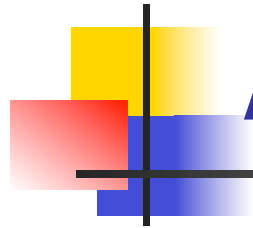




Corso di Finanza aziendale

Autofinanziamento e politica dei dividendi

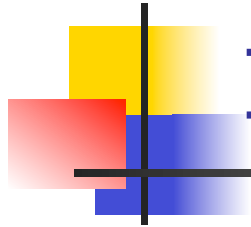
Prof.ssa Roberta Pace
Università degli Studi dell'Aquila
a.a. 2018-2019



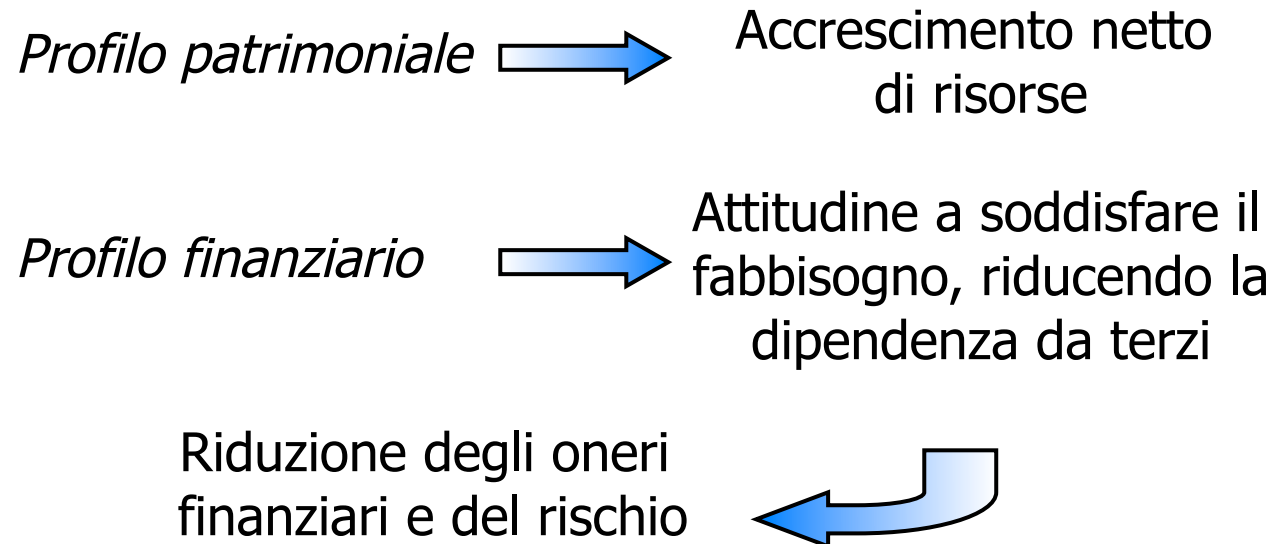
Autofinanziamento

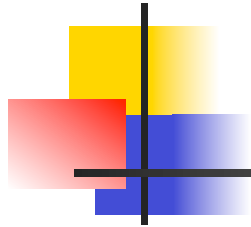
Definizione

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

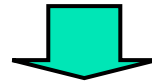


Il ruolo dell'autofinanziamento





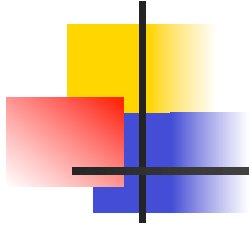
Autofinanziamento netto residuale



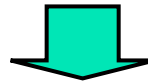
Capitale autogenerato



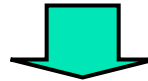
Uti non distribuiti e risparmiati



*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

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

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

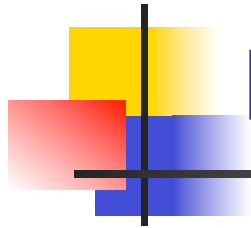
$$g_i = \frac{UN}{PN} - \frac{D}{PN} \cdot \frac{UN}{UN} = \frac{UN}{PN} - \frac{D}{PN} \cdot \frac{UN}{PN}$$

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



Il tasso di sviluppo in termini di fatturato

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



L'effetto Lohmann-Ruchti

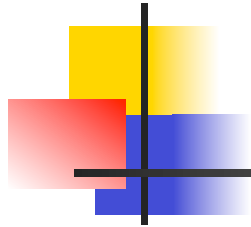
Ammortamento = costo non monetario



Autofinanziamento



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

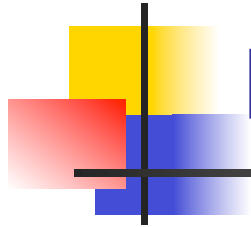


Condizioni:

- 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

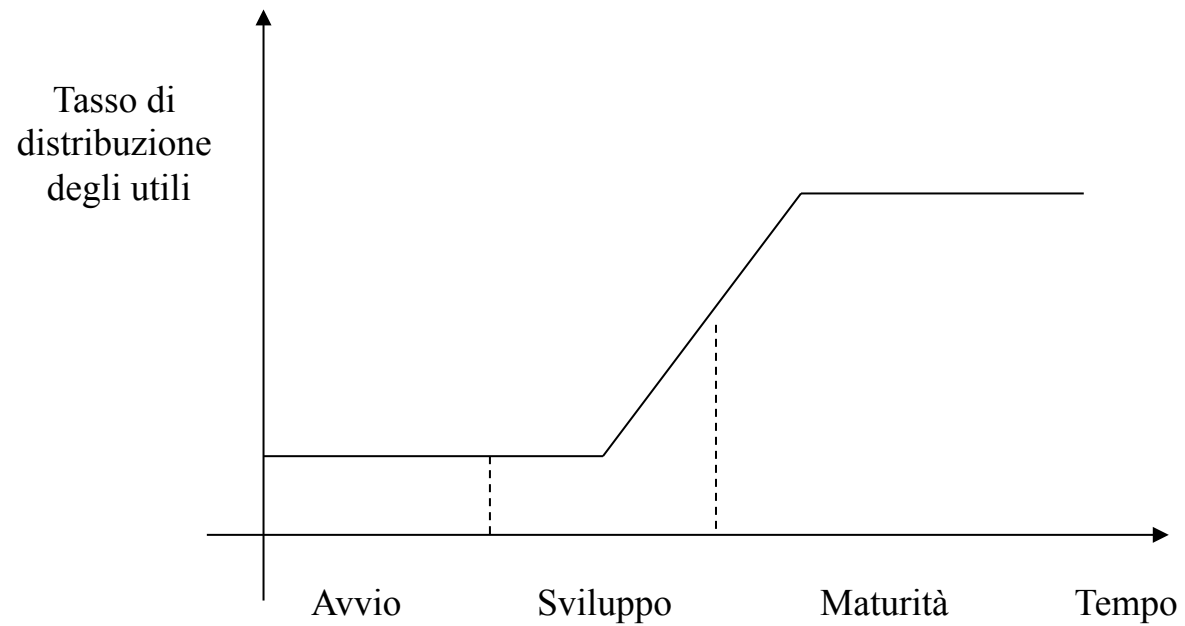
- ✓ Azionisti di "breve periodo"
- ✓ Azionisti di "lungo periodo"



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

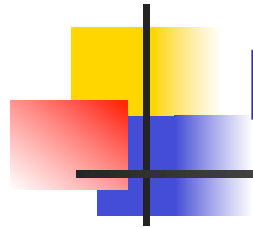
$$d = \frac{D}{U}$$

Il tasso di crescita dei dividendi

$$g = b \cdot ROE$$

Il dividend yield

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



Le teorie di riferimento

- ✓ Teoria dell'irrelevanza 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)

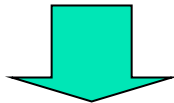
- ✓ Decisione sulla politica dei dividendi da seguire
- ✓ Si decide di aumentare il livello dei dividendi
- ✓ Vantaggio immediato per gli azionisti
- ✓ Il prezzo delle azioni è $<$ del precedente per l'avvenuto stacco del dividendo
- ✓ In un mercato efficiente la riduzione di valore coincide con il maggior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



La politica dei dividendi in presenza di imposte

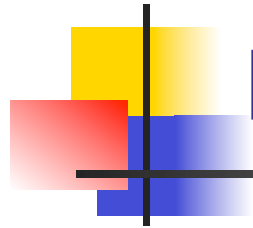
Si parla di *personal tax*

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”

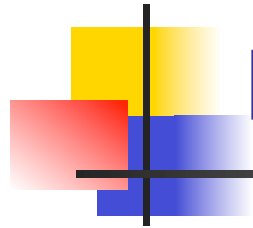


L'impostazione tradizionale

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

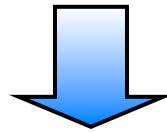
Se $r < i$ ➡ Distribuzione dividendi

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

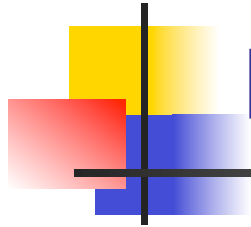


Stock dividend

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