

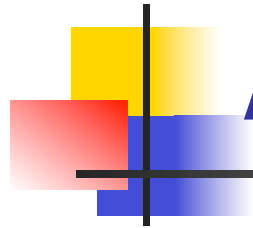


# Corso di Finanza aziendale

## Autofinanziamento e politica dei dividendi

---

Dott.ssa Roberta Pace  
Università degli Studi dell'Aquila  
a.a. 2016-2017

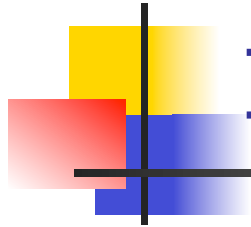


# Autofinanziamento

---


## **Definizione**


L'autofinanziamento esprime la capacità dell'impresa di provvedere in maniera autonoma alla copertura di una parte del fabbisogno generato dalla gestione

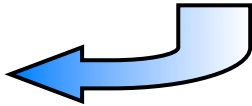


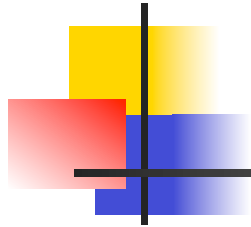
# Il ruolo dell'autofinanziamento

---

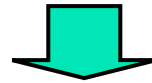
*Profilo patrimoniale*  Accrescimento netto di risorse

*Profilo finanziario*  Attitudine a soddisfare il fabbisogno, riducendo la dipendenza da terzi

Riduzione degli oneri finanziari e del rischio 



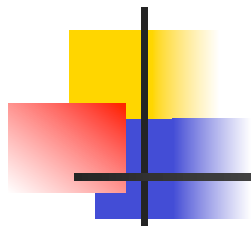
*Autofinanziamento netto residuale*



Capitale autogenerato



Utile non distribuiti e risparmiati



*Autofinanziamento netto residuale  
allargato*



Autofinanziamento in senso stretto  
+  
Capitale rigenerato



Utile non distribuito e risparmiati  
+  
Ammortamento  
+  
Accantonamenti



# La determinazione dell'autofinanziamento

## 1. Metodo analitico

Autofinanziamento in senso stretto

$$\mathbf{AF = Unr}$$

Autofinanziamento allargato

$$\mathbf{AF = Unr + AM + AC}$$

## 2. Metodo globale

$$\mathbf{AF = \Delta INV - \Delta IND - CC + RC}$$

CC = conferimenti di capitale

RC = rimborsi di capitale



# Autofinanziamento e sviluppo

\* *Tasso di sviluppo globalmente sostenibile*

$$g = \frac{\Delta K}{K} = \underbrace{\frac{AF \cdot ri}{K}}_1 + \underbrace{\frac{\Delta PN_i \cdot ri}{K}}_2 + \underbrace{\frac{\Delta ri \cdot PN_f}{K}}_3$$

$g$  = tasso di sviluppo globalmente sostenibile

$K$  = attivo netto

$AF$  = autofinanziamento

$PN_i$  = capitale netto iniziale

$PN_f$  = capitale netto finale

$ri$  = rapporto di indebitamento ( $K/PN$ )

1 Contributo dell'autofinanziamento allo sviluppo

2 Contributo del capitale proprio allo sviluppo

3 Contributo dell'indebitamento allo sviluppo



# Il tasso di sviluppo internamente sostenibile

---

$$g_i = \frac{AF \cdot ri}{K} = \frac{AF \cdot \frac{K}{PN}}{K}$$

$$g_i = \frac{AF}{PN} \quad g_i = \frac{UN}{PN} - \frac{D}{PN}$$

$$g_i = \frac{UN}{PN} - \frac{D}{PN} \cdot \frac{UN}{UN} = \frac{UN}{PN} - \frac{D}{PN} \cdot \frac{UN}{PN}$$

$$g_i = ROE - ROE(d) = ROE(1 - d) = ROE \cdot b$$

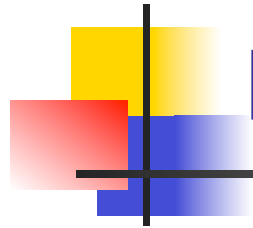




# Il tasso di sviluppo in termini di fatturato

---

$$\frac{K}{V} \cdot TSV = \frac{AF}{V}$$



# L'effetto Lohmann-Ruchti

---

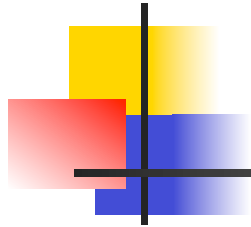
Ammortamento = costo non monetario



Autofinanziamento



Capacità dell'impresa di svilupparsi solo con le quote di ammortamento, evitando o limitando il ricorso a fonti esterne di finanziamento

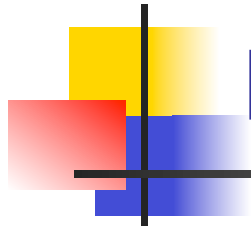


### *Condizioni:*

- impianti acquisiti in blocco in un'unica data
- stabilità dei prezzi nell'intero periodo considerato
- politica di ammortamento a quote costanti
- conseguimento di utili e di ricavi sufficienti a garantire la copertura delle quote di ammortamento
- possibilità di espansione della capacità produttiva

### *Critiche:*

La capacità dell'ammortamento di contribuire allo sviluppo dipende dall'applicazione di aliquote di ammortamento elevate



# Politica dei dividendi e valore

---

La politica dei dividendi è una strategia finalizzata ad individuare i tempi, le modalità e soprattutto l'entità degli utili da offrire agli azionisti e, conseguentemente, la porzione di utili da risparmiare e reinvestire nell'impresa

- ✓ Azionisti di "breve periodo"
- ✓ Azionisti di "lungo periodo"



# Le “fasi” per la distribuzione dei dividendi

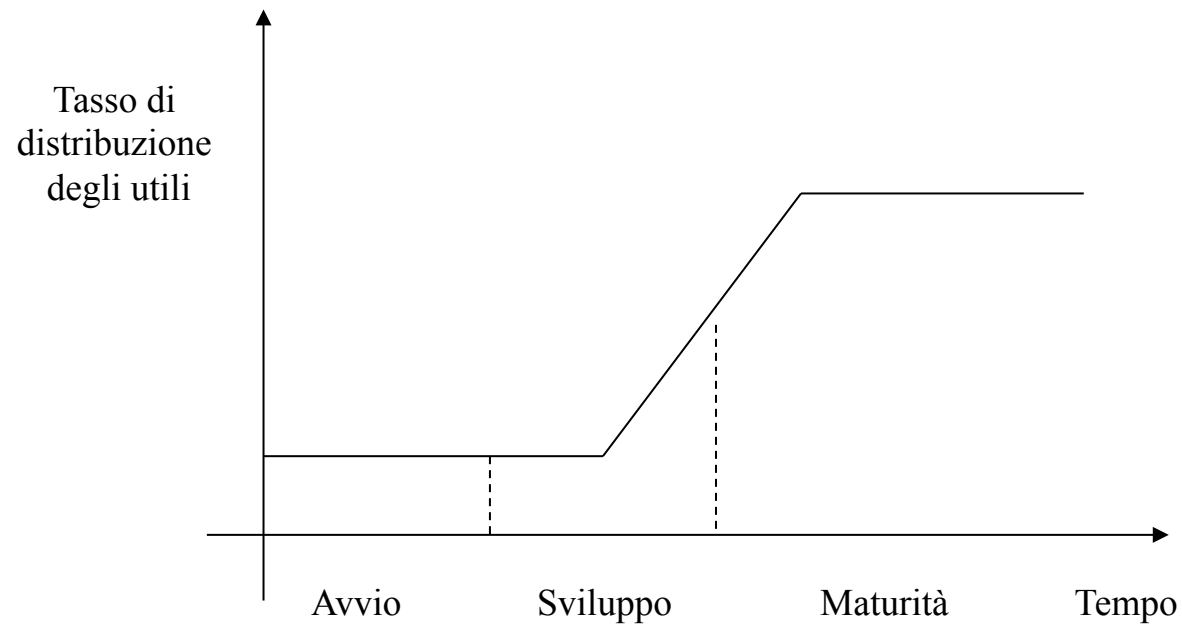
---

- ✓ Data di annuncio
- ✓ Data di registrazione
- ✓ Data *ex-dividend*
  - Titolo *cum-dividend*
  - Titolo *ex-dividend*
- ✓ Data di pagamento



# Dividendi e ciclo di vita dell'impresa

---





# Gli indicatori della politica dei dividendi

---

Il rapporto di pay-out

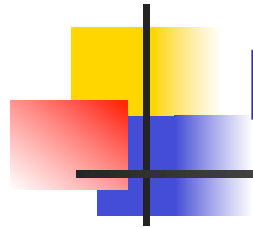
$$d = \frac{D}{U}$$

Il tasso di crescita dei dividendi

$$g = b \cdot ROE$$

Il dividend yield

$$dy = \frac{D}{P}$$



# Le teorie di riferimento

---

- ✓ Teoria dell'irrilevanza dei dividendi (Modigliani e Miller)
- ✓ La politica dei dividendi in presenza di imposte
- ✓ L'impostazione tradizionale
- ✓ La teoria dei segnali
- ✓ Il modello di Walter





# L'irrilevanza della politica dei dividendi (1)

---

1. Mercati finanziari efficienti
2. Assenza di imposte
3. Assenza di costi di transazione
4. Assenza di costi di fallimento
5. L'impresa si finanzia esclusivamente emettendo azioni o obbligazioni (emesse ad un tasso *risk free*)
6. La politica di investimento è invariata nel tempo
7. Il rendimento del capitale proprio è soggetto al rischio
8. Il costo dell'intero capitale raccolto è dato dal wacc
9. Il management agisce nell'interesse degli azionisti
10. L'impresa è in grado di generare cash flow all'infinito



## L'irrilevanza della politica dei dividendi (2)

---

Il valore dell'impresa è determinato solo dalla politica di investimento ed è neutrale rispetto alla politica dei dividendi (fungibilità totale tra autofinanziamento ed emissione di azioni).

In un mercato efficiente, due imprese con la stessa identica combinazione di attività non possono che avere uno stesso valore di mercato, corrispondente a quello effettivo, indipendentemente dalla politica dei dividendi perseguita.



## L'irrilevanza della politica dei dividendi (3)

---

- ✓ Decisione sulla politica dei dividendi da seguire
- ✓ Si decide di aumentare il livello dei dividendi
- ✓ Vantaggio immediato per gli azionisti
- ✓ Il prezzo delle azioni è  $<$  del precedente per l'avvenuto stacco del dividendo
- ✓ In un mercato efficiente la riduzione di valore coincide con il maggior dividendo
- ✓ Il vantaggio immediato rappresentato dal maggiore dividendo è compensato dalla perdita di valore della partecipazione

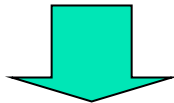


# La politica dei dividendi in presenza di imposte

---

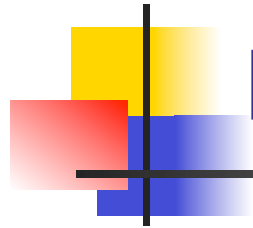
Si parla di *personal tax*

Anche se l'aliquota d'imposta tra dividendi e capital gain è uguale, c'è un vantaggio fiscale connesso al capitale gain



Se imposta sui dividendi  $>$  imposta sul capital gain, conviene scegliere l'autofinanziamento (si capitalizzano i dividendi)

“Effetto clientela”



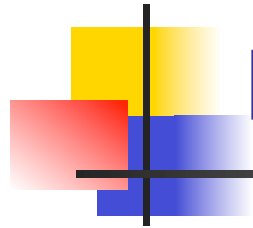
# L'impostazione tradizionale

---

Un aumento dei dividendi determina una  
crescita delle quotazioni

Evidenze empiriche

Effetto clientela



# La teoria dei segnali

---

Dividendi come strumento di comunicazione tra impresa e mercato

Aumento dividendi → Aumento stabilità

Problema delle aspettative future degli azionisti:

L'impresa sarà in grado di sostenere la nuova politica dei dividendi?



# Il modello di Walter

---

L'impresa deve trattenere utili fino a quando al suo interno vi siano progetti validi e profittevoli

$$P = \frac{D + \frac{r}{i}(EPS - D)}{i}$$

$P$  = prezzo dell'azione

$D$  = dividendo unitario distribuito

$EPS$  = *earning per share*

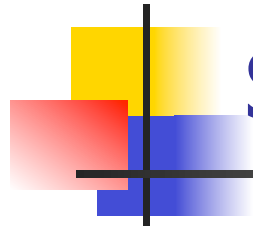
$r$  = tasso di redditività di investimento aggiuntionale

$i$  = tasso di capitalizzazione del mercato

Se  $r > i$  ➡ Autofinanziamento

Se  $r < i$  ➡ Distribuzione dividendi

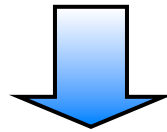
Se  $r = i$  ➡ 
$$P = \frac{D + (EPS - D)}{i} = \frac{EPS}{i}$$



# Stock dividend

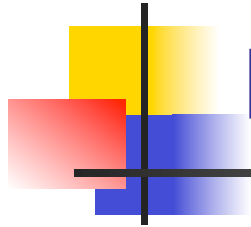
---

Distribuzione di utili sotto forma di azioni, mediante un aumento di capitale gratuito e l'utilizzo di riserve



- ✓ Aumento del numero di azioni
- ✓ Aumento dei dividendi
- ✓ Riduzione del valore contabile delle azioni
- ✓ Patrimonio netto invariato
- ✓ Capitale sociale aumenta





# Frazionamento delle azioni

---

Aumento del numero delle azioni attraverso una riduzione del valore nominale

- ✓ Capitale sociale invariato
- ✓ Patrimonio netto invariato
- ✓ Volontà di ridurre il prezzo delle azioni
- ✓ Possibile riduzione dell'utile per azione