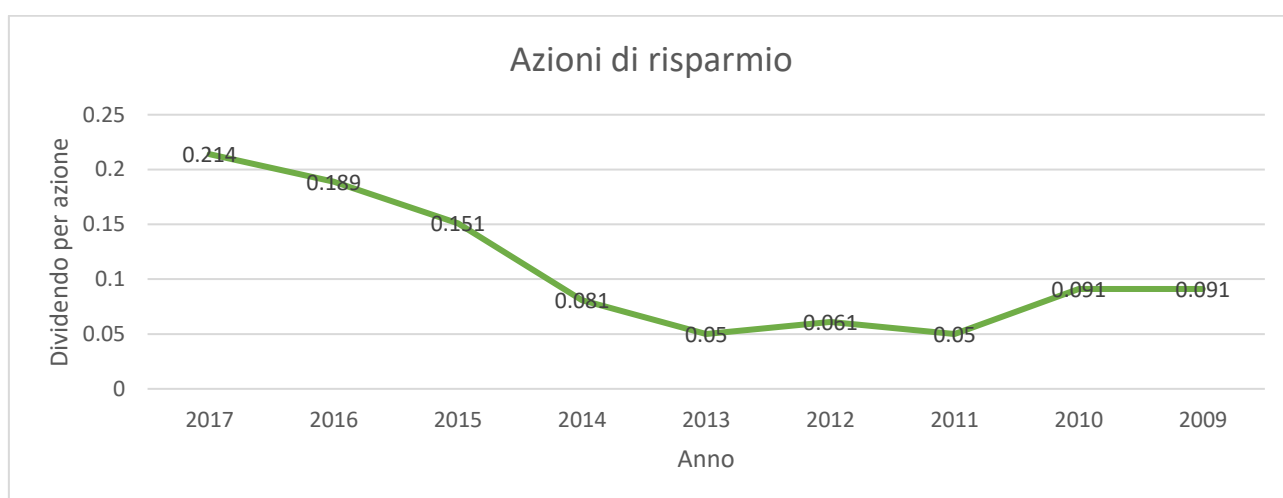


Figura 3 – Dividendi per azioni di risparmio
Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

COMMENTI

Guardando alla storia della banca dai momenti più vicini a noi fino ai primi anni della nostra analisi notiamo subito che nel corso del **2017** il gruppo Intesa Sanpaolo ha registrato un utile di 7.316 milioni, il più alto utile registrato nel nostro periodo di analisi e quasi raddoppiato rispetto a quello degli anni precedenti. A fronte di questo utile così elevato però il payout ratio è solo del 47%, dato discordante rispetto a quello degli anni precedenti che si attesta sempre su valori maggiori. In realtà all'interno del risultato di 7.316 milioni sono compresi anche 3.500 milioni di contributo pubblico dovuto all'acquisizione nel mese di giugno di parte delle attività e passività di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca a causa dello stato di dissesto finanziario in cui versavano. Non considerando quindi questa cifra, l'utile netto di Intesa Sanpaolo è, più realisticamente di 3.816 milioni di euro, comunque in aumento del 23% rispetto

al 2016 ed il risultato più alto registrato nel nostro periodo di analisi. Ricalcolando il payout ratio considerando solo l'utile di 3.816 milioni, esso risulta essere pari a $3.419/3816=89.6\%$, circa il 90% dell'utile realizzato dalla banca, in linea con quello degli anni precedenti.

Il 2017 ha visto anche la conclusione del Piano di Impresa 2014-2017 iniziato appunto nel 2014 con il quale, nonostante un contesto macroeconomico difficile e instabile in cui la ripresa del PIL è stata più lenta rispetto alle previsioni, si sono comunque riusciti a raggiungere gli obiettivi prefissati, primo tra tutti la distribuzione di 10 miliardi di dividendi cash. A fronte dei risultati positivi ottenuti con il primo Piano di Impresa è stato approvato il 6 febbraio 2018 un nuovo Piano di Impresa 2018-2021 nel quale rimane “prioritaria una solida e sostenibile creazione e distribuzione di valore, mantenendo un'elevata patrimonializzazione e riducendo significativamente il profilo di rischio senza oneri straordinari per gli azionisti.” Per raggiungere il suo scopo Intesa si propone di raggiungere nei prossimi anni un tasso di payout ratio del 85% per il 2018, 80% per il 2019, 75% per il 2020 e 70% per il 2021.

Anche il **2015** è stato per banca Intesa un anno cruciale ricco di cambiamenti. Tra gli eventi importanti di questo anno possiamo ricordare il passaggio dal modello di governance duale a quello monistico e la partecipazione di Intesa Sanpaolo come sponsor ufficiale di Expo Milano 2015, occasione nella quale la banca ha potuto venire a contatto con diversi clienti ed investitore. Nonostante il 2015 sia stato un anno caratterizzato da un clima di grandi incertezze a livello globale e soprattutto europeo, con il tracollo finanziario della Grecia come evento finanziario principale, per gli azionisti di Intesa Sanpaolo è stato un momento molto positivo dal momento che i dividendi sono raddoppiati rispetto all'anno precedente passando da 0.07€ a 0.14€ per le azioni ordinarie e da 0.081€ a 0.151€ per le azioni di risparmio.

Un ulteriore anno positivo per Intesa Sanpaolo, dopo un 2013 chiuso in perdita, è stato il **2014** dove si è registrata una chiara ripresa ed un utile di 1.251 milioni nonostante una situazione nazionale instabile caratterizzato dalla contrazione del PIL per il terzo anno consecutivo e dalla crisi delle PMI italiane. Proprio in questo anno viene approvato nel mese di marzo il Piano di Impresa con il quale la banca si propone come “banca dell'economia reale” impegnandosi a rafforzare la sua solidità patrimoniale e a diventare un punto di riferimento sia per le famiglie che per le imprese. Nel 2013 inoltre si registra uno dei payout ratio più elevati del periodo preso in analisi; remunerare gli azionisti in modo così importante nonostante l'anno precedente il gruppo abbia registrato una sostanziosa perdita vuole essere una strategia per riacquisire nuovamente la fiducia del mercato e degli investitori.

Un anno molto difficile è stato per la banca e per l'Italia in genere il **2013** con la disoccupazione in aumento, una produttività che non cresce e una politica fiscale restrittiva. Le caratteristiche negative del contesto economico italiano ed europeo in cui la banca opera hanno avuto un riflesso anche sul suo risultato di fine periodo che si è chiuso con una perdita di 4.550 milioni. La perdita è stata dovuta principalmente al calo dei proventi operativi dell'8.9% e alla decisione di svalutare prudenzialmente l'avviamento e gli attivi intangibili (del 51,3%) per circa 5.800 milioni di euro. La svalutazione dei crediti è dovuta all'accentuarsi della situazione di difficoltà per famiglie e imprese. Tuttavia, è importante sottolineare come questo risultato negativo sia dovuto in gran parte all'impatto che le svalutazioni prudenziali hanno avuto sulle scritture contabili dato che, se non tenessimo conto di esse, il gruppo avrebbe registrato un utile netto di 1.200 milioni che è in linea con quello dell'anno precedente. Nonostante il risultato negativo però, Intesa Sanpaolo si dimostra ancora una volta una banca solida dal punti di vista patrimoniale dato che già alla fine dell'anno risultava in regola con i requisiti europei introdotti da Basilea 3. Proprio per questo motivo viene proposto dall'Assemblea Ordinaria di continuare la distribuzione di dividendi anche per il 2013 attingendo questa volta dalla riserva straordinaria per circa 822 milioni mantenendo così un livello simile al 2012. "Confidiamo che i nostri azionisti sappiano apprezzare tale decisione, assunta in un contesto ancora difficile per il sistema bancario" è il commento del gruppo a questa sua decisione di rimanere costanti nella remunerazione degli azionisti.

Un altro anno chiuso in perdita è il **2011** quando Intesa Sanpaolo registra una pesante valore negativo di 8190 milioni. Nel suo resoconto a fine anno il Gruppo giustifica questo risultato negativo attribuendo la colpa al contesto economico difficile e ponendo l'attenzione sulla grande prudenza con cui hanno valutato le attività presenti nei suoi bilanci. La causa principale della perdita viene individuata in una riduzione per 10 miliardi, cioè del 54% del suo valore, dell'avviamento generatosi dalla fusione tra Banca Intesa e Sanpaolo IMI. Ciò nonostante la banca assicura di avere un'ottima solidità patrimoniale e liquidità e aspetto molto interessante, continua ancora a distribuire dividendi attingendo dalle riserve.

2.2.2 Unicredit

Il gruppo UniCredit alla fine del 2017, come possiamo vedere, è presente in tutta Europa con quote di mercato rilevanti.

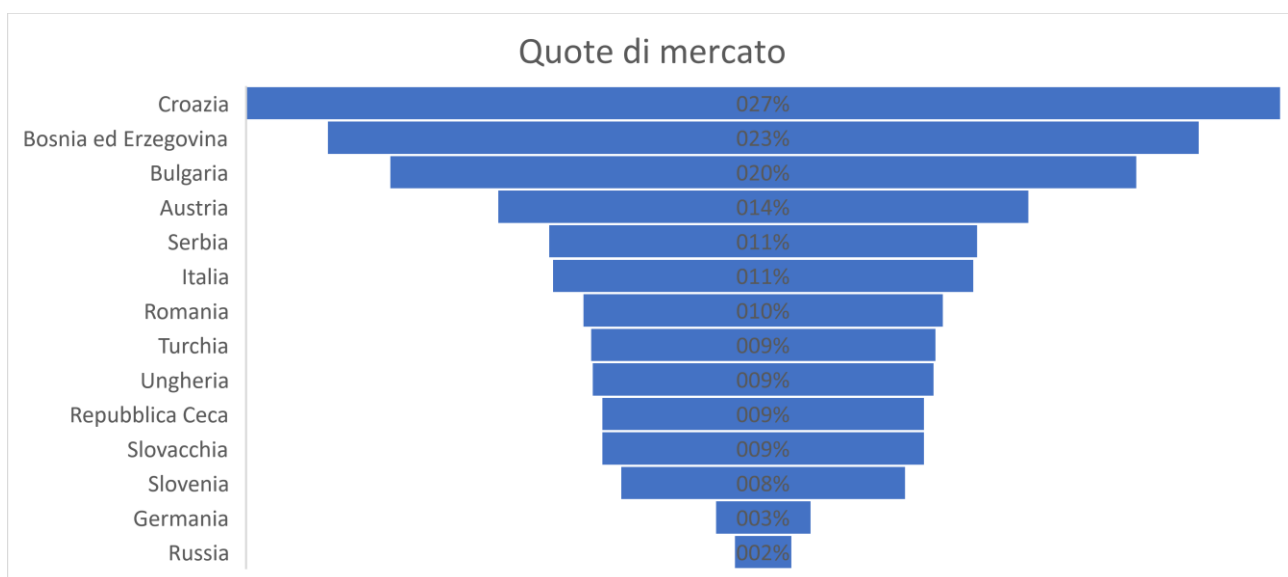


Figura 1 – Quote di mercato Unicredit
Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

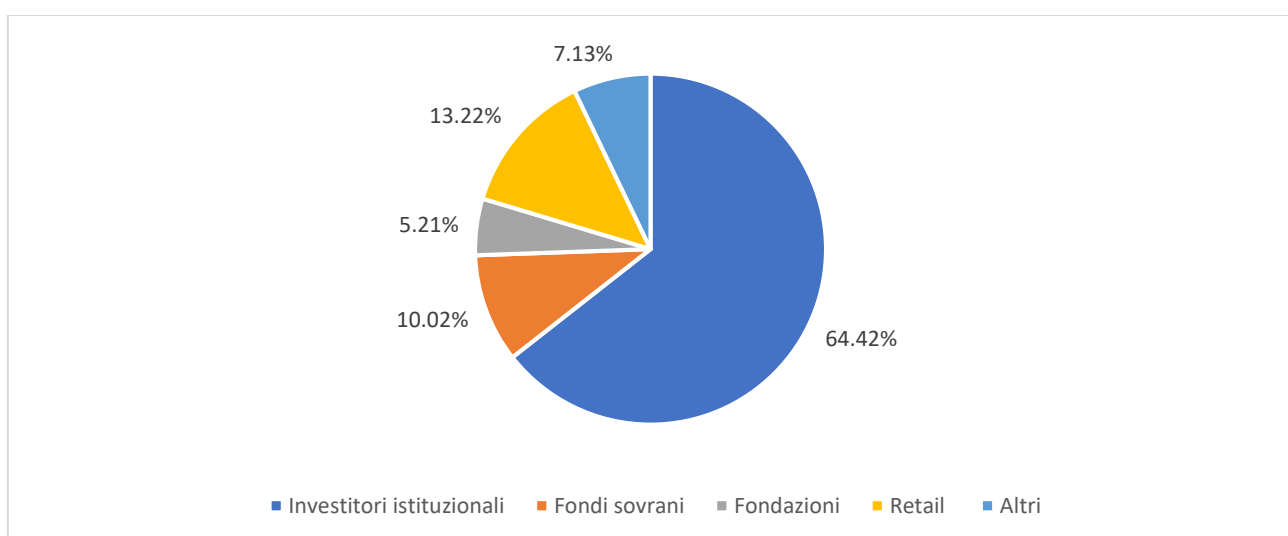


Figura 2 – Azionariato Unicredit
Fonte: sito ufficiale <https://www.unicreditgroup.eu/it.html> Elaborazione propria.

Anno	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Risultato d'esercizio (milioni)	5.473	-11790	1.694	2.008	-13.965	865	-9.206	1.323	1.702
Dividendi (milioni)	728	0	706	697	570	512	0	550	550
Pay-out ratio	13,3%	0,0%	41,7%	34,7%	-4,1%	59,2%	0,0%	41,6%	32,3%

Tabella 1 – Dividendi Unicredit

Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

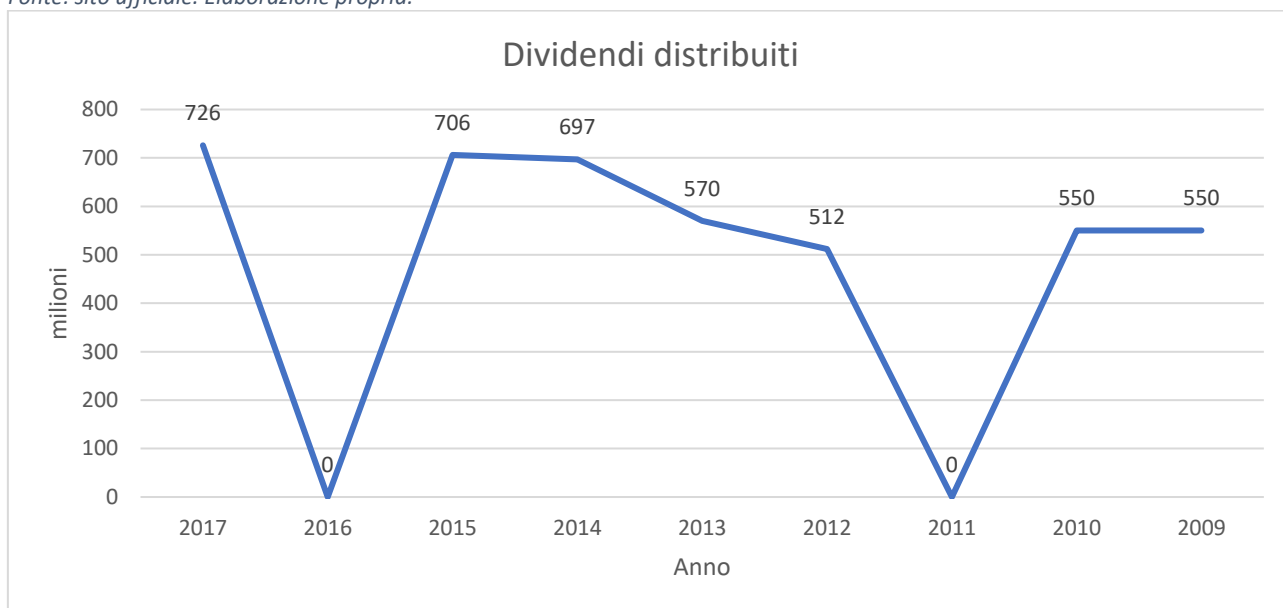


Figura 3 - Dividendi distribuiti Unicredit

Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

Anno	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Dividendo per azione ordinaria	0,32	0	0,12	0,12	0,1	0,09	0	0,03	0,03
Dividend yield	2,03%	0,00%	2,04%	2,00%	2,27%	2,73%	0,00%	1,55%	1,58%
Dividendo per azione di risparmio	0	0	0,12	1,065	0,1	0,09	0	0,045	0,045

Tabella 2 – Dividendi per azione

Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

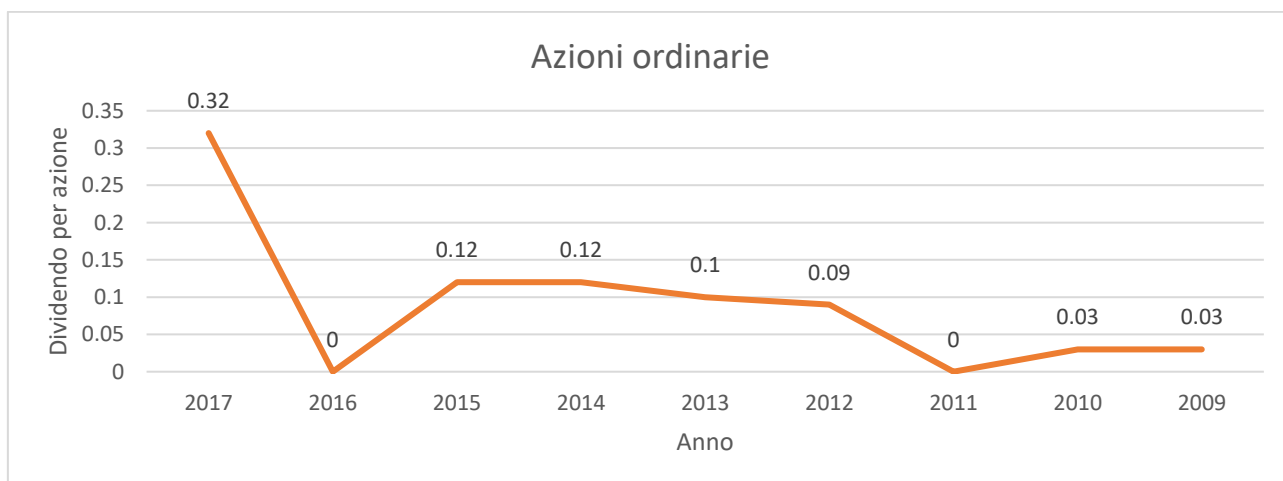


Figura 4 – Dividendi per azioni ordinarie

Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

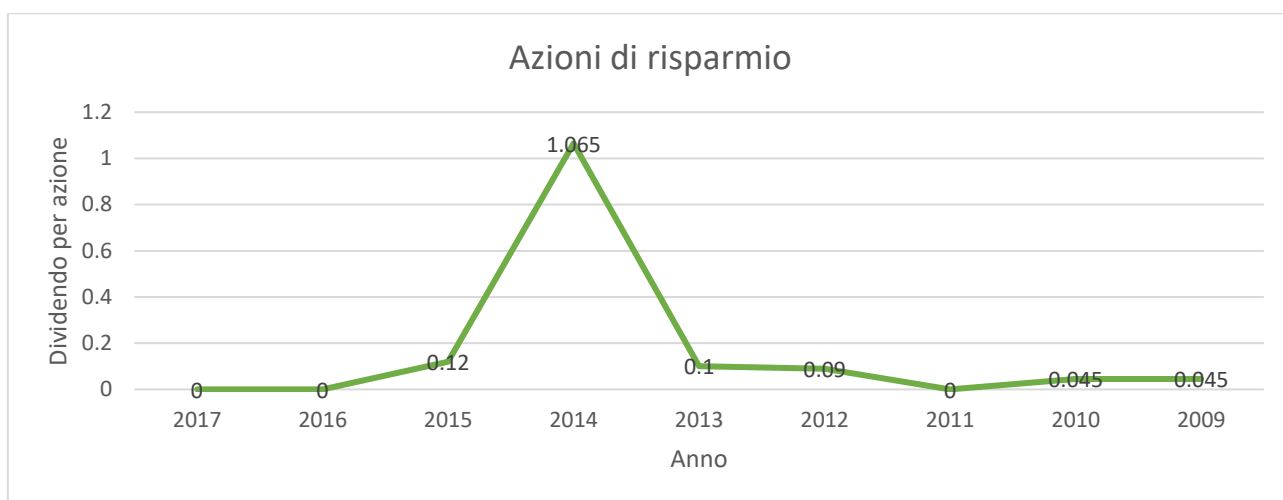


Figura 5 – Dividendi per azioni di risparmio
Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

Grazie alle azioni dell'anno precedente nel **2017** Unicredit si mostra una banca più solida e con buone prospettive per il futuro. Il presidente del gruppo Giuseppe Vita nella lettera di apertura del bilancio afferma che “risultati che stiamo conseguendo hanno consentito di prospettare un progressivo incremento dei dividendi a partire dal 2019. Nel definire la nostra politica sui dividendi abbiamo tenuto in considerazione la continua evoluzione del quadro regolamentare, la persistenza di politiche monetarie diverse rispetto al passato e il costante cambiamento dello scenario competitivo.”

Nel 2017 Unicredit mantiene le sue promesse, prima tra tutte l'aumento di capitale di 13 miliardi avvenuto a gennaio e chiuso con successo. Inoltre, l'implementazione di nuovi sistemi di governance, che puntano a semplificare le operazioni e a ridurre così i costi, sembrano avere già i loro primi risultati positivi con una riduzione dei costi operativi dell'8.9% rispetto al 2016. Per quanto riguarda i dividendi, 0.320 € è quello per le azioni ordinarie pagato dall'utile d'esercizio mentre è assente quello per le azioni di risparmio.

Il payout ratio del 2017, che si attesta a 13.3% può sembrare nettamente inferiore rispetto agli anni passati in cui sono stati distribuiti dividendi ma in realtà dobbiamo considerare che al risultato positivo del 2017 contribuiscono anche le plusvalenze relative alla cessione di Pioneer pari a circa 2,1 miliardi e delle partecipate polacche pari a 102 milioni. Inoltre, nel corso dell'anno bisogna tenere conto anche dei costi per le transazioni FINO di -80 milioni e delle successive rettifiche di prezzo di cessione di Pioneer e Pekao per - 9 milioni che sono tutti costi non ricorrenti. Al netto di questi elementi straordinari l'utile dell'anno sarebbe pari a 3.708 milioni, con un payout ratio più veritiero quindi del $728/3.708 = 19.63\%$, circa del 20%.

Nel **2016** non c'è stato nessun pagamento di dividendi ma il Gruppo Unicredit avanza la proposta di una politica di distribuzione di dividendi cash per gli anni successivi con un payout del 20-50% all'interno del Piano Strategico 2016-2019 denominato "Transform 2019". Gli obiettivi di Transform 2019 sono un rafforzamento del capitale, un miglioramento della qualità dell'attivo e una trasformazione del modello operativo con riduzione dei costi attraverso l'utilizzo maggiore di strumenti digitali. Tutte queste misure puntano a migliorare la situazione della banca, a risolvere i problemi che essa si trascina dal passato e ad aumentare la sua efficienza in modo da poter dedicare una sempre maggiore attenzione al cliente. L'approvazione di questo piano arriva come risposta al risultato negativo di -11.790 milioni che si è registrato alla fine dell'anno e ha come obiettivo sottointeso quello di tranquillizzare gli investitori sulle potenzialità future della di Unicredit. La perdita registrata in questo anno è stata interamente coperta dalla riserva di sovrapprezzo azioni.

Nel **2015** l'utile netto del gruppo, di 1.694 milioni è in leggero calo rispetto a quello dell'anno precedente a causa di alcune poste straordinarie come alcuni accantonamenti per dare il via al nuovo Piano Strategico del 2016 ed alcune svalutazioni su controllate o crediti. Senza tener conto di queste voci negative straordinarie l'utile del gruppo sarebbe stato 2.200 milioni, addirittura migliorato rispetto a quello dell'anno precedente. Per quanto riguarda i dividendi distribuiti nel 2015 viene lo script dividend per cui gli azionisti possono decidere se ricevere azioni di nuova emissione tramite un aumento di capitale a titolo gratuito o se ricevere il dividendo in denaro di 0.12€ per azione ordinaria o di risparmio pagato da riserve di utile.

Allo stesso modo nel **2014** visto il risultato positivo dell'anno che si è concluso con un utile di 2.088 milioni l'assemblea il 13 maggio 2015 ha approvato il pagamento del dividendo nella forma di scrip dividend; rimane come l'anno precedente la possibilità per gli azionisti di chiedere il dividendo in contanti che è di 0.12€ per azione. Inoltre, in questo anno possiamo notare un picco per i dividendi spettanti ai possessori di azioni di risparmio. Questo valore così elevato rispetto a tutti gli altri anni del nostro periodo di analisi è dovuto alla deliberazione dell'assemblea di distribuire parte dell'utile del 2014 ai possessori di azioni di risparmio con il pagamento di 0.945€ per ogni azione di risparmio come dividendo straordinario. Di questi 0.945€/azione di risparmio, 0.315 sono per l'esercizio 2014 e 0.630 sono per l'esercizio 2012 e 2012 nei quali non è stato distribuiti nessun dividendo privilegiato per questa categoria.

Nel **2013**, nonostante la pesante perdita di quasi 14 miliardi Unicredit ha continuato a distribuire dividendi tramite l'assegnazione di azioni ordinarie o di risparmio Unicredit di nuova emissione

oppure tramite il pagamento, su richiesta, di un dividendo di 0.10€ per azione. Il risultato negativo di questo anno è stato dovuto principalmente a svalutazione degli avviamenti e a rettifiche di valore sui crediti.

Nel **2012** Unicredit, dopo la sostanziosa perdita dell'anno precedente si presenta con un utile di 865 milioni e un payout ratio del 60% che è il più alto del periodo di analisi, questo probabilmente anche a causa del mancato pagamento di dividendi nel 2011.

Nel 2011 il Gruppo ha registrato un risultato negativo dovuto principalmente alla svalutazione dell'avviamento e di altre immobilizzazioni immateriali per circa 10 miliardi. In questo anno non sono stati distribuiti dividendi ma ha avuto luogo un aumento di capitale di 7.5 miliardi dove sono stati imputati a capitale 2.5 miliardi dalla "riserva sovrapprezzi di emissione"; l'aumento di capitale è stato necessario per essere in linea con i requisiti patrimoniale europei e permettere alla banca di presentarsi come più solida e stabile.

Nel **2009** e **2010** a fronte di una chiusura in positivo in entrambi gli anni sono stati regolarmente pagati i dividendi.

2.2.3 Mediobanca

Gli azionisti di Mediobanca sono così suddivisi:

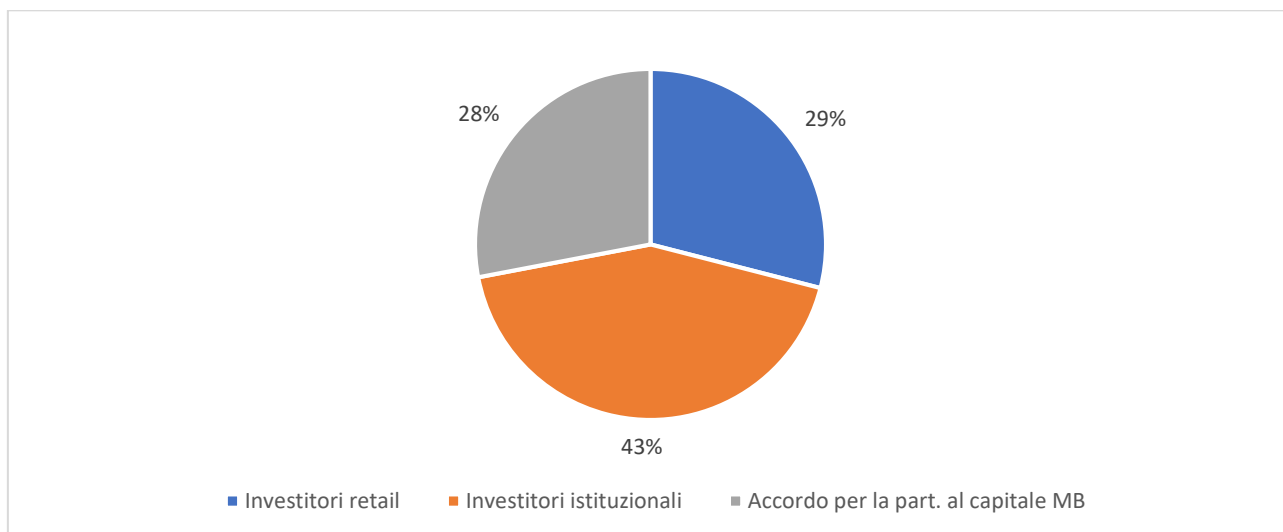


Figura 1 – Azionariato Mediobanca

Fonte: sito ufficiale <https://www.mediobanca.com/> Elaborazione propria.

Va sottolineato che dal 2003 è aumentato il peso degli investitori istituzionali mentre si è ridotto quello degli investitori che fanno parte dell'Accordo per la partecipazione al capitale di Mediobanca. Questo accordo è nato nel 1956 e non vincola il voto nell'assemblea, che può essere espresso da ciascun azionista in modo indipendente, ma impedisce loro di vendere le azioni o di trasferirle. L'accordo vuole mantenere stabile l'assetto patrimoniale per avere in ogni momento, nonostante i cambiamenti esterni che possono esercitare la loro influenza sulla banca, un'unitarietà di indirizzo gestionale. Tuttavia, nel corso degli anni questa percentuale si è ridotta da un 75% iniziale a un 29% di adesso.

Per quanto riguarda il risultato netto e i dividendi distribuiti in questi anni nella tabella sottostante possiamo vedere i dati:

Anno	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Risultato d'esercizio (milioni)	750,2	604,5	589,8	464,8	-176,2	80,9	368,6	400,8	2
Dividendi (milioni)	320	231	213	127	0	42	144	144	0
Pay-out ratio	43%	38%	36%	27%	0%	52%	39%	36%	0%

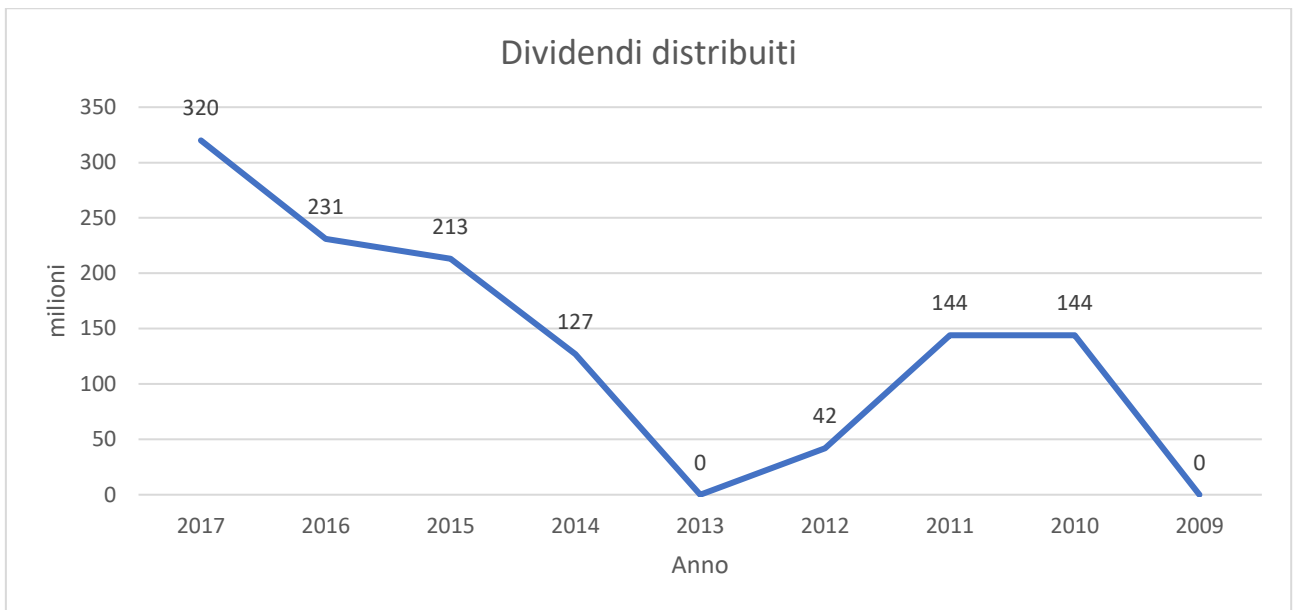


Figura 2 – Dividendi distribuiti Mediobanca
Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

Anno	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Dividendo per azione	0,37	0,227	0,25	0,15	0	0,05	0,17	0,17	0
Dividend yield	5,00%	3,40%	3,30%	2,30%	0,00%	1,00%	2,40%	2,10%	0%

Tabella 2 – Dividendi per azione
Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

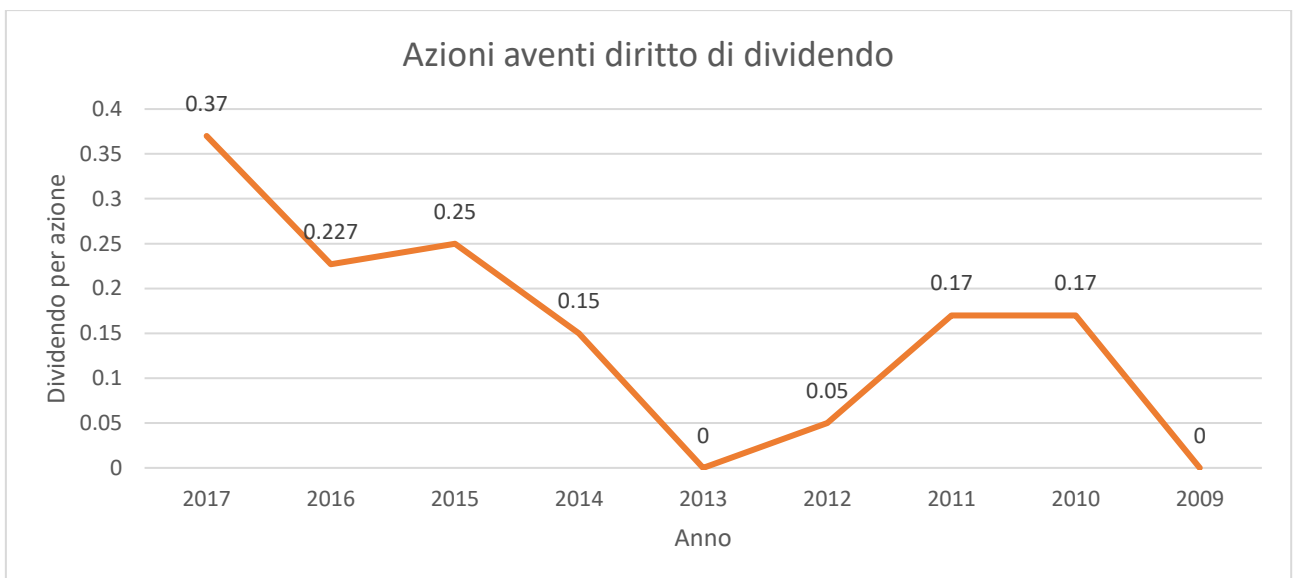


Figura 3 – Dividendi per azioni aventi diritto
Fonte: sito ufficiale. Elaborazione propria.

Mediobanca punta contemporaneamente ad essere sia una delle banche con maggiore capitalizzazione del mercato sia a mantenere per i suoi investitori un payout del 40-50%; la

distribuzione dei dividendi avviene una volta l'anno, di solito nel mese di novembre e nel complesso dal 2007 al 2017 sono stati distribuiti 2.2 miliardi.

COMMENTI

Notiamo che l'unico anno in cui Mediobanca ha chiuso il suo bilancio in negativo è stato il **2013** con una perdita di 176,2 milioni. A questo risultato negativo hanno contribuito sia la riduzione dei ricavi del Gruppo che è stata dell'11,7% nel corso dell'anno (da 1.820,1 a 1.606,6 milioni) sia la riduzione dell'apporto di Assicurazioni Generali di cui Mediobanca nel 2013 possedeva il 13.266% del capitale sociale. Dato il risultato negativo Mediobanca non ha distribuito dividendi nel 2013 anche se la distribuzione ha ripreso in modo crescente dall'anno successivo.

Come le altre banche fino ad adesso analizzate anche Mediobanca ha presentato nel giugno 2013 il suo Piano Industriale 2014-2016 con il quale si poneva come obiettivo un aumento del 10% dei ricavi annui, una sempre maggiore diversificazione geografica. Come continuazione di questo piano industriale ne è stato proposto un altro che ha orizzonte temporale 2016-2019 e punta a ridurre gli investimenti azionari soggetti alla grande volatilità del mercato e a concentrarsi su attività bancarie altamente specializzate che richiedono una quantità minore di capitale e hanno un maggiore rendimento.

Le prospettive future di Mediobanca si presentano ottime dato che il bilancio **2018** chiuso il 30 giugno segnala un utile di 863.9 milioni, 15.2% maggiore del 2017. I vertici di Mediobanca commentano questi risultati positivi come un anno di "forte sviluppo" e "grandi soddisfazioni". Per il 2018 il consiglio di amministrazione ha proposto un dividendo di 0.47 €/azione, in crescita del 27% rispetto a quello dell'anno precedente.

CAPITOLO 3 – CONCLUSIONI

Per dare un'interpretazione ai dati precedentemente presentati prendiamo prima in considerazione lo studio di Floyd, Li e Skinner del 2015.

Floyd et al. nel loro articolo del 2015 effettuano uno studio confrontando la politica dei dividendi delle aziende e banche degli Stati Uniti nel periodo che va dal 1980 al 2012 per scoprire quali sono state le tendenze nei due settori e principalmente in quello bancario. Uno dei risultati maggiormente significativi di questo studio è la loro conclusione secondo cui le banche, a differenza delle aziende che operano nel settore industriale, siano meno propense a tagliare i dividendi anche in periodi di crisi e anche quando registrano dei risultati negativi.

Per capire meglio quest'ultima affermazione nella Figura 1 essi mostrano la percentuale di aziende USA e banche che pagano dividendi basandosi sui dati Compustat dal 1980 al 2012.

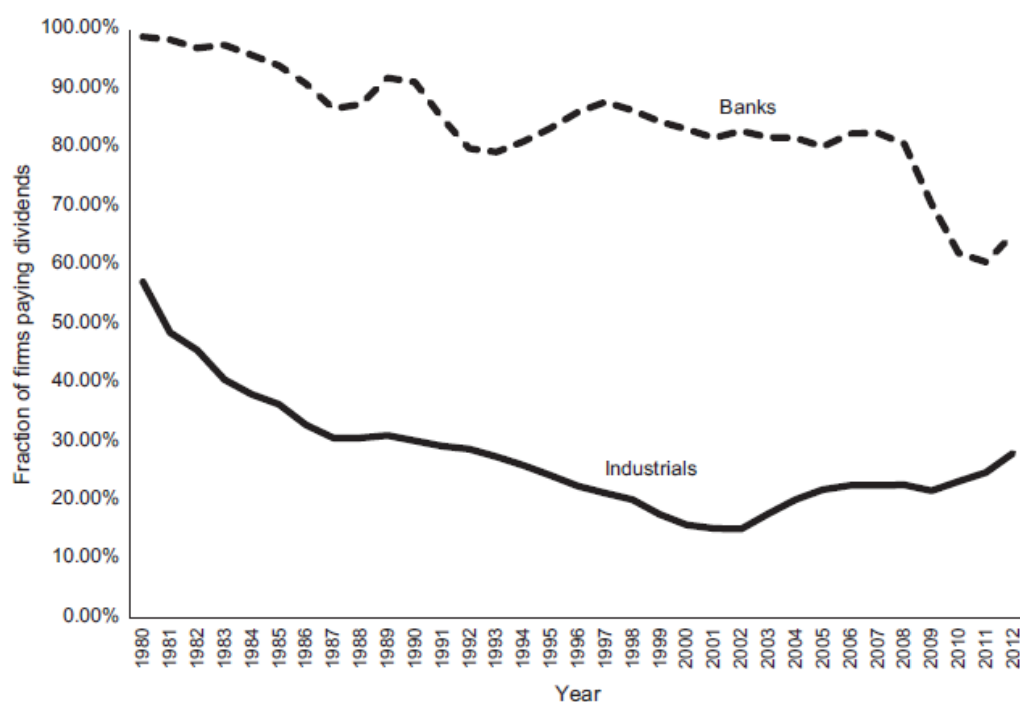


Figura 1 – Dividendi di aziende e banche
Fonte: Floyd et al., 2015.

La Figura 1 indica che le banche confidano nei dividendi più di quanto non faccia il settore industriale. La percentuale delle banche che pagano dividendi è sostanzialmente più alta di quella delle aziende in tutto il periodo di analisi. Dal 1980 al 1990 la percentuale di banche che pagavano dividendi diminuisci dal 99% all'87% prima di cadere attorno all'80% nella recessione degli anni 90. Dopo questo essa rimane negli intorni dell'80% fino al 2008. Dal momento in cui la crisi prese piede la percentuale complessiva di banche statunitensi che

pagavano dividendi cadde dall'81% nel 2008 a 71% nel 2009, 62% nel 2010 e 61% nel 2011 prima di arrivare a 65% nel 2012. Molte delle banche non tagliarono i dividendi fino al 2009 anche se la crisi era iniziata già dal 2007 ed aveva avuto dei chiari effetti sui profitti delle banche già dal 2008. Questo suggerisce che le banche erano riluttanti a tagliare i dividendi. (Floyd et al., 2015)

La motivazione di questa riluttanza viene individuata dagli studiosi nel fatto che le banche per loro natura necessitano costantemente di liquidità e che il ruolo principale dei dividendi per loro sia quello di segnalare la forza e stabilità finanziaria e farle apparire in ogni momento appetibili agli occhi degli investitori. (idem)

Partendo da questa evidenza empirica trovata da Floyd, nel grafico sottostante sono stati messi a confronto i dividendi delle tre banche di cui abbiamo discusso prima.

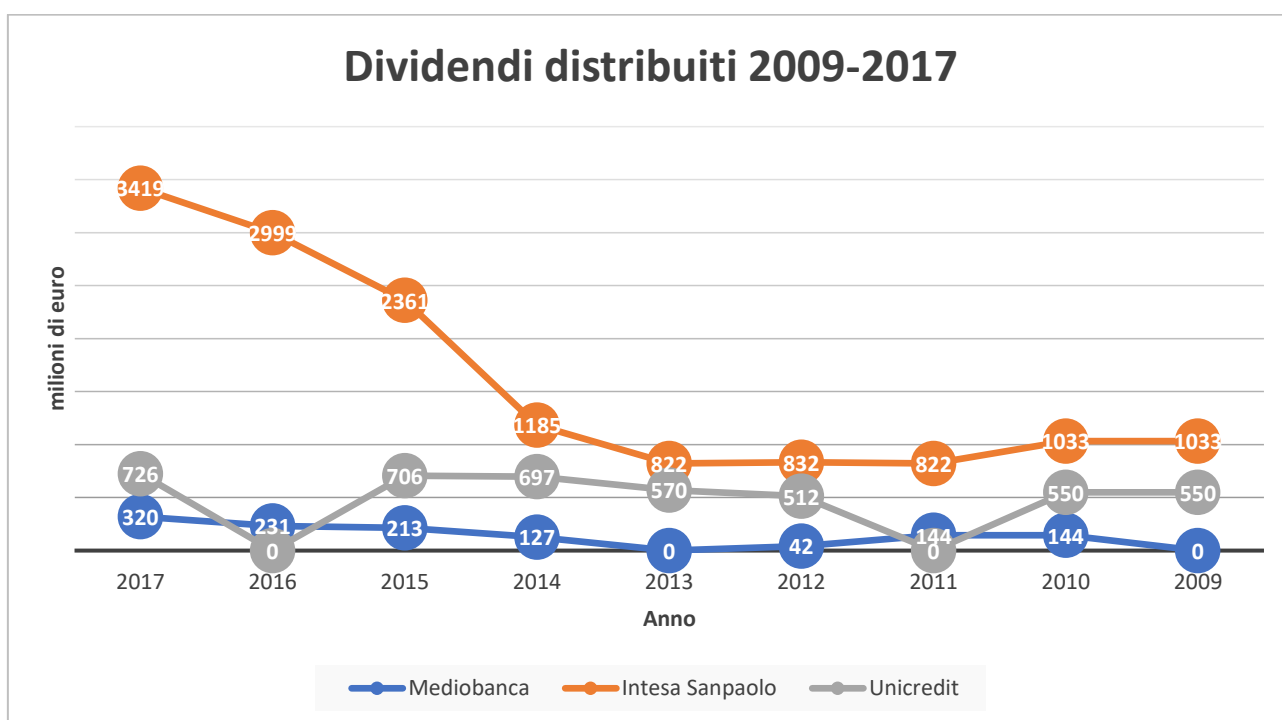


Figura 2 – Dividendi a confronto

Fonte: siti ufficiali Intesa Sanpaolo, Unicredit e Mediobanca. Elaborazione propria.

Le banche scelte, nonostante siano le prime tre per capitalizzazione in Italia, presentano dimensioni molto diverse tra loro avendo rispettivamente una capitalizzazione di 38(Intesa), 23(Unicredit) e 4(Mediobanca) bilioni. Nonostante questa diversità di scala possiamo notare dei trend simili per tutte e tre. Quello che è interessante notare dall'analisi dei dati, a mio parere, è come il 2011 e 2012 sono stati anni in cui tutte le banche hanno registrato dei risultati inferiori rispetto alla loro media, se non addirittura negativi come per Intesa Sanpaolo. Questi risultati sono dovuti alla forte crisi che ha colpito l'intero sistema economico europeo, crisi che è partita

attorno al 2007 negli Stati Uniti e ha fatto sentire i suoi effetti qualche anno dopo nel sistema bancario europeo. Queste difficoltà legate alle pessime condizioni macroeconomiche in cui le banche si ritrovavano ad operare hanno avuto il loro culmine nel 2013, anno in cui tutte e tre gli istituti studiati hanno chiuso il loro bilancio in negativo a causa della necessità di svalutare avviamento e crediti.

Tuttavia, ricollegandoci alla conclusione di Floyd, possiamo vedere come in questi anni nonostante i risultati negativi tutte e tre le banche in analisi abbiano sempre distribuito dividendi ed in aggiunta, che questi dividendi abbiano mostrato un trend crescente.

Intesa Sanpaolo prima tra tutte presenta dividendi crescenti e ha continuato a distribuirli anche nel 2011 e nel 2013, nonostante le perdite, attingendo dalle sue riserve. Inoltre, il suo payout ratio, tenendo conto delle considerazioni fatte per quello del 2017, è aumentato costantemente da un 37% nel 2009 a un 95% del 2016 e 90% nel 2017, in linea che le promesse fatte agli investitori nell'ambito del loro Piano Industriale 2014-2017 e continuerà a rimanere molto alto secondo gli obiettivi del Piano Industriale 2018-2021.

I dividendi di Unicredit hanno un andamento molto più variabile ma possiamo vedere come il payout sia sempre in aumento tranne negli anni in cui manca del tutto il pagamento dei dividendi che sono il 2011 e il 2016. Tuttavia, le perdite registrate in questi due anni sono causate sempre da svalutazioni ed eventi straordinari e non da un'effettiva riduzione del suo reddito operativo. Tuttavia, nel 2017 Unicredit mantiene la sua promessa di pagare dividendi come aveva proposto all'interno del suo Piano Strategico "Transformer 2019" il che dimostra ancora una volta che dopo il 2016, che è stato un anno di assestamento, la banca usa i dividendi per segnalare al mercato che è di nuovo forte e redditizia.

Mediobanca è la terza delle banche analizzate e anche quella che presenta le dimensioni minori ma anche per lei si conferma il trend di dividendi sempre crescenti a partire dal 2013 in poi.

Nonostante i dati presi in analisi facciano riferimento a un piccolo campione di sole 3 banche, osservandoli con attenzione abbiamo una doppia conferma del fatto che i dividendi vengono utilizzati dalle banche per trasmettere dei messaggi specifici e proprio per questo esse non sono mai propense a tagliarli perché questo deluderebbe le aspettative dei loro investitori, tranne in momenti di difficoltà in cui non possono distribuirli. Vengono così confermate non solo le conclusioni di Floyd et al. ma anche quelle più Lintner (1956) secondo cui i dividendi seguono l'andamento degli utili. Anche se lo studio di Lintner faceva riferimento al settore industriale e non alle banche vediamo come, in modo simile alle imprese, anche le banche stabiliscono un tasso obiettivo di distribuzione dei dividendi per il lungo periodo ed adottino nel corso degli

anni successivi una politica di progressivo adattamento di questi aumentandoli solo quando sono abbastanza sicure di poter sostenere un livello più elevato anche in futuro. (Lintner 1956)

Riprendendo di nuovo la citazione con cui abbiamo iniziato questo lavoro, quello dei dividendi è ancora un puzzle intrigante dove le tessere non combaciano e anche se teoricamente le conclusioni di Modigliani e Miller sono corrette, nella realtà di oggi le imperfezioni di mercato si sono così tanto accentuate che dietro alle scelte di ogni azienda o banca vi è una specifica politica dei dividendi ed il suo studio non può essere trascurato. La difficoltà nel capire le motivazioni sottostanti alla decisione di remunerare o meno gli azionisti e in che modo, è legata al fatto che molto spesso questa decisione dipendono da motivazioni soggettive e personali di ogni azienda o banca che sfuggono ai modelli statistici che in questi anni sono stati elaborati. Non vi è dunque una strategia univoca e vincente e le decisioni future possono essere imprevedibili tanto quanto i mercati e l'economia loro stessi lo sono.

BIBLIOGRAFIA

- ASSOCIAZIONE ITALIANA DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI – SEZIONE DI MILANO, 2018. Il nuovo regime fiscale dei dividendi e delle plusvalenze da partecipazioni. Milano: AIDO. Disponibile su: <https://www.caravatipagani.it/documents/circolare-aidc-n-5-2018-regime-fiscale-dei-dividendi-delle-plusvalenze-partecipazioni/circolare-aidc-n-5-2018-il-nuovo-regime-fiscale-dei-dividendi-e-delle-plusvalenze-da-partecipazioni/> [Data di accesso 01/09/2018]
- AVALLONE, F.G., 2015. L'acquisto di azioni proprie: Teoria e pratica a confronto. 1° ed. Torino: G. Giappichelli Editore. 1-23
- BAKER, H. K., a cura di., 2009. Dividends and dividend policy. New Jersey: John Wiley & Sons. 97-110
- BARTOV, E., KRINSKY, I., LEE, J., 1998. Evidence on How Companies Choose Between Dividends and Open-Market Stock Repurchases, *Journal of Applied Corporate Finance* 11 (1)
- BERK, J., DEMARZO, P., 2015. Finanza Aziendale I. 3° ed. Milano: Pearson Italia. 621-656.
- BLACK, F., 1976, The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2 (2), 5-8
- DAMODARAN, A., 2006. Finanza Aziendale. 2° ed. Milano: Apogeo. 461-508.
- DE LUCA, P., 2008. La Politica dei Dividendi tra Valore per l'Azienda e Valore per l'Azionista, *Amministrazione & Finanza*, 23 (22). 42-50.
- EIJE, H., MEGGINSON, W. L., 2008. Dividends and Shares Repurchases in the European Union, *Journal of Financial Economics*, 89. 347-374
- ELTON, E. J., GRUBER, M. J., 1970. Marginal Stockholder Tax Rate and the Clientele Effect, *The Review of Economics and Statistics* 52 (1). 68-74.
- FAMA E. F., BABIAK, H., 1968. Dividend Policy: An Empirical Analysis, *Journal of the American Statistical Association*, 63 (324), 1132-1161.
- FLOYD, E., LI, N., e SKINNER, D., 2015. Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends, *Journal of Financial Economics*, 118. 299-316.
- GORDON, M. J., 1959. Dividends, Earnings and Stock Prices, *The Review of Economics and Statistics* 41 (2), 99–105.

- GRULLON, G., IKENBERRY, D. L., 2000. What Do We Know About Stock Repurchases?, Journal of Applied Corporate Finance 13(1). 31-51
- LINTNER, J., 1956, Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes, The American Economic Review, 46 (2), 97-113.
- Lo Zanichelli minore. Vocabolario della lingua italiana, 2006. Milano: Zanichelli editore S.p.A.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M., 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, Journal of Business, 34 (4). 411-433.
- RUOZI, R. et al., 2006. Economia e gestione della banca. 4° ed. Milano: Egea. 20-26.

Tutti i dati presenti in questo elaborato provengono da:

- BLOOMBERG, 2018. UCG:IM UniCredit SpA. Disponibile su: <https://www.bloomberg.com/quote/UCG:IM> [Data di accesso 23/08/2018].
- BLOOMBERG, 2018. ISP:IM Intesa Sanpaolo SpA. Disponibile su: < <https://www.bloomberg.com/quote/ISP:IM>> [Data di accesso 23/08/2018]
- BLOOMBERG, 2018. MB:IM Mediobanca Banca di Credito finanziario SpA. Disponibile su <<https://www.bloomberg.com/quote/MB:IM>> [Data di accesso 23/08/2018]
- GRUPPO INTESA SANPAOLO, 2018. Investor Relations. Disponibile su: <https://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/investor_relations/ita_wp_investor_relations.jsp#/investor_relations/ita_wp_investor_relations.jsp> [Data di accesso: 02/09/2018]
- GRUPPO MEDIOBANCA, 2018. Azioni Mediobanca. Disponibile su: < <https://www.mediobanca.com/it/investor-relations/azioni-mediobanca/azioni-mediobanca.html>> [Data di accesso: 02/09/2018]
- GRUPPO UNICREDIT, 2018. Bilanci e Relazioni. Disponibile su: < https://www.unicreditgroup.eu/it/investors/financial-reports.html?topmenu=INT-TM_INV4_it015> [Data di accesso: 02/09/2018]