

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

LA POLITICA DEI DIVIDENDI NEL
SETTORE ASSICURATIVO E
BANCARIO

Relatore: Prof. Arturo Capasso

Candidato: Daniele Marino

Matricola: 188581

Anno accademico:

2016/2017

La Politica dei dividendi nel settore assicurativo e bancario

Indice

Introduzione

- 1 Che cos'è un dividendo
 - 1.1 La politica dei dividendi
 - 1.2 Acquisto di azioni proprie
 - 1.3 Il teorema di Modigliani e Miller in condizioni di certezza
 - 1.3.1 In condizioni di incertezza
 - 1.4 Healy e Palepu
- 2 La tassazione dei dividendi in Italia
 - 2.1 La doppia imposizione
 - 2.2 La rilevanza delle imposte ai fini della politica dei dividendi
 - 2.2.1 Murgia e Michaely
- 3 Metodo di analisi
 - 3.1 Settore assicurativo
 - 3.2 Settore bancario

Conclusioni

Bibliografia

Introduzione

Coase definiva l'impresa come "una forma particolare di associazione dotata di una personalità distinta da quella dei soci, che, grazie al suo capitale, può acquisire risorse trasformabili in prodotti o servizi da vendere al mercato, ottenendo dalla differenza fra i ricavi e i costi sostenuti un profitto con il quale remunerare il capitale, quindi gli azionisti". Questo profitto è detto dividendo.

Nel seguente elaborato, strutturato in tre capitoli, si approfondirà la politica dei dividendi, ovvero il processo inerente la gestione finanziaria teso a impiegare nel miglior modo la liquidità eccessiva in caso di esaurimento di progetti proficui nei quali investire. Essa può essere attuata principalmente mediante la distribuzione dei dividendi o l'acquisto di azioni proprie, ma non solo, come vedremo. Quali fattori deve considerare il management prima di intraprendere una determinata politica dei dividendi? All'interno del primo capitolo, nella sua parte iniziale, analizzeremo proprio le varie forme in cui si articola la politica dei dividendi si apre con un'introduzione ai dividendi in generale e prosegue con l'approfondimento sulla politica dei dividendi vera e propria: le diverse modalità di distribuzione e utilizzazione degli utili, con approfondita analisi del riacquisto di azioni proprie e ci soffermeremo sulla funzione informativa dei dividendi, che è un tema preponderante nella trattazione della politica dei dividendi a causa della sua cruciale importanza nel trasmettere al mercato informazioni e influenzare il valore delle azioni dell'impresa. Successivamente si esporrà il teorema fondante della questione relativa alla distribuzione dei dividendi e degli effetti che essa ha sul valore dell'impresa: il teorema di Modigliani e Miller, sia sotto l'ipotesi di certezza e mercato perfetto che abbandonando questa ipotesi solo teorica e affrontando la questione in caso di incertezza, più aderente alla realtà dei fatti, analizzando così le loro tesi in merito al valore dell'impresa e delle determinanti che lo compongono. Poi mediante l'enunciazione del teorema di Healy e Palepu e una veloce trattazione dei risultati che questi hanno raccolto mediante la loro analisi si cercherà di approfondire la cosiddetta "funzione informativa" dei dividendi. Successivamente al capitolo due si studierà la normativa vigente in Italia in materia di dividendi, riformata recentemente nel 2004 e nel 2008, introducendo significativi mutamenti legislativi in merito, riguardanti anche l'abolizione di alcune tasse come l'IRPEG, tenuta ad esempio in considerazione da Michealy e Murgia nella loro analisi, a discapito dell'IRES e l'eliminazione del credito d'imposta nel 2003 con l'introduzione dell'esenzione, sistema più efficiente al fine di non essere gravati da doppia imposizione, che oltre ad essere poco equa è anche vietata dall'ordinamento. Questo tema sarà approfondito sempre

all'interno del capitolo due, nel quale si affronta questa tematica, che ha sempre fatto avvertire la necessità della riforma dei dividendi, che finalmente ha risolto la questione mediante l'introduzione della trasparenza fiscale per le società di persone e l'esenzione per le società di capitali. Poi si passa alla disamina della rilevanza delle imposte nell'influenzare la politica dei dividendi delle imprese, ciò ci porterà alla disamina di varie teorie fatte in merito per culminare con lo studio del teorema di Michealy e Murgia, che analizzano la propensione diversa di investitori alla percezione di dividendi o capital gains. Infine il culmine di questo elaborato arriva con la parte più rilevante di esso, ovvero il terzo capitolo, nel quale vi è la trattazione dell'analisi quantitativa in merito alla politica dei dividendi nel settore assicurativo e in quello bancario, mediante l'osservazione del comportamento dei vari player del settore italiano nel momento della deliberazione della distribuzione dei dividendi. In questo capitolo si cercherà di capire quale sia la solidità delle banche e delle imprese assicuratrici nel nostro paese, quali sono i loro risultati reddituali alla fine degli anni considerati e mediante ciò comprendere quali sono i principali fattori che spingono un'impresa a deliberare lo stacco delle cedole. Quanto esse tengono effettivamente conto dei dati contabili ottenuti durante l'esercizio? Quanto invece altri fattori incidono su questa decisione? In caso di utile le imprese distribuiscono sempre dividendi? Se sì quanta parte di esso? Questi sono alcuni degli interrogativi a cui proverò a rispondere nel seguente lavoro.

1. Che cos'è un dividendo?

Il dividendo è quella parte degli utili di esercizio che l'assemblea decide, su proposta dell'organo amministrativo di distribuire ai soci, si intende generalmente una remunerazione dei soci di una società di capitali; si tratta quindi un'erogazione di parte degli utili conseguiti durante un esercizio e che in virtù di un'attenta valutazione, il Cda propone all'assemblea di distribuire. L'impresa potrebbe altresì stabilire di non erogare dividendi, per cogliere opportunità di investimento particolarmente redditizie, o sanare perdite pregresse, oppure far fronte ad esigenze di liquidità, destinando gli utili alla cassa. I dividendi possono essere di due tipi: ordinari e straordinari. Ciò che li differenzia è la capacità dell'impresa di poter garantire nel lungo termine il pagamento di essi; ciò significa quindi che i dividendi ordinari sono quelli che l'impresa ritiene di poter erogare in maniera stabile e duratura ai propri azionisti, i dividendi straordinari sono invece legati a eventi generalmente irripetibili o comunque non ragionevolmente prevedibili, che gli azionisti non possono essere sicuri di ricevere in futuro con una certa regolarità.

Si capisce dunque, che dietro alla decisione di pagare dividendi vi è una valutazione attenta non solo del contesto aziendale ma anche dell'ambiente esterno; questo perché alla distribuzione dei dividendi è legata una capacità informativa, diretta ai principali portatori di interesse dell'impresa, che nel caso dei dividendi ordinari si concretizza nella capacità aziendale di assicurare un dividendo duraturo. A tal proposito, si parla spesso di contenuto informativo dei dividendi¹: l'annuncio di un aumento dei dividendi è un segnale avvertito positivamente dagli investitori, che sono consapevoli del fatto che i manager non saranno disposti a modificare le politiche di payout se non credono che esse possano essere effettivamente sostenute. Gli investitori, che sono interessati alla variazione del tasso di dividendo più che al loro valore assoluto, nutriranno un certo grado di fiducia circa il rialzo degli utili nel futuro; ciò si rifletterà sul prezzo delle azioni, che come è facile aspettarsi subirà un aumento. Da ciò deriva che l'impresa valuterà un possibile aumento del tasso di dividendo solo quando sarà abbastanza certa di poterlo garantire nel lungo periodo: questo, insieme ad altri fattori di contesto (imposte, assetto azionario, *governance*, opportunità di investimento, fabbisogno finanziario) rappresenta spesso un deterrente alla distribuzione degli utili in forma di

1 Principi di Finanza Aziendale, R.A. Brealy, S.C. Mayers, F. Allen, S. Sandri.

dividendo. Ancora, la classificazione include dividendi in contante, distribuiti periodicamente (mensilmente, trimestralmente, semestralmente, annualmente) o erogati sotto forma di azioni (*stock dividend*), in tal caso si parla spesso di aumento gratuito di capitale (in Italia). L'emissione gratuita di nuove azioni, non comporta una modifica del valore delle attività e passività di un'impresa e di conseguenza anche il valore dell'*equity* azionario resta immutato. Ciò che varia è solo il numero di azioni in circolazione, che essendo maggiore determinerà una diminuzione del loro prezzo, giacché il valore complessivo è diviso su un numero di azioni più grande.

La distribuzione di dividendi può riguardare gli utili conseguiti ma anche quelli accantonati a riserva. Hanno diritto al dividendo tutti i soci che, alla data di stacco del dividendo, sono intestatari dei titoli azionari presso Monte Titoli. Nello specifico i dividendi saranno pagati a tutti coloro che risulteranno registrati entro la data di registrazione. L'assemblea deve redigere un verbale, soggetto a registrazione presso l'Agenzia delle Entrate, entro i 20 giorni che precedono la delibera assembleare. Solo gli utili risultanti da bilancio regolarmente approvato, possono essere distribuiti. Per i dividendi straordinari, questi possono essere distribuiti se esistono delle riserve liberamente utilizzabili; ciò significa che (ai sensi dell'art. 2433 c.c.) se ci sono state perdite che hanno comportato una riduzione del capitale sociale, gli utili conseguiti nell'ultimo esercizio, non possono essere distribuiti fino a che il capitale non sia stato reintegrato o ridotto in misura corrispondente alla perdita.

1.1 La politica dei dividendi

La politica dei dividendi è una delle decisioni più difficili da prendere nell'ambito della pianificazione finanziaria di un'impresa. Essa ha ad oggetto la distribuzione della ricchezza "in eccesso" dell'impresa agli azionisti. La distribuzione dei dividendi di norma viene messa in atto quando l'impresa non ha opportunità di investimento con rendimento superiore al costo del capitale, tuttavia essa avviene talvolta anche nel caso vi siano opportunità di investimento profittevoli.

I dividendi sono la strada principale per distribuire flussi di cassa agli azionisti²; strade secondarie sono il riacquisto di azioni proprie, la distribuzione di capitale esuberante, lo *spinoff* e lo *splitoff*. Il riacquisto di azioni proprie (*buyback*) è abbastanza diffuso e può essere utilizzato su base corrente, anche in Italia; la restituzione di capitale esuberante è una operazione assai peculiare e può essere utilizzato solo in un contesto molto preciso, la regolamentazione infatti tende a rendere molto vincolata questa possibilità; lo *spinoff* è la suddivisione (scorporo) di una sotto unità di impresa, le cui azioni sono attribuite agli azionisti dell'impresa scorporante; lo *splitoff* è la suddivisione dell'impresa madre (che cessa di esistere) in due imprese figlie, con conseguente attribuzione delle azioni. Lo *splitoff* e lo *spinoff* si giustificano in casi in cui talune attività dell'impresa siano notevolmente sottovalutate dai mercati. Più precisamente, l'impresa attribuisce infatti un dividendo quando riesce a sostenere i progetti di investimento affrontando il debito che si produce. Il costo differenziale del dividendo è dato dagli oneri finanziari legati all'indebitamento attivato dal flusso di cassa destinato ai soci, essendo assai modesti, almeno nel breve periodo, gli effetti sul costo opportunità dei mezzi propri. Se i soci ricevono la somma D , il costo relativo è pari al tasso r per il debito prodotto ($r \cdot D$). Al netto delle imposte, il costo è stimabile in $r \cdot D \cdot (1-t)$. Come è noto, il costo del debito, al netto delle imposte, è quasi sempre meno elevato del costo opportunità dei mezzi propri. Questa è la ragione per cui, sotto la condizione di un accettabile equilibrio finanziario, l'attribuzione di un dividendo contribuisce ad abbassare il costo medio ponderato del passivo. Vi è quindi un incentivo a distribuire il dividendo se le condizioni di indebitamento non si fanno, di conseguenza anche a tale operazione, troppo pronunciate. Il dividendo tende anche a rendere possibile una più

² Analisi Finanziaria, n. 48, 2002, pp. 94-111, Giulio Tagliavini

efficace diversificazione degli investimenti personali dell'azionista; questa strada è particolarmente preziosa per le imprese non quotate, per le quali l'azionista non può alternativamente alleggerire la propria partecipazione per fare cassa. Le imprese tendono a non modificare la propria politica dei dividendi, anche a causa della funzione informativa che essi assolvono, infatti diminuire il dividendo ordinario, che è quello che stabilmente dovrebbe essere corrisposto agli azionisti, trasmette un segnale negativo al mercato sulla redditività dell'impresa e sulla sua affidabilità, ma anche iniziare a corrispondere un dividendo se non lo si è mai fatti prima potrebbe trasmettere un segnale negativo, infatti potrebbe stare a significare che l'impresa ha esaurito gli investimenti profittevoli a sua disposizione e che potrebbe rallentare consequenzialmente la sua crescita. I dividendi quindi, a dispetto degli utili, dovrebbero seguire un andamento più regolare, anche se nell'ambito di questo lavoro vedremo invece che molte volte i risultati reddituali dell'impresa influenzano il dividendo da essa corrisposto. Inoltre la scelta concernente il dividendo è anche influenzata dallo stadio del ciclo di vita dell'impresa, infatti imprese in fase di sviluppo di solito non distribuiscono dividendi, mentre imprese ormai avviate sono più propense a farlo anche in caso di dati contabili non proprio eccelsi. Il dividendo infine non è esatto che viene pagato mediante l'utile, esso è sicuramente un prerequisito importante tuttavia, in realtà viene pagato mediante i flussi di cassa. Sicuramente affinché vi sia una distribuzione di dividendi condizione necessaria è che oltre un buon risultato economico si raggiunga anche un buon risultato finanziario.

1.2 Acquisto di azioni proprie

“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. In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate” così recita l'articolo 2357 del codice civile. L'acquisto e la detenzione di azioni proprie sono uno strumento estremamente duttile che può essere utilizzato per perseguire un nutrito numero di scopi tra loro diversissimi:

a) Favorire l'uscita del socio dalla società: il diritto di exit viene garantito mediante la possibilità concessa al socio di alienare alla società il proprio pacchetto azionario. Viene in tal modo a configurarsi una particolare forma di recesso: in questo caso di risoluzione “consensuale” del rapporto società e socio contrattano il prezzo di scambio per la vendita delle azioni alla società appartenenti al socio uscente.

b) Influenzare il prezzo azionario: l'impresa può attuarlo, oltre che per finalità speculative, per ristabilire «un corretto rapporto prezzo corrente-valore economico»; l'acquisto può essere anche teso a ricreare attorno al titolo un ravvivato interesse, suscitando ed alimentando la domanda di azioni.

c) Investimento di liquidità: qualora tutte le prospettive di remunerativi investimenti di capitale si siano esaurite e la società residui ancora di liquidità disponibile, gli amministratori possono decidere di effettuare un acquisto di azioni proprie, investendo la ricchezza più proficuamente rispetto alle altre alternative al momento a disposizione della società.

d) Riduzione di capitale: l'obiettivo di cambiamento della struttura finanziaria può essere raggiunto mediante acquisto e successivo annullamento delle azioni proprie.

La realizzazione di un'operazione di buyback produce effetti sulla percezione dell'impresa da parte del mercato e può potenzialmente veicolare un messaggio che viene, più o meno consapevolmente, trasmesso all'esterno: risulta quindi essenziale che l'impresa sia consapevole della portata della sua decisione sotto il profilo strettamente finanziario e comunicativo (la generazione di aspettative negli investitori). Un piano di

acquisto di azioni proprie richiede un investimento di risorse finanziarie ed è nell'ottica del miglior impiego del capitale che i manager devono decidere se effettuarlo o meno. Per capire l'importanza della politica dei dividendi è necessario partire dal presupposto che il mercato dei capitali con cui le imprese interagiscono non è perfetto: in un mercato dei capitali perfetto, infatti, la politica dei dividendi sarebbe irrilevante per gli investitori e anche la decisione di procedere ad un *repurchase program* non produrrebbe effetti sulle aspettative del mercato e sul valore dell'impresa. In presenza di un mercato dei capitali imperfetto, invece, i manager devono costantemente confrontarsi con le seguenti aspettative: l'erogazione di un dividendo ordinario in contanti tende ad essere interpretato dagli azionisti come un impegno a lungo termine: nella realtà empirica è stato infatti dimostrato che una riduzione del dividendo atteso provoca un deprezzamento del titolo. Non si deve però ingenerare l'erronea convinzione che l'acquisto di azioni proprie sia prioritariamente finalizzato alla realizzazione di plusvalenze: un programma di acquisto di azioni proprie deve in primo luogo costituire una modalità efficiente di distribuzione di un eccesso di liquidità dell'impresa e dev'essere effettuato solo a seguito di un'attenta analisi dei fabbisogni interni, tenendo conto: - della liquidità necessaria alle transazioni ordinarie; - della liquidità funzionale a dar corso ad operazioni straordinarie di acquisizione; - di una quota di liquidità precauzionale per fronteggiare eventi imprevisti e fabbisogni inattesi. Dunque tutto ciò che eccede le predette necessità dev'essere convogliata altrove: prioritariamente la liquidità dev'essere investita in progetti a valore attuale netto positivo e solo secondariamente deve essere distribuita agli azionisti, operando una scelta tra l'erogazione di dividendi e l'avvio di *share repurchase programs*. Una serie di aspetti possono dunque rendere maggiormente conveniente l'acquisto di azioni proprie, tra cui: la flessibilità (l'annuncio del buyback infatti non costituisce un impegno vincolante per l'impresa), il vantaggio fiscale (che sussiste ogniqualvolta l'aliquota che grava sui soci per i dividendi incassati è superiore all'aliquota sui capital gain). Oltre alla maggior efficienza fiscale e alle caratteristiche di straordinarietà dei flussi di cassa che li originano, le imprese tendono a preferire gli acquisti di azioni proprie all'erogazione di dividendi in contanti quando si trovano in una fase iniziale del loro ciclo di vita: in tal modo esse riescono a mantenere una dose più elevata di flessibilità che permette loro di cogliere opportunità di investimento inaspettate o far fronte ad improvvisi fabbisogni inattesi non potendo contare su una capacità di generare flussi di cassa operativi elevati. Un programma di riacquisto di azioni proprie viene generalmente giudicato

positivamente se provoca un incremento (ragionevolmente durevole) nel prezzo delle azioni. L'obiettivo primario dell'operazione è di comunicare al mercato l'abilità dell'impresa di fornire un rendimento il più possibile elevato a parità di rischio rispetto ai propri concorrenti.³

³ L'acquisto di azioni proprie: aspetti strategici, valutativi e riclassificatori- Francesca Lorenzi,2014

1.3 Il teorema di Modigliani e Miller- l'effetto dei dividendi sul valore dell'impresa (in condizioni di certezza)

L'effetto della politica dei dividendi di un'impresa sul prezzo corrente delle sue azioni è una questione di considerevole importanza non solo per l'alto management aziendale, che deve delineare la politica, ma anche per gli investitori che pianificano di acquisire azioni dell'impresa e per gli economisti, che intendono delineare e valutare il funzionamento del mercato dei capitali⁴.

Le imprese con politiche di dividendi generose vendono costantemente ad un prezzo maggiore rispetto a quelle con dividendi minori? Vi è un ottimo payout ratio che massimizza il valore corrente delle azioni? È ciò che si domandavano Franco Modigliani e Merton Miller. Nel 1958 i due studiosi si posero questa domanda e, constatando l'assenza di letteratura al riguardo decisero di colmare questa lacuna e sviluppare un teorema articolato in 5 sezioni: Nella prima sezione del Trattato vengono analizzati gli effetti delle differenti politiche dei dividendi sul prezzo delle azioni in un'economia ideale caratterizzata da un mercato dei capitali perfetto, comportamento razionale e informazione perfetta. Nella seconda sezione invece viene analizzato cosa gli investitori effettivamente capitalizzano quando comprano azioni, mentre nella terza sezione si studiano le relazioni tra prezzo, il tasso di crescita dei profitti e il tasso di crescita del dividendo per azione. Nella quarta sezione si abbandona l'ipotesi di certezza e si modificano le conclusioni a cui si era pervenuti con questa ipotesi, infine nella quinta sezione si esaminano le implicazioni per la politica dei dividendi di alcuni tipi di imperfezione dei mercati.

Nella prima sezione vengono fatte tre ipotesi largamente utilizzate nell'ambito dell'economia ovvero: mercati perfetti, nei quali ogni soggetto ha eguale accesso alle informazioni, esse sono gratuite e non vi è alcun costo di transazione; comportamento razionale, secondo questo principio gli investitori, agendo da homini economici, preferiscono sempre maggiore ricchezza a minore e sono indifferenti che questa maggiore ricchezza sia sotto forma di denaro o di aumento del valore delle azioni possedute; infine l'ultima ipotesi implica "la perfetta certezza", ovvero la completa

⁴ Dividend Policy, Growth and The Valuation Of Shares; in "The Journal of Business", F. Modigliani, M. H. Miller 1961

garanzia data a ognuno degli investitori a proposito della parte nel futuro programma di investimento e nei futuri profitti di ogni impresa. Dopo aver formulato queste tre ipotesi si assume che la valutazione delle quote sarà governata dal seguente principio: il prezzo di ogni azione dovrà essere tale che il tasso di profitto su ogni azione dovrà essere lo stesso in ogni dato intervallo temporale.

Se poniamo: $d_j(t)$ = dividendi per azione pagati dall'impresa j nel periodo t

$P_j(t)$ = il prezzo di un'azione dell'impresa j all'inizio del periodo t

$$\frac{d_j(t) + p_j(t+1) - p_j(t)}{p_j(t)}$$

$p_j(t)$

Altrimenti i possessori di azioni a basso profitto (altamente costose) potrebbero ottenere maggiore ricchezza vendendo queste azioni e comprandone altre che offrono un maggiore tasso di redditività. Questo processo dovrebbe tendere a far abbassare i prezzi delle azioni che garantiscono un minor rendimento e far salire quello delle azioni ad alta redditività fino a quando il differenziale tra i tassi di redditività viene eliminato.

Qual è la migliore strategia per l'impresa al fine di finanziare gli investimenti e massimizzare il valore dell'impresa: ridurre i dividendi e affidarsi sulle riserve o alzare i dividendi ma emettere nuove azioni? Nel mondo ideale ipotizzato questa questione può essere semplicemente risolta: i due effetti si devono controbilanciare così che non vi sia differenza tra le due politiche di dividendi. Al fine di dimostrare ciò ci basta esprimere $m(t+1) \times p(t+1)$ in termini di $D(t)$. Specificamente se $I(t)$ è il livello degli investimenti dato e se $X(t)$ è il profitto netto totale, sappiamo che il capitale richiesto sarà $m(t+1)p(t+1) = I(t) - [X(t) - D(t)]$

Sostituendo questa nell'espressione

$$V(t) = \frac{1}{1+\rho(t)} [D(t) + n(t)p(t+1)] = \frac{1}{1+\rho(t)} [D(t) + V(t+1)$$

$$-m(t+1)p(t+1)]$$

otteniamo il valore dell'impresa al tempo $t=$

$$V(t) = n(t)p(t) = \frac{1}{1+\rho(t)} [X(t) - I(t) + V(t+1)]$$

Dato che $D(t)$ non appare direttamente nella formula del valore al tempo T e dato che $X(t)$, $I(t)$, $V(t+1)$ and $p(t)$ sono tutti indipendenti da $D(t)$ segue che il valore corrente

dell'impresa è indipendente dalla decisione corrente in merito ai dividendi. Essendo $V(t)$ indipendente dalla decisione corrente sui dividendi essa deve essere indipendente anche dalla futura decisione in merito.

1.3.1 In condizioni di incertezza

Dopo aver tralasciato le ipotesi della prima sezione a sostegno della tesi dell'irrelevanza, quindi in condizioni di incertezza, la politica dei dividendi resta ininfluenza nei confronti del valore di un'impresa, e non è una determinante del valore di essa.

Quindi viene assunta una prospettiva diversa e ad esempio viene meno l'ipotesi del comportamento razionale degli investitori, comportamento che in condizione di incertezza è influenzato tanto dai gusti quanto dalle aspettative.

A questo livello di analisi, M&M parlano di *imputed rationality* e *symmetric market rationality*, intendendo col primo termine, che un operatore individuale reputa tutti gli altri operatori del mercato razionali⁵ e con il secondo termine che, se tutti gli operatori del mercato si comportano razionalmente, allora anche il mercato, inteso nel suo complesso, sarà simmetricamente razionale.

Questa nuova definizione di comportamento razionale differisce da quella data inizialmente sotto molteplici aspetti:

Innanzitutto, tale definizione di razionalità riguarda tanto le scelte individuali tanto le aspettative degli altri operatori; in secondo luogo, la definizione data si estende al mercato nel suo complesso e non solo al comportamento individuale; infine non può essere dedotta dalla definizione di razionalità a cui si è fatto riferimento inizialmente, in quanto in quel caso il comportamento razionale di un singolo individuo non implicava per riflesso la razionalità di tutti gli altri. Infatti sotto tale ipotesi, potrebbero essere considerate razionali delle scelte che in contesti diversi risultavano incompatibili con il concetto di razionalità. In un contesto simile, è ragionevole ipotizzare che per tale investitore potrebbe essere razionale attuare delle strategie che altrimenti sarebbero state considerate irrazionali.

Sulla base di tali ipotesi, l'analisi di M&M prosegue con la dimostrazione che, tenendo conto delle dovute correzioni per effetto dell'incertezza riguardo la dinamica futura dei

⁵ Dividend Policy, Growth and The Valuation Of Shares; in "The Journal of Business", F. Modigliani, M. H. Miller 1961

rendimenti, dei dividendi e degli investimenti, le conclusioni a cui si era giunti nelle condizioni precedentemente descritte, non necessitano di alcuna radicale modifica; ciò significa che anche in presenza di incertezza la politica dei dividendi resta irrilevante rispetto al valore corrente di un'impresa.

Per dimostrarlo, consideriamo il caso in cui gli investitori attuali credano che il futuro flusso dei rendimenti e degli investimenti di due diverse imprese (1 e 2) saranno uguali, a prescindere dal valore corrente che essi assumono. Si considerano inoltre uguali le politiche dei dividendi future, cosicché l'unico elemento che potrebbe distinguerle è rappresentato dalla politica dei dividendi attuale; in termini di notazione si ha che:

$$X1(t) = X2(t) \text{ per } t=0, \dots, \infty$$

$$I1(t) = I2(t) \text{ per } t=0, \dots, \infty$$

$$D1(t) = D2(t) \text{ per } t=0, \dots, \infty$$

Dove,

$X1$ e $X2$ rappresentano l'utile di periodo rispettivamente dell'impresa 1 e 2;

$I1$ e $I2$ gli investimenti;

$D1$ e $D2$ i dividendi;

t , l'intervallo di tempo

Con le ipotesi formulate possiamo ricavare l'espressione rappresentativa il rendimento che gli attuali azionisti delle due imprese in questione si aspettano di ottenere:

$$R1(0) = D1(0) + V1(1) - m1(1)p1(1) = V1(1) + X1(0) - I1(0)$$

Dal momento che abbiamo assunto che le due imprese hanno uguali flussi di utili, investimento e dividendi futuri, anche per l'impresa 2 la relazione rappresentativa del rendimento atteso dagli azionisti sarà:

$$R2(0) = V2(1) + X2(0) - I2(0)$$

Dunque, confrontando le due espressioni, notiamo innanzitutto che i termini $X1(0)$ e $X2(0)$ sono uguali, così come $I1(0)$ e $I2(0)$ per ipotesi. Inoltre i valori futuri delle due imprese $V1(1)$ e $V2(1)$, per le assunzioni fatte in merito alla *symmetric market rationality*, possono dipendere al più dalle aspettative future circa i dividendi, gli investimenti e gli utili (a partire dal periodo 1), e anche questi per ipotesi sono identici

per le due imprese. Ne deriva che ogni investitore giungerà alla conclusione che valori futuri per queste due imprese saranno uguali e quindi $R1(0) = R2(0)$.

Se i valori futuri delle imprese sono uguali, necessariamente queste devono far riferimento a valori correnti altrettanto uguali, a prescindere da qualsiasi cambiamento possa riguardare la politica dei dividendi nel periodo 0.

Mantenendo invariate le ipotesi precedenti, le conclusioni raggiunte si possono estendere al caso in cui lasciamo variare la politica dei dividendi non solo a partire dal periodo 0 ma anche dal periodo 1, e soprattutto non solo riferendoci al caso di due sole imprese ma di un numero più ampio di imprese.

Dunque la valutazione corrente di un'impresa non è influenzata da decisioni che riguardano il pagamento dei dividendi in qualsiasi periodo futuro e che la politica dei dividendi è irrilevante per la determinazione dei prezzi di mercato, data una specifica politica di investimenti.

Seguendo lo stesso procedimento, Modigliani e Miller hanno analizzato un ulteriore aspetto, nella considerazione dell'incertezza nel contesto operativo di riferimento: la possibilità dell'impresa di finanziare i propri investimenti non solo tramite equity, ma ricorrendo al debito, quindi al finanziamento presso terzi, che in un ambiente di riferimento caratterizzato da incertezza, pure deve essere considerato.

Analogamente, M&M si sono chiesti se inserendo questo ulteriore elemento nelle ipotesi già considerate, l'esito della propria analisi si sarebbe modificato in virtù di una qualche interazione tra la politica dei dividendi e quella dell'indebitamento: la conclusione a cui sono giunti è che la politica dei dividendi resta irrilevante anche in quest'ultima ipotesi.

1.4 Healy e Palepu

Healy e Palepu, partendo dallo studio di precedenti trattati, mediante un'analisi empirica basata sullo studio della politica dei dividendi adoperata da 303 imprese indagano la funzione informativa dei dividendi e le reazioni degli azionisti e del mercato in risposta a cambi nella politica dei dividendi da parte dell'impresa e la relazione tra questa e i ricavi successivi dell'impresa. Il loro campione esamina 131 imprese che pagano dividendi o ritornano a pagarli dopo un intervallo di almeno 10 anni e 172 che non li pagano per la prima volta dopo almeno 10 anni. Quindi Healy e Palepu utilizzano i dati su queste imprese per quantificare mediamente l'effetto dell'annuncio del pagamento o dell'omissione del pagamento sui ricavi.

| Year in relation to dividend initiation ^b | Number of firms | Mean | Student <i>t</i> probability ^c | Median | Wilcoxon probability ^c |
|--|-----------------|-------|---|--------|-----------------------------------|
| <i>Panel A: Raw earnings changes</i> | | | | | |
| -5 | 130 | 0.94% | 0.20 | 1.02 | 0.01 |
| -4 | 130 | 1.49 | 0.14 | 1.74 | 0.01 |
| -3 | 129 | -0.71 | 0.38 | 0.76 | 0.91 |
| -2 | 128 | 1.29 | 0.22 | 1.05 | 0.02 |
| -1 | 131 | 4.27 | 0.01 | 2.80 | 0.01 |
| 0 | 130 | 5.50 | 0.01 | 4.02 | 0.01 |
| 1 | 130 | 2.20 | 0.07 | 3.59 | 0.01 |
| 2 | 130 | 3.50 | 0.01 | 2.82 | 0.01 |
| 3 | 128 | 0.35 | 0.82 | 1.95 | 0.14 |
| 4 | 126 | -3.04 | 0.12 | 1.51 | 0.88 |
| <i>Panel B: Industry-adjusted earnings changes^d</i> | | | | | |
| -5 | 127 | 2.36 | 0.10 | 0.21 | 0.36 |
| -4 | 127 | 0.53 | 0.73 | 0.75 | 0.06 |
| -3 | 126 | 4.27 | 0.02 | 1.14 | 0.05 |
| -2 | 124 | -0.35 | 0.87 | 0.66 | 0.36 |
| -1 | 123 | 1.82 | 0.24 | 1.18 | 0.15 |
| 0 | 124 | 3.84 | 0.01 | 2.06 | 0.01 |
| 1 | 126 | 2.56 | 0.18 | 1.18 | 0.08 |
| 2 | 127 | 5.80 | 0.02 | 2.20 | 0.04 |
| 3 | 119 | -0.01 | 0.98 | -0.19 | 0.89 |
| 4 | 115 | -2.16 | 0.41 | 0.63 | 0.97 |

| Year in relation to dividend initiation ^b | Number of firms | Mean | Student <i>t</i> probability ^c | Median | Wilcoxon probability ^c |
|--|-----------------|-------|---|--------|-----------------------------------|
| <i>Panel A: Raw earnings changes</i> | | | | | |
| -1 | 129 | 5.44% | 0.01 | 3.73% | 0.01 |
| 0 | 129 | 4.51 | 0.01 | 3.36 | 0.01 |
| <i>Panel B: Industry-adjusted earnings changes^d</i> | | | | | |
| -1 | 118 | 2.85% | 0.05 | 1.74% | 0.01 |
| 0 | 118 | 1.23 | 0.39 | 1.72 | 0.03 |

| Year in relation to dividend omission ^b | Number of firms | Mean | Student <i>t</i> probability ^c | Median | Wilcoxon probability ^c |
|--|-----------------|--------|---|--------|-----------------------------------|
| <i>Panel A: Raw earnings changes</i> | | | | | |
| -5 | 151 | 0.58% | 0.32 | 1.29 | 0.01 |
| -4 | 171 | 0.38 | 0.57 | 0.95 | 0.11 |
| -3 | 172 | -0.57 | 0.49 | 1.37 | 0.13 |
| -2 | 172 | -1.21 | 0.05 | -0.40 | 0.06 |
| -1 | 172 | -7.73 | 0.01 | -5.10 | 0.01 |
| 0 | 172 | -13.50 | 0.01 | -9.82 | 0.01 |
| 1 | 170 | 6.29 | 0.01 | 4.18 | 0.01 |
| 2 | 169 | 9.37 | 0.01 | 5.56 | 0.01 |
| 3 | 164 | 2.03 | 0.24 | 3.25 | 0.01 |
| 4 | 151 | 0.22 | 0.93 | 1.65 | 0.04 |
| <i>Panel B: Industry-adjusted earnings changes^d</i> | | | | | |
| -5 | 138 | 1.43 | 0.19 | 0.65 | 0.27 |
| -4 | 165 | 1.10 | 0.35 | 0.22 | 0.71 |
| -3 | 171 | -1.03 | 0.39 | 1.28 | 0.17 |
| -2 | 171 | 0.25 | 0.81 | -0.32 | 0.47 |
| -1 | 170 | -5.62 | 0.01 | -2.82 | 0.01 |
| 0 | 169 | -11.35 | 0.01 | -7.19 | 0.01 |
| 1 | 164 | 6.13 | 0.01 | 4.58 | 0.01 |
| 2 | 167 | 5.89 | 0.01 | 3.07 | 0.01 |
| 3 | 152 | 2.44 | 0.24 | 2.72 | 0.01 |
| 4 | 151 | -0.32 | 0.92 | 0.70 | 0.17 |

Le conclusioni a cui arrivano i due studiosi sono 4: 1) I risultati⁶ indicano che le imprese che tornano a pagare dividendi o smettono di farlo subiscono rispettivamente aumenti e decrementi nei loro ricavi annuali per almeno l'anno del cambio della *dividend policy*. Questi risultati sono coerenti con le assunzioni di Lintner(1956), Fama e Babiak(1968) e Watts (1973) e suggeriscono che questi cambi possono essere predetti osservando i ricavi passati e correnti.

2)Le imprese che iniziano a pagare dividendi hanno profitti maggiori per un anno o due e questi aumenti poi divengono permanenti, invece le imprese che smettono di pagarli hanno profitti minori solo per un anno dopo la data di mancato stacco del dividendo; successivamente vi è un ritorno ai precedenti standard.

3)Le reazioni sul prezzo delle azioni al cambio nella politica dei dividendi sono correlate con i maggiori o minori profitti derivanti dalla scelta di distribuire o meno un dividendo, che quindi influenza indirettamente il prezzo delle azioni. Gli investitori inoltre interpretano questi cambiamenti come corrispondenti alle aspettative dei manager sui ricavi dell'impresa.

4) *“the market reaction to earnings changes is less than usual in the year following dividend initiation announcements, and for five years following announcements of*

⁶ Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions-P.Healy, K. Palepu,1988

dividend omissions” e ciò è coerente con l’ipotesi che cambi nella politica dei dividendi siano causati da aspettative sui ricavi future in cambiamento.

Capitolo 2

2. La tassazione dei dividendi in Italia

Il Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR), all'articolo 6, distingue in categorie le differenti tipologie di redditi, i dividendi sono classificati nella categoria dei redditi di capitale. Gli articoli 44 e 45 del TUIR disciplinano le differenti tipologie di redditi di capitale imponibili ai fini IRPEF, fornendone nel primo dei due articoli una definizione e nel secondo le modalità di determinazione della base imponibile da assoggettare ad imposizione⁷. Alla lettera *e* troviamo la fattispecie degli “utili derivanti dalla partecipazione al capitale o al patrimonio di società ed enti soggetti all'imposta sul reddito delle società”. Questa tipologia di reddito si distingue prevalentemente per il fatto che “tali utili riflettono la remunerazione che il socio ritrae dalla partecipazione alla società, e cioè dalla condivisione da parte dei soci dei frutti dell'impresa societaria”⁸. Il sistema di tassazione dei dividendi in Italia è stato segnato da grosse modifiche negli ultimi anni. Il più significativo di questi interventi legislativi risale alla riforma fiscale del 2004, che ha segnato l'inizio di un profondo processo di cambiamento del sistema fiscale italiano. La principale innovazione apportata da tale riforma è stata l'istituzione della nuova imposta sul reddito delle società chiamata IRES, in sostituzione della previgente IRPEG, oltre alla modifica della base imponibile in merito alla tassazione dei dividendi. Uno degli scopi di tale riforma sta nell'esigenza di omogeneizzare ed armonizzare il sistema fiscale nazionale con quello internazionale e nello specifico con quello degli altri Paesi dell'Unione Europea. Al fine di realizzare una maggiore competitività del sistema produttivo del Paese in ambito internazionale, oltre che lo snellimento delle norme ed una riduzione della pressione fiscale. Era infatti emersa l'esigenza di garantire una uniformità fiscale con gli altri sistemi nazionali. Determinanti inoltre a far percepire l'esigenza di una riforma sono stati i pareri della Corte di Giustizia che ha dichiarato il sistema di imputazione applicato anche dall'Italia, incompatibile con i principi del diritto dell'Unione Europea. Prima di questa riforma del regime di tassazione dei dividendi, già vi erano stati vari avvicendamenti di leggi a partire dall'approvazione del primo Testo Unico del 29 gennaio 1958, n. 645, volte a

7 FALSITTA G., Manuale di diritto tributario. Parte generale, 2009

8 FALSITTA G., Utili e dividendi, in Enciclopedia Giuridica Treccani, vol. XXXVII, Roma

disciplinare una fattispecie che da sempre, per sua natura, deve confrontarsi con la problematica della doppia tassazione, che più avanti in questo capitolo tratteremo. La determinazione della base imponibile dell'imposta sulle società vedeva riconosciuta un'esenzione alla società, nel computo dell'utile prodotto dalla stessa. Con la riforma del 1971-73 invece si erano esclusi dalla tassazione utili precedentemente tassati solo parzialmente dall'imposta locale sui redditi, introducendo invece nell'ambito delle imposte personali sul reddito, il "metodo classico" dell'imposizione integrale di tali utili. Il principio del "credito d'imposta" è stato introdotto invece per la prima volta nel 1977, ed è rimasto in vigore nell'ordinamento tributario italiano, pur subendo integrazioni e modifiche, anche profonde, fino al 2003. Con la riforma fiscale del 2004 è stato abbandonato *l'imputation system* adottando il criterio dell'esclusione parziale, vale a dire il passaggio da un'imposizione sui dividendi gravante prevalentemente in capo al socio, ad un sistema di tassazione che vede assoggettata prevalentemente la società. Alla base di tale nuovo meccanismo di imposizione vi è il tentativo di eliminare la doppia tassazione, tassando l'utile solo quando viene prodotto, in capo alla società produttrice dello stesso. Un nuovo intervento sulla disciplina fiscale dei dividendi, basato sulla revisione del livello di tassazione dei dividendi derivanti da partecipazioni qualificate detenute da soggetti passivi IRPEF, si è avuto nel 2008. Uno degli aspetti di maggiore rilevanza di questo intervento normativo è infatti stata la riduzione dell'aliquota IRES dall'originario 33% ad una ben minore aliquota del 27,5%, tuttora vigente. Tale politica fiscale ha comportato un contestuale controllo del livello di tassazione dei dividendi e delle plusvalenze, al fine di mantenere inalterato il complessivo prelievo gravante sia sulle società che sui singoli soci. Con il D.M. 2 aprile 2008 è stato stabilito che i dividendi, nonché le plusvalenze subiscano un prelievo complessivo, tra il socio e la società pari al 43%. Un'ulteriore significativa modifica legislativa apportata mediante la Finanziaria 2008 riguarda l'applicazione della ritenuta sui dividendi corrisposti a società estere contenute al terzo comma dell'art. 27. Tale intervento è stato reso necessario in seguito al parere motivato della Commissione della Comunità europea. La disciplina previgente a tale riforma presentava un'evidente discriminazione nei confronti dei soggetti percettori di dividendi non residenti nel territorio dello Stato italiano e per questo motivo si è sentito il bisogno di riformarla e renderla più equa. La previgente disciplina attinente gli utili di fonte nazionale distribuiti a soggetti non residenti nel territorio dello Stato, prevedeva l'applicazione di un'aliquota del 27% a titolo di ritenuta d'imposta. mentre dopo che sono state apportate

le modifiche fiscali dalla Finanziaria 2004, gli utili distribuiti a soggetti residenti fuori dal suolo italiano subiscono una imposizione unicamente sul 5% del loro ammontare. Tale chiara disparità era risultata, agli occhi della Commissione della Comunità europea, una violazione dei principi di libera circolazione dei capitali e di libertà di stabilimento. Quindi il Legislatore, mediante la Finanziaria 2008, ha modificato ed integrato il testo degli articoli 27, 27-bis e 27-ter del D.P.R. n. 600/1973. Il più rilevante cambiamento a tal proposito è da ricercarsi nell'introduzione del comma 3-ter nell'art. 27, che stabilisce l'applicazione di un prelievo d'imposta per i dividendi transnazionali "in uscita" teso a parificare l'imposizione nazionale e transnazionale dei dividendi, ossia di una ritenuta a titolo di imposta dell'1,375% per i dividendi corrisposti alle società e agli enti soggetti ad un'imposta sul reddito delle società negli Stati membri dell'Unione europea e negli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico (SEE).

La tassazione dei dividendi in Italia è stata dunque riformata nel 2008⁹. Al fine di comprendere il regime fiscale ora in vigore, occorre innanzitutto distinguere, con riferimento ai dividendi percepiti da persone fisiche, tra coloro che detengono partecipazioni qualificate e non. La partecipazione è qualificata, in caso di società quotata, se è maggiore del 2% del capitale votante e del 5% del capitale complessivo, se invece la società non è quotata la partecipazione sarà qualificata se eccede il 20% del capitale votante e il 25% del capitale complessivo. Qualora si parli di partecipazione non qualificata l'azionista verrà sottoposto a una ritenuta a titolo definitivo del 20%. Le persone fisiche detentrici di partecipazioni qualificate vengono invece assoggettate alla tassazione personale IRPEF, sebbene venga in questo caso riconosciuta un'esenzione sul 50,28% del dividendo distribuito. Nel caso in cui invece il soggetto percipiente sia una società, viene sottoposto a tassazione solo il 5% degli utili distribuiti, generandosi così un costo seppure di modesta entità ogni qualvolta un dividendo "transita" da una società ad un'altra

⁹ Principi di Finanza Aziendale, R.A. Breal, S.C. Mayers, F. Allen, S. Sandri

2.1 La doppia imposizione

Da sempre uno dei temi più controversi in materia di dividendi è quello relativo alla doppia imposizione fiscale. Essa si verifica quando un reddito viene tassato doppiamente, anche in capo a differenti soggetti. Essa si distingue in varie tipologie: difatti esiste la doppia imposizione giuridica, oltre a quella economica e quella internazionale oltre a quella interna. Infatti “la doppia imposizione giuridica si verifica quando uno stesso presupposto giuridico di ricchezza è tassato due volte anche in capo a soggetti diversi”¹⁰, mentre la doppia imposizione economica si verifica allo stacco dei dividendi, nel momento in cui nonostante un reddito sia stato già tassato in capo alla società viene tassato anche come dividendo in capo all’azionista a titolo di reddito di capitale. La differenza tra doppia imposizione interna e internazionale sta semplicemente nel fatto che nella internazionale sono due stati distinti a tassare lo stesso reddito, inoltre la doppia imposizione internazionale può creare effetti distorsivi nell’allocazione dei capitali. Questa doppia imposizione non è equa, quindi più volte si è provato a superarla/attenuarla con vari provvedimenti normativi proprio per via del fatto che essa è vietata dall’ordinamento.

Vi sono svariati metodi per superare la doppia imposizione e si distinguono tra quelli applicabili alle società di persone e quelli invece riferibili alle società di capitali.

Per la società di persone questa annosa questione può essere superata mediante il meccanismo della trasparenza fiscale, mediante questa infatti viene introdotto un principio di imputazione diretta in capo ai soci, indipendentemente dalla percezione, quindi la società non è nient’altro che un tramite del reddito, che viene subito trasferito al socio e sottoposto a tassazione, quindi questa ricchezza va a formare direttamente il reddito imponibile del socio. Tuttavia questo meccanismo è di facile applicazione per la natura stessa della società di persone, nella quale i soci rispondono solidalmente con il proprio patrimonio delle obbligazioni assunte dalla società a causa della caratteristica della c.d. *autonomia patrimoniale imperfetta*

Mentre per quanto riguarda le società di capitali vi era un meccanismo vigente fino al 2003, chiamato credito d’imposta, mediante il quale vi era la corresponsione della tassa da parte sia della società che del socio, che tuttavia poi vantava un credito nei confronti dell’erario detto appunto credito d’imposta. Tuttavia vi erano problemi quando al

¹⁰ La doppia imposizione c.d. giuridica è vietata dall’ordinamento interno (art. 163 del TUIR)

perceutore di reddito, nonché creditore dello stato non era data la possibilità dallo stato di residenza di scomputare il credito d'imposta, quindi con la riforma Tremonti del 2003 è stato introdotto un nuovo metodo, ovvero l'esenzione.

Questo metodo è basato sul principio che un reddito tassato in capo ad un soggetto è esente da tassazione in capo ad un altro soggetto, quindi tendenzialmente la tassazione ricade sulla società e non sul socio, tuttavia l'entità dell'esenzione varia in base alla categoria di socio, applica dunque percentuali differenti a seconda della natura di esso.

Le persone giuridiche sono gravate da un'imposizione del 5% del dividendo, con esenzione per il 95% di esso, sia che siano investitori qualificati che non lo siano, mentre le persone fisiche subiscono un'imposizione fiscale molto più rigida, pari al 49,72% in tutti i casi qualora si eserciti l'attività d'impresa, mentre qualora essa non venga esercitata vi è differenza nella ritenuta applicata alle partecipazioni qualificate e non, infatti nel secondo caso la ritenuta sarà del 26%. Mentre i soggetti residenti saranno tenuti a scontare un'aliquota pari all' 1,375%, quindi viene risolta mediante l'esenzione la problematica relativa alla tassazione dei soggetti residenti in un Paese differente. Mediante l'esclusione dunque i dividendi non vengono inclusi nel reddito imponibile del soggetto che li percepisce, a meno che a emettere il dividendo non sia una società avente sede in un paese a fiscalità privilegiata, in tal caso della tassa viene gravato totalmente il socio percipiente i dividendi, sussistendo la presunzione che nel paese a fiscalità privilegiata non vi è stata applicata una congrua tassazione. La parziale esclusione da tassazione dei dividendi non è l'unica novità apportata dalla riforma, infatti oltre ad essa sussiste la parziale esenzione delle plusvalenze sulle cessioni di partecipazioni societarie. Infatti, la plusvalenza derivante dalla cessione di partecipazioni societarie è espressiva della stessa capacità economica rappresentata da utili già prodotti e non ancora distribuiti.

2.2 La rilevanza delle imposte ai fini della politica dei dividendi

Perché le imposte sono considerate così rilevanti ai fini della politica dei dividendi di un'impresa?

Esse giocano un ruolo determinante nella definizione del costo del capitale aziendale; con tale termine si identifica *quel tasso che rende gli azionisti di un'impresa indifferenti rispetto alla ritenzione degli utili o alla loro erogazione sotto forma di dividendi*¹¹. La controversia nasce dato che i dividendi sono tassati con aliquote diverse rispetto ai capital gain: ciò comporta che l'entità delle imposte pagate e la decisione in merito alla distribuzione di dividendi è funzione del sistema di aliquote.

Diversi autori hanno ricercato il nesso empirico tra il sistema di aliquote e le politiche di distribuzione di un'impresa: ad esempio, uno studio condotto da Elton, Edwin J. e Martin J. Gruber¹² del 1970, ha messo in evidenza (mediante tecniche di inferenza statistica) che su un campione di società del New York Stock Exchange (che avevano erogato un dividendo tra il 1 Aprile 1966 e il 31 Marzo 1967), il sistema delle aliquote di imposta poteva essere ricavato in relazione all'andamento del prezzo delle azioni ordinarie che venivano vendute sul mercato rispettivamente il giorno prima e dopo lo stacco della cedola.

In particolare, essi avevano trovato una relazione (mediante un campione di 1418 osservazioni) inversa tra il sistema di aliquote marginali e il dividend yield, ovvero che al crescere dei tassi di dividendo le aliquote di imposta si riducevano nella loro entità. Tale osservazione rappresentava di fatto, una conferma dell'esistenza dell'effetto clientela¹³ rilevato poi da Modigliani e Miller.

Litzenberger e Ramaswamy¹⁴ invece hanno individuato, per le azioni che offrivano tassi di dividendo e rendimenti superiori, una maggiore imposizione compresa tra il

¹¹ "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect", Edwin J. Elton and Martin J. Gruber The Review of Economics and Statistics, 1970

¹² Elton, Edwin J., and Martin J. Gruber. "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect". The Review of Economics and Statistics, 1970

¹³ L'ottimizzazione della politica dei dividendi in funzione delle preferenze fiscali della clientela di investitori dell'impresa.

¹⁴ "The effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects" (in Journal of Finance), R.H. Litzenberger, K. Ramaswamy;

14% e il 23%¹⁵. Questi hanno individuato una relazione positiva ma non lineare, tra il prezzo delle azioni e il tasso di dividendo atteso; secondo Litzemberger e Ramaswamy, la variazione dell'andamento dei prezzi, dipende esclusivamente dalle informazioni che gli investitori potrebbero detenere ex ante, ma in ogni caso se questa relazione sia dovuta alle imposte o qualche variabile non considerata resta una questione ancora aperta.

Stesso risultato hanno raggiunto Kalay e Lemmon¹⁶, i quali riprendendo le analisi svolte da Litzemberger e Ramaswamy, hanno evidenziato che sebbene i rendimenti delle azioni, negoziate nel periodo successivo lo stacco del dividendo, mostrassero dei rialzi anomali, questi non erano riconducibili ai tassi di dividendo di tali azioni ed inoltre non potevano essere ricollegati ad effetti fiscali. Nell'impossibilità di addurre motivazioni di carattere fiscale, Kalay e Lemmon, hanno cercato di attribuire questa differenza in termini di rendimento, ad un'altra componente: il rischio.

In tal caso il maggiore rendimento delle azioni sarebbe riconducibile al maggior rischio a cui si sottoporrebbero gli investitori nel momento in cui le azioni sarebbero negoziate ad un prezzo ex dividend.

¹⁵ "Principi di Finanza Aziendale", R.A. Brealy, S.C. Mayers, F. Allen, S. Sandri. ¹⁵ "Handbook of Corporate Finance", Vol. 2 Cap. 10; A. Kalay, M. Lemmon.

¹⁶ "Handbook of Corporate Finance", Vol. 2 Cap. 10; A. Kalay, M. Lemmon.

2.2.1 Murgia e Michealy

I dividendi sulle azioni ¹⁷ordinarie e sulle azioni di risparmio sono tassati secondo un'aliquota differente. Per le azioni di risparmio al portatore è attuata una ritenuta pari al 15% a qualunque tipo di percettore, mentre per le azioni ordinarie vi è un'aliquota sensibilmente più alta, che varia dal 34 al 56,25%. I dividendi relativi alle azioni ordinarie quindi vengono tassati in maniera diversa in base al percettore di essi e ciò porta ad un considerevole numero di scambi essendoci prospettive di profitto nella negoziazione di questi titoli. Nel momento in cui avviene lo stacco della cedola l'azionista italiano incassa il 90% del dividendo, infatti il restante 10% veniva trattenuto a titolo di acconto dal sostituto d'imposta. Mediante il meccanismo del credito d'imposta il dividendo effettivo percepito dagli investitori persone fisiche con aliquota inferiore al 36% è maggiore del dividendo distribuito; dunque la tassazione era negativa. Per alcune categorie di investitori invece non era presente alcuna tassazione dei *capital gains*, mentre per i soggetti sottoposti alla previgente imposta IRPEG i *capital gains* venivano semplicemente tassati con la stessa aliquota degli altri redditi, infine per i fondi comuni di investimento è prevista una ritenuta fiscale del 10%. Quindi vi erano tre gruppi diversamente tassati all'interno del sistema fiscale italiano: investitori individuali, soggetti passivi di IRPEG e fondi d'investimento.

$$\alpha^i = \frac{1 - \tau_d^i}{1 - \tau_g^i} (1 - \tau_d^i)$$

Possiamo esprimere così la preferenza degli investitori individuali per i dividendi rispetto ai capital gains, ponendo α^i pari al grado di preferenza.

τ_d^i = aliquota marginale sui dividendi

τ_g^i = aliquota fiscale marginale sul reddito da capital gains

mentre in presenza del credito d'imposta l'aliquota effettiva diviene più bassa, ponendo infatti τ_a^i pari al credito d'imposta otteniamo la nuova funzione che esprime α^i :

$$\alpha^i = (1 - \tau_d^i)(1 + \tau_a^i) \quad i = 1, \dots, K.$$

¹⁷ Fiscalità e mercato azionario: come interpretare lo stacco dei dividendi dei titoli italiani? - Roni Michaely, Maurizio Murgia, 1997

Il secondo gruppo, ovvero i soggetti che erano soggetti all'IRPEG, godono dei benefici del credito d'imposta, ma sono soggetti alla tassazione dei capital gains, quindi la loro preferenza può essere indicata come:

$$\alpha^i = \frac{(1 - \tau_d^i)(1 + \tau_a^i)}{(1 - \tau_g^i)} = (1 + \tau_a^i) \quad i = K + 1, \dots, M.$$

Il terzo gruppo infine è composto dai fondi d'investimento, che sono gravati da una ritenuta pari al 10% sui dividendi e all'imposta sostitutiva annuale (τ^f) dello 0,25% se hanno in portafoglio almeno titoli per il 55% emessi da imprese italiane, quindi la loro α^i sarà espressa come:

$$\alpha^i = \frac{(1 - \tau_d^i)(1 - \tau_f)}{(1 - \tau_f)} = (1 + \tau_d^i) \quad i = M + 1, \dots, N.$$

| | (1) Investitore individuale 1 Aliquota fiscale | (2) Investitore individuale 2 Aliquota fiscale | (3) Investitore individuale 3 Aliquota fiscale | (4) Società di capitali | (5) Fondi comuni |
|--|---|---|---|-------------------------------|------------------------|
| | 20% | 36% | 50% | | |
| Dividendo distribuito | 53,63 | 53,63 | 53,63 | 53,63 | 53,63 |
| Ritenute d'acconto 10% | 5,36 | 5,36 | 5,36 | 5,36 | 5,36 |
| Dividendo incassato | 48,27 | 48,27 | 48,27 | 48,27 | 48,27 |
| IRPEF sul dividendo lordo del credito d'imposta | (16,76) | (30,17) | (41,90) | (30,17) ^b | |
| Credito d'imposta sul dividendo | 30,17 | 30,17 | 30,17 | 30,17 | 30,17 |
| Credito d'imposta sulla ritenuta d'acconto | 5,36 | 5,36 | 5,36 | 5,36 | 5,36 |
| Dividendo effettivo | 67,04 | 53,63 | 41,90 | 53,63 | 48,27 |
| Credito d'imposta (Imposta netta) | 18,77 | 5,36 | (6,37) | 5,36 | (5,36) |

Capitolo 3

3. Metodo di analisi

Nell'analisi che condurrò in questi capitoli analizzerò i dividendi corrisposti da 7 compagnie assicurative e 7 compagnie bancarie durante un arco temporale di 5 anni, al fine di comprendere in che modo i risultati reddituali ottenuti durante l'esercizio li influenzino. A tal fine si prenderanno in considerazione non solo l'utile, ma anche il rendimento azionario, la solidità patrimoniale e altri indicatori che possano fornire informazioni in merito alla situazione di ognuna di queste imprese quotate. Inoltre verranno analizzate singolarmente tutte le diverse politiche adoperate da ogni impresa, ciò sarà utile a fornire informazioni in merito alle diverse strategie, molto diverse l'una dall'altra, adoperate da ognuno dei player principali del mercato italiano

3.1 Settore assicurativo

Zurich

| Azioni | Dividendo | Pagato dalla riserva dei contributi dei consumatori | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|-----------|---|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 17,00 | 5,70 | CHF | 04/04/17 | 07/04/17 |
| Ordinaria | 17,00 | 17,00 | CHF | 05/04/16 | 08/04/16 |
| Ordinaria | 17,00 | 17,00 | CHF | 09/04/15 | 12/04/15 |
| Ordinaria | 17,00 | 17,00 | CHF | 09/04/14 | 12/04/14 |
| Ordinaria | 17,00 | 17,00 | CHF | 11/04/13 | 14/04/13 |

Div/yield=11.30/4.07

EPS=21.33

Azioni=149.460000

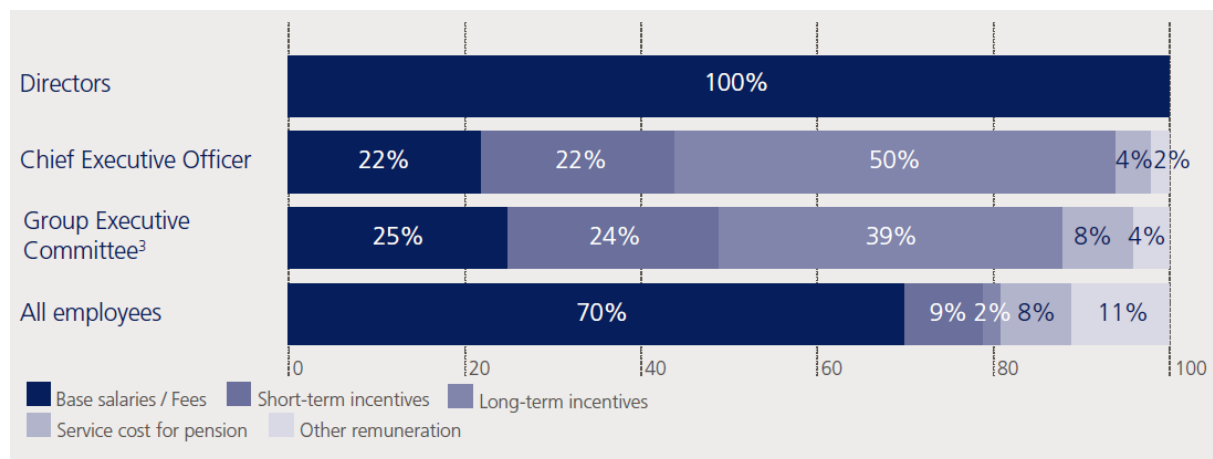
P/E ratio=13.02

Il titolo negli ultimi 5 anni ha guadagnato il 19,4%

Nel 2013 nonostante l'uragano Sandy abbia provocato svariati danni e oneri per 700 milioni per la società la politica dei payout è stata confermata. La politica dei dividendi della Zurich infatti è incentrata sulla corresponsione di un dividendo stabile ed attrattivo. Inoltre nonostante questi oneri il profitto netto si è attestato a 4,03 miliardi di dollari, mentre il profitto operativo è stato pari a 4,68 miliardi. Il patrimonio netto invece si attestava a 32,503 miliardi, in calo rispetto ai 34,505 miliardi dell'anno precedente.

Nel 2014 si è registrata una lieve flessione riguardo sia al profitto netto che al profitto operativo, che sono scesi rispettivamente del 3% e dell'1% rispetto all'anno precedente, attestandosi a 3,90 miliardi il primo e 4,64 miliardi il secondo, tuttavia il dividendo è rimasto immutato e i risultati sono stati in linea con le aspettative del piano 2014-2017.

2014 Remuneration structure and weighting of elements¹



Tra il 2013 e il 2014 inoltre vi è stato un aumento dei dividendi complessivi degli shareholders da 2,651 miliardi a 2,837 miliardi, riconducibile ad un aumento del capitale proprio da questi immesso da 32,503 miliardi a 34,735.

Il 2015 invece per Zurich è stato un anno di lieve flessione, sia sotto il punto di vista del rendimento azionario, in quanto tra il 07/01/15 e il 30/12/15 il titolo ha perso il 17,1%, sia sotto il punto di vista del profitto operativo, sensibilmente calato a 2,90 miliardi di dollari che del capitale proprio, l'utile ha subito una netta flessione attestandosi a 2,146 miliardi. Ciò tuttavia non ha influito sul dividendo, rimasto pari a 17 Franchi svizzeri.

Nell'anno 2016 invece Zurich ha totalizzato un utile pari a 2,90 miliardi, in crescita del 74% rispetto all'anno precedente e in crescita è anche l'utile operativo (+55%), pari a 4,2 miliardi. Il dividendo infine è rimasto pari a 17 Franchi svizzeri

Alla fine del 2016 è stata invece progettata una nuova politica dei dividendi con l'obiettivo di raggiungere un payout ratio di circa il 75% dell'utile netto dopo le tasse. Nei prossimi tre anni, il gruppo vuole raggiungere un margine operativo superiore al 12% dal 2017. Zurich continuerà a proporre un dividendo agli azionisti pari a 15,98 euro per azione. Osservando lo storico dei dividendi, anche in relazione ai profitti, possiamo notare che Zurich preferisce perseguire una strategia volta alla stabilità dei dividendi ordinari, non influenzata dai dati reddituali ma tesi alla corresponsione di un dividendo prestabilito. Infatti il dividendo viene stabilito all'inizio del triennio di pianificazione e gli azionisti sono quindi (quasi) certi che verranno remunerati stabilmente negli anni successivi in base a ciò che viene deciso.

Generali

| Azioni | Div Cda | Div Assemblea | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------------|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 0,72 | 0,72 | EURO | 23/05/16 | 25/05/16 |
| Ordinaria | 0,60 | 0,60 | EURO | 18/05/15 | 20/05/15 |
| Ordinaria | 0,45 | 0,45 | EURO | 19/05/14 | 22/05/14 |
| Ordinaria | 0,20 | 0,20 | EURO | 20/05/13 | 23/05/13 |
| Ordinaria | 0,20 | 0,20 | EURO | 21/05/12 | 24/05/12 |

Div/yield= 0,72/4,88

EPS= 1,18

Azioni= 1.560.000.000

P/E=12,53

Il titolo Generali tra il 2011 e il 2015 ha avuto una crescita pari al 19,07%.

Risultato negativo si è registrato nel 2011, con un andamento del titolo in calo del 18,16%, ciò è riconducibile, tra gli altri fattori, al calo dei premi lordi (-5,5%) a 69,2 miliardi. Il risultato operativo è stato pari a € 3,9 miliardi, l'utile netto invece si è attestato a € 856 mln. Sul risultato hanno influito componenti straordinari come svalutazioni straordinarie nette per € 1.017 mln, riferibili in particolare a titoli di stato greci.

Nel 2012 si ottiene un rendimento azionario positivo, con la crescita del titolo del 17,94%, ma tuttavia gli utili non sono particolarmente cospicui per una società che è tra i leader del settore, infatti si attestano a 94 milioni, il ROE invece è pari a 11.9%, in crescita rispetto all'anno precedente, quando era stato pari al 10.8%, anche i premi hanno subito una lieve crescita, passando da 69,159 miliardi a 69,613. Il dividendo invece è rimasto immutato a 0,20€, nonostante la brusca caduta della redditività della compagnia assicurativa.

Nel 2013 invece Generali tornano a produrre utili cospicui, passati gli effetti della crisi, la compagnia chiude il 2013 con un utile netto di 1,915 miliardi di euro, pari a più del doppio rispetto all'anno precedente. Inoltre anche il dividendo è stato più che raddoppiato, con l'intenzione di trasmettere un segnale di fiducia ad azionisti e investitori, in quanto nel 2013 si erano registrati solidi miglioramenti del business volti ad essere permanenti e volti a reintegrare il debito mediante la generazione di cassa.

Con i risultati 2014 Generali completa un anno prima il piano di turnaround, vengono infatti raggiunti in anticipo tutti i target. Il risultato operativo risultava in crescita a oltre €4,5 miliardi (+10,8%), mentre l'operating ROE era migliorato rispetto all'anno precedente, salendo a 13,2%, ciò spiega perché il dividendo è aumentato del 33%, arrivando a 60 centesimi nonostante un utile netto (1,7 miliardi), in calo rispetto ai 1,915 miliardi del 2013, per via di poste straordinarie come la svalutazione della russa Ingosstrakh. Il titolo di Generali invece a Piazza Affari era in lieve calo, con un rendimento del -0,58% registrato nell'anno solare.

Nel corso dell'esercizio 2015 il risultato operativo ha raggiunto i 4,8 miliardi di €, +6,1% rispetto all'anno precedente, anche l'Operating ROE ha fatto registrare un significativo aumento a 14%, dunque superiore al target del 13%, l'utile netto è cresciuto fino a raggiungere € 2 miliardi, con un aumento del +21,6% rispetto al 2014, mentre i premi lordi arrivano a oltre € 74 mld (+4,6%), per effetto soprattutto della

crescita nel segmento Vita. Il dividendo infine è cresciuto a 0,72€ per azione (+20% rispetto all'anno precedente).

La crescita del dividendo di Generali sembra costante negli ultimi 3 anni, con un incremento del 125% dal 2013 al 2014, del 33% dal 2014 al 2015 e del 20% dal 2015 al 2016, tuttavia questa crescita sembra non arrestarsi. Infatti le stime sulla cedola per il 2017 erano attorno a 1 euro, ma il Cda ha proposto un dividendo di 1,07 euro. Un risultato ottenuto grazie all'incremento dei premi contabilizzati, che nel 2016 sono saliti a 5,667 miliardi di euro (+22%).

Possiamo vedere che la politica dei dividendi di Generali è molto correlata agli andamenti delle variabili economiche registrati durante l'anno, infatti nel periodo studiato sono stati frequenti le repentine fluttuazioni del dividendo. Solo nel 2014 infatti si è notata una crescita del dividendo non accompagnata da una crescita dell'utile netto, tuttavia l'utile operativo era cresciuto e sull'utile netto pesavano componenti di reddito straordinarie. Inoltre, tralasciando i primi due anni, influenzati fortemente dalla crisi, il dividendo possiamo notare che segue un trend crescente.

Allianz

| Azioni | Div assemblea | Div Cda | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------------|---------|--------|------------|------------|
| Ordinaria | 7,30 | 7,30 | EURO | 05/05/2016 | 08/05/2016 |
| Ordinaria | 6,85 | 6,85 | EURO | 06/05/2015 | 09/05/2015 |
| Ordinaria | 5,30 | 5,30 | EURO | 07/05/2014 | 10/05/2014 |
| Ordinaria | 4,50 | 4,50 | EURO | 07/05/2013 | 10/05/2013 |
| Ordinaria | 4,50 | 4,50 | EURO | 09/05/2012 | 12/05/2012 |

Div/yield=7,30/4,51

EPS=13,14

Azioni=454820000

P/E=12,30

ROE 2015=10,68%

ROE 2016=6,40%

Rendimento negli ultimi 5 anni=80,35%

A partire dal 2014 vi è stato un aumento del pay-out ordinario al 50% dell'utile netto del Gruppo Allianz¹⁸. Fino a quel momento, la politica sui dividendi aveva previsto un pay-out ratio del 40%. Ai fini della continuità dei dividendi, l'obiettivo è mantenere il dividendo per azione almeno al livello pagato per l'esercizio precedente.

La politica in materia di dividendi del Gruppo Allianz continua a perseguire un sano equilibrio tra un rendimento interessante e investimenti in crescita remunerativa. Per garantire la disciplina del capitale, il management intende inoltre valutare e distribuire ogni tre anni il budget inutilizzato destinato alla crescita esterna.

Il gruppo Allianz nel 2011 ha raggiunto svariati obiettivi, nonostante la volatilità dei mercati finanziari e un insolitamente alto livello di catastrofi naturali (terremoti, alluvioni e tempeste). I ricavi totali sono stati pari a 103,6 miliardi di euro, 2,7% in meno rispetto al 2010, anno record in cui ha raggiunto ricavi pari a 106,5 miliardi. Il profitto operativo è stato pari a 7.9 miliardi, mentre il reddito netto si è attestato a 2,8 miliardi, esso è stato inficiato da investimenti finanziari e nel debito sovrano Greco. Inoltre il gruppo Allianz ha maggiorato la sua equity, passando da 44,491 miliardi a 44,915. Il dividendo erogato il 12/05/12 è rimasto immutato rispetto all'anno precedente e questa mossa riflette il potere di generare profitti e la solidità del capitale della società tedesca, mentre il rendimento dei titoli Allianz ha avuto un brusco calo, perdendo il 16,89% durante l'anno.

Nel 2012 invece si è avuto un incremento dei ricavi totali, aumentati del 2,7%, arrivando così a 106,4 miliardi di euro, livello simile a quello raggiunto nel 2010. Sono stati incrementati anche i profitti operativi, saliti del 20% a 9,4 miliardi e il reddito netto, aumentato del 96% fino a raggiungere i 5,559 miliardi. Infine si è avuto anche un

rendimento azionario molto positivo, che ha permesso al titolo di guadagnare il 41,85%, mentre il dividendo è rimasto invariato per il terzo anno consecutivo a 4,50€.

Il gruppo Allianz ha continuato a crescere nel 2013: i ricavi totali sono aumentati del 4,1% fino a raggiungere un nuovo picco di 110.8 miliardi e questa crescita è imputabile ad una crescita dei clienti pari a 5 milioni. Il profitto operativo ha raggiunto i 10,1 miliardi di euro con una crescita del 7% rispetto all'anno precedente. L'equity è invece diminuita simile rispetto al 2012 passando da 50,338 miliardi a 50,084 miliardi, mentre il dividendo ha avuto un incremento del 18% arrivando a 5,30€ per azione.

Il dividendo dell'anno 2014 è cresciuto, attestandosi a 6,85€ per azione in seguito agli straordinari risultati ottenuti durante l'anno. Si è avuta una crescita su tutti i punti di vista con un aumento dei ricavi totali a 122,3 miliardi di euro (aumento dell'8,6%), l'equity è ulteriormente aumentata a 60,7 miliardi e il profitto netto attribuibile agli stakeholders è stato pari a 6,221 miliardi. La società assicuratrice dunque continua a stabilire nuovi traguardi e a remunerare sempre di più gli stakeholders. A questi risultati infatti si aggiunge anche la crescita del titolo dell'8,17%.

La compagnia assicurativa tedesca, nel 2015 ha registrato un rialzo dei ricavi pari al 2,4% toccando quota 125,2 miliardi di euro. L'utile netto è salito del 6,3% a 6,62 miliardi, mentre l'utile operativo ha posto in essere un incremento del 3,2% a 10,73 miliardi. Il numero dei clienti è salito dello 0,5% a 85,4 milioni di unità mentre l'indice di Solvency II è cresciuto al 200% dal precedente 191%. Per quanto riguarda il dividendo, i soci di Allianz hanno dato il via libera alla proposta di un dividendo a titolo del 2015 in crescita del 6,6% a 7,3 euro per azione.

Recentemente il maggior gruppo assicurativo tedesco ha fatto sapere di voler procedere con un buy-back azionario di 3 miliardi di euro, ciò ha avuto un impatto positivo sulla sua quotazione, che in risposta alla notizia è salita rapidamente del 0,86%. Per il gruppo di Monaco sarebbe il primo riacquisto di azioni.

Osservando lo storico dei dividendi possiamo notare che nei 5 anni analizzati Allianz ha avuto una crescita costante e ha rispettato i principi che si imponeva nella corresponsione di dividendi, aumentando ogni anno il proprio dividendo e allo stesso tempo investendo in crescita remunerativa. Inoltre, anche il confronto con i competitor mostra che i dividendi erogati dalla società tedesca sono tra i più cospicui del settore.

Allianz perseguendo questa politica in materia di dividendi assicura ai suoi azionisti un rendimento stabile e sicuro, incrementando al contempo ogni anno i suoi profitti.

UnipolSai

| Azioni | Div Cda | Div Ass | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 0,125 | 0,125 | EURO | 22/05/17 | 24/05/17 |
| Ordinaria | 0,15 | 0,15 | EURO | 23/05/16 | 25/05/16 |
| Risparmio | 6,50 | 6,50 | EURO | 22/06/15 | 24/06/15 |
| Ordinaria | 0,175 | 0,175 | EURO | 22/06/15 | 24/06/15 |
| Risparmio | 0,20 | 0,20 | EURO | 22/06/15 | 24/06/15 |
| Risparmio | 19,64 | 19,64 | EURO | 19/05/14 | 22/05/14 |
| Risparmio | 0,22 | 0,22 | EURO | 19/05/14 | 22/05/14 |
| Ordinaria | 0,19559 | 0,195 | EURO | 19/05/14 | 22/05/14 |



Tra il 2013 e il 2015 il titolo è cresciuto del 148,68%. Particolare crescita si è registrata proprio nel 2013 con un aumento approssimativamente pari al 158%, coincidente con la fusione tra Unipol e Sai, che ha portato rendimenti azionari notevolmente sopra la norma.

Dividend/yield=0,15/7,48

EPS=0,18

P/E=10,85

Azioni= 2.780.000.000

UnipolSAI ha ottenuto nel 2013 un utile netto di 694 milioni di euro. Il risultato ha beneficiato della fusione tra le due imprese Unipol e Sai. La raccolta premi totale è scesa da 15,7 miliardi a 15,4 miliardi di euro (-1,9%). Il patrimonio netto a fine 2013 ammontava a 5,57 miliardi di euro, il margine di solvibilità, era inoltre pari a 1,5 volte i requisiti regolamentari richiesti, con un eccesso di capitale di circa 2 miliardi di euro. Alla luce di questi risultati, UnipolSAI ha stabilito la distribuzione di un dividendo 2013 di 0,19559 euro per azione ordinaria, di 19,64133 euro per i titoli di risparmio di categoria A e di 0,22497 euro per le azioni di risparmio di categoria B. Inoltre il titolo UnipolSAI ha guadagnato durante l'anno 2013 un sorprendente 158,17%.

UnipolSAI ha chiuso l'esercizio 2014 con un utile netto di 739,5 milioni di euro. La raccolta premi totale è salita a 16,01 miliardi di euro (+4,54%). Il patrimonio netto è salito a fine 2014 a 6,3 miliardi di euro. Sempre a fine 2014 il margine di solvibilità era pari a 1,66 volte i requisiti regolamentari richiesti, in forte miglioramento rispetto all'1,55 dell'anno precedente.

Nell'esercizio 2015 l'utile netto è stato di 711,3 milioni di euro. Il patrimonio netto del gruppo a fine 2015 ammontava a 6,28 miliardi di euro, in diminuzione dai 6,3 miliardi di inizio anno. Il margine di solvibilità era invece pari a 1,77 volte i requisiti regolamentari richiesti, mentre il dividendo è stato pari a 0,15€ per azione.

Il 2016 per UnipolSAI è stato un periodo chiuso con un utile netto di 497 milioni di euro, (-43% rispetto al 2015) poiché il risultato dell'anno precedente era stato condizionato dagli effetti positivi e straordinari derivanti dal realizzo di consistenti plusvalenze. La raccolta assicurativa è scesa a 12,5 miliardi di euro (in calo del -10,6% rispetto ai 13,98 miliardi del 2015). Il patrimonio netto è diminuito di 80 milioni, in quanto ammontava a 6,54 miliardi di euro, rispetto ai 6,62 miliardi di inizio anno. Il management di UnipolSAI ha stabilito la distribuzione del dividendo 2017, relativo all'esercizio 2016, per un ammontare di 0,125 euro per azione, con un pay-out di circa il 77%.

UnipolSai si è impegnata a pagare dividendi per un miliardo di euro tra il 2016 e il 2018, una cifra che si traduce in circa 0,12 euro per azione nei prossimi tre anni. Si vuole raggiungere questo obiettivo totalizzando nei prossimi tre anni utili

complessivi compresi tra 1,4 e 1,6 miliardi di euro.

Gli indici sulla solvibilità segnalano che la struttura è solida e registrando questi risultati si dovrebbe riuscire a far fronte alle promesse. Facile notare osservando lo storico dei dividendi che vi è maggiore remunerazione per gli azionisti di risparmio, essa ha toccato un picco nel 2014 con lo stacco di tre cedole e in particolare una cedola pari a 19,64€ per azione. Osservando tuttavia le cedole ordinarie distribuite negli ultimi 4 anni notiamo che queste hanno seguito un trend fortemente negativo, arrivando quasi a dimezzarsi nonostante i dati reddituali comunque non siano stati particolarmente negativi, la motivazione di ciò è da ricercare nel fatto che la compagnia assicurativa abbia preferito rafforzarsi patrimonialmente e abbassare il suo payout.

Cattolica Assicurazioni

| Azioni | Div Cda | Div assemblea | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------------|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 0,35 | 0,35 | EURO | 22/05/17 | 24/05/17 |
| Ordinaria | 0,35 | 0,35 | EURO | 23/05/16 | 25/05/16 |
| Ordinaria | 0,35 | 0,35 | EURO | 18/05/15 | 20/05/15 |
| Ordinaria | 0,45 | 0,45 | EURO | 19/05/14 | 22/05/14 |
| Ordinaria | 0,80 | 0,80 | EURO | 20/05/13 | 23/05/13 |



Negli ultimi 5 anni l'impresa ha perso il 61,43%, soprattutto a causa di un brusco calo a cavallo tra la fine del 2014 e l'inizio del 2015. Dopo quel momento l'impresa non è riuscita più a raggiungere i livelli precedenti e ciò si ripercuote anche sugli utili che dopo essere bruscamente scesi dal 2013 al 2014 (calo del 43,75%) hanno subito un'altra lieve caduta dal 2014 al 2015 per poi stabilizzarsi a 0,35€ anche per l'anno successivo.

Dividend/yield=0,35/5,80

EPS=0,13

Azioni=169.930.000

P/E= 46.11

Nel 2012 la società non ha distribuito dividendi ma ha deliberato un'emissione gratuita di azioni per creare i presupposti affinché l'anno successivo vi fosse un dividendo. La mancata distribuzione del dividendo può essere strettamente legata al crollo del rendimento azionario di Cattolica, che nel l'anno 2011 ha perso circa il 24%, oltre che all'utile consolidato pari a 41,8 milioni, in forte calo rispetto ai 70,4 milioni dell'esercizio precedente.

Cattolica ha inoltre totalizzato durante il 2012 un utile netto di 63 milioni, distribuendo un dividendo 2013 pari a 0,80€ per azione, inoltre i premi sono stati pari a 3,7 miliardi di euro. A fine 2012 inoltre il margine di solvibilità si è attestato a 1,61 volte il minimo regolamentare.

Cattolica Assicurazioni ha chiuso il 2013 con un utile netto di 44 milioni di euro, (-30% rispetto al 2012). La raccolta premi totale è salita a 4,38 miliardi di euro (+19,2%). Il patrimonio netto è stato incrementato di 10 milioni passando a 1,33 miliardi di euro dagli 1,32 miliardi di inizio anno. Il margine di solvibilità è diminuito rispetto all'anno precedente, attestandosi a 1,55 volte il minimo regolamentare. Il dividendo si è infine quasi dimezzato, passando da 0,80 a 0,45€ per azione.

Cattolica Assicurazioni ha chiuso il 2014 con un utile netto di 91 milioni di euro, in aumento del 104,9% rispetto ai 44 milioni ottenuti nell'esercizio precedente. Alla fine dell'anno il patrimonio netto della compagnia ammontava a 2,19 miliardi di euro,

fortemente incrementato dunque rispetto agli 1,56 miliardi di inizio anno, mentre il margine di solvibilità si è attestato a 1,59 volte il minimo regolamentare. Durante il 2014 fattori rilevanti sono stati l'acquisizione di Fata Assicurazioni avvenuta l'11 giugno 2014 e l'aumento di capitale effettuato a dicembre, che giustifica il forte aumento del patrimonio netto. Il management di Cattolica Assicurazioni ha distribuito un dividendo 2015 per un ammontare pari a 0,35€ per azione. Da ciò si evince che il dividendo non ha risentito del netto miglioramento dei risultati reddituali della compagnia, ma anzi è calato, segno che Cattolica voleva distribuire un dividendo sostenibile anche negli anni successivi, per evitare di far registrare un brusco calo di esso come tra il 2013 e il 2014.

Cattolica inoltre ha predisposto un piano triennale (2014-2017) che si propone i seguenti obiettivi:

aumento pari ad 1 miliardo di € dei premi relativi al periodo, investimenti da 100 milioni di euro nel triennio, aumento di Capitale fino ad un massimo di 500 milioni di euro, 209 milioni di utile netto al 2017 e ROE al 9%, mantenendo solidità.

Nel 2015 l'utile netto di Cattolica è diminuito arrivando a 61 milioni di euro, in calo del 32,9% rispetto ai 91 milioni ottenuti nell'esercizio precedente, ciò è riconducibile tra gli altri fattori a oneri non ricorrenti per 114 milioni. Questi oneri fanno riferimento principalmente a svalutazioni su investimenti in portafoglio. La raccolta premi totale è scesa da 5,68 miliardi, subendo un piccolo calo rispetto all'anno precedente (-1,2%). A fine 2015 il patrimonio netto della compagnia ammontava a 2,16 miliardi di euro, in calo dai 2,19 miliardi di inizio anno, mentre il dividendo è rimasto uguale all'anno precedente, pari ovvero a 0,35€ per azione.

L'utile 2016 è stato pari a 76 milioni di euro (+25,2%) rispetto a quello 2015, il patrimonio netto è invece calato di 50 milioni passando da 2,16 miliardi a 2,11 miliardi, mentre l'indice Solvency II si è attestato a 1,92 volte il minimo regolamentare. Il dividendo erogato non ha subito variazioni rispetto al 2015, infatti è stata confermata la cedola pari a 0,35€ per azione.

Facile notare il picco dei dividendi di Cattolica Assicurazioni, infatti dopo aver subito un forte tracollo del rendimento azionario, nonché dell'utile netto nel 2014 non è riuscita ad assicurare un dividendo sostenibile e alto come quello del 2013, tuttavia è un gruppo molto solido patrimonialmente e che ha effettuato importanti investimenti. La

stabilizzazione del dividendo tra il 2015 e il 2016, nonostante l'aumento ingente dell'utile netto è sintomo di ciò.

Vittoria assicurazioni

| Azioni | Div Cda | Div Assemblea | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------------|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 0,20 | 0,20 | EURO | 02/05/16 | 04/05/16 |
| Ordinaria | 0,19 | 0,19 | EURO | 04/05/15 | 06/05/15 |
| Ordinaria | 0,18 | 0,18 | EURO | 12/05/14 | 15/05/14 |
| Ordinaria | 0,17 | 0,17 | EURO | 20/05/13 | 23/05/13 |
| Ordinaria | 0,17 | 0,17 | EURO | 14/05/12 | 17/05/12 |



Il titolo dell'impresa negli ultimi anni 2012-2016 è cresciuto del 182,82%

Dividend/yield = 0,20/1,91

EPS = 1,24

Azioni = 67.380.000

P/E = 1,24

Nel 2011 la compagnia assicurativa ha conseguito un utile di 35,3 milioni di euro, in crescita del 20,8% rispetto all'anno precedente e un utile consolidato pari a 37,2 milioni.

I premi contabilizzati nell'esercizio ammontano a 936,1 milioni di euro (816,0 milioni

di euro al 31 dicembre 2010) registrando un incremento del 14,7%. Il patrimonio netto di Gruppo ammontava a 333,6 milioni di euro alla fine del 2011 e l'obiettivo per il 2012 in termini di utile netto consolidato era stato fissato a 47 milioni di euro, mentre il dividendo è stato di ammontare pari a 0,17€ per azione, immutato rispetto all'anno precedente.

Vittoria Assicurazioni nel 2012 ha registrato un Utile netto di Gruppo pari a 49,3 milioni di euro (+32,3%), superando dunque anche gli obiettivi che si era prefissata l'anno precedente. Il patrimonio netto di Gruppo è salito a 442,1 milioni, con un incremento del 32,5%. Il bilancio della capogruppo invece ha fatto registrare un utile netto di 57,5 milioni di euro, in forte crescita rispetto all'anno precedente. Il ROE era pari al 16,8% (11,5% nel 2011), mentre nonostante i risultati in crescita esponenziale il dividendo proposto è stato di 0,17 euro per azione, quindi invariato rispetto al 2011.

L'esercizio 2013, nonostante l'impatto non indifferente di un'imposta una tantum ha fatto registrare ulteriore crescita da parte di Vittoria Assicurazioni e di tutto il gruppo. L'Utile netto di Gruppo normalizzato è stato pari al 69,8 milioni di euro (+42,8%), sceso a 53,5 milioni a seguito del pagamento dell'imposta. Così facendo il Patrimonio netto di Gruppo ha continuato la sua crescita, toccando i 506,4 milioni (+14,6%). Invece l'utile netto si è attestato a 62,5 milioni di euro (+8,7%), superando ancora quello consolidato di gruppo. Anche i premi contabilizzati sono aumentati del 13,1% arrivando a 1.151,3 milioni di euro. Il Dividendo proposto infine, dopo essere stato stabile per vari anni ha registrato un leggero aumento, attestandosi a 0,18 euro per azione. Inoltre è stato stabilito un obiettivo per l'anno successivo, ovvero un Utile netto di Gruppo di 70,2 milioni di euro.

Nel 2014 si è registrato un utile netto di Gruppo di 72,3 milioni di euro, in ulteriore crescita rispetto all'anno precedente (+35,1%) e maggiore dell'obiettivo prefissato. Il patrimonio netto di Gruppo è salito a 614,5 milioni, mentre l'utile netto della capogruppo Vittoria assicurazioni è stato pari a 74,9 milioni di euro, cresciuto di un quinto rispetto all'anno precedente. Anche i premi contabilizzati sono stati in crescita arrivando a 1.283,8 milioni di euro, conseguentemente il dividendo ha continuato la sua lieve crescita, infatti è stato pari a 0,19 euro per azione.

Vittoria Assicurazioni ha terminato il 2015 con un utile netto di 70,62 milioni di euro, in flessione del 2,4% rispetto ai 72,3 milioni registrati nell'esercizio precedente. Sul risultato hanno inciso la fiscalità anticipata e differita; senza questo effetto l'utile netto

normalizzato sarebbe stato pari a 80,1 milioni di euro. Il patrimonio netto è cresciuto del 12,5% arrivando a 691,2 milioni di euro. Sempre a fine anno gli investimenti complessivi erano saliti del 2,3% a 3,23 miliardi di euro. Il dividendo 2015 infine ha subito un lieve aumento, arrivando a 0,20€, rispetto agli 0,19 dell'anno precedente

Tenendo in considerazione questi dati possiamo constatare che nel quinquennio 2011-2016 la società assicurativa ha avuto una crescita costante, che l'ha portata a raddoppiare il suo utile netto, ad un incremento di circa il 37% dei premi assicurativi. Il patrimonio netto è salito del 107%, tuttavia il dividendo è rimasto immutato nei primi due anni, mentre ha subito una lieve crescita negli ultimi tre anni, quindi si evince un cauto ottimismo del management di Vittoria, teso a un dividendo stabile e poco soggetto alle fluttuazioni derivanti dai risultati reddituali.



Rendiconto Finanziario

(in migliaia di euro)

| | 31/12/2012 | 31/12/2011 |
|---|----------------|----------------|
| FONDI DI FINANZIAMENTO | | |
| Utile netto | 57.482 | 35.329 |
| Rettifiche in più o in meno relative a partite non liquide: | | |
| Aumento netto (+) Diminuzione (-) delle riserve: | | |
| sinistri | 89.148 | 85.252 |
| premi | 21.000 | 45.522 |
| tecniche dei Rami Vita | 15.663 | -3.350 |
| Aumento (-) Diminuzione (+) dei crediti verso assicurati | 3.135 | -9.027 |
| Aumento netto (-) Diminuzione (+) dei saldi verso agenti, riassicuratori e coassicuratori | -19.026 | -14.641 |
| Aumento netto (-) Diminuzione (+) degli attivi immateriali | 2.704 | -3.161 |
| Aumento fondi con destinazione specifica | -5.715 | 7.919 |
| Trattamento di fine rapporto: | | |
| quota | 2.084 | 1.947 |
| utilizzo del fondo per pagamento indennità | -2.457 | -2.113 |
| Aumento (-) Diminuzione (+) degli altri crediti, delle attività diverse e dei ratei attivi | -20.995 | -30.714 |
| Aumento (+) Diminuzione (-) degli altri debiti, delle passività diverse e dei ratei passivi | 19.184 | 29.441 |
| Adeguamento titoli e partecipazioni | 17.993 | 10.162 |
| Adeguamento titoli e partecipazioni categoria D | -1.195 | 804 |
| Liquidità generata dalla gestione reddituale | 179.005 | 153.370 |
| Disinvestimenti di immobili | - | 696 |
| Disinvestimenti di titoli a reddito fisso | 357.622 | 333.518 |
| Disinvestimenti di partecipazioni e fondi | 27.321 | 177.448 |
| Disinvestimenti di fondi comuni di investimento | 4.066 | 3.812 |
| Disinvestimenti classe D | 11.964 | 29.460 |
| Rimborsi di mutui e prestiti | 2.827 | 2.968 |
| Altri disinvestimenti finanziari | - | 1.039 |
| Liquidità generata da disinvestimenti | 403.800 | 548.941 |
| Conversione prestito subordinato in capitale sociale | - | -290 |
| Totale liquidità generata | 582.805 | 702.021 |

(in migliaia di euro)

| RENDICONTO FINANZIARIO | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
|---|-------------------|-------------------|
| FONTI DI FINANZIAMENTO | | |
| Utile netto | 74.935 | 62.467 |
| Rettifiche in più o in meno relative a partite non liquide: | | |
| Aumento netto (+) Diminuzione (-) delle riserve: | | |
| sinistri | 118.751 | 127.990 |
| premi | 13.530 | 18.468 |
| tecniche dei Rami Vita | 124.362 | 72.186 |
| Aumento (-) Diminuzione (+) dei crediti verso assicurati | 8.289 | 609 |
| Aumento netto (-) Diminuzione (+) dei saldi verso agenti, riassicuratori e coassicuratori | -13.785 | 4.707 |
| Aumento netto (-) Diminuzione (+) degli attivi immateriali | 3.882 | 4.083 |
| Aumento fondi con destinazione specifica | 1.436 | -451 |
| Trattamento di fine rapporto: | | |
| quota | 2.176 | 2.191 |
| utilizzo del fondo per pagamento indennità | -2.294 | -2.269 |
| Aumento (-) Diminuzione (+) degli altri crediti, delle attività diverse e dei ratei attivi | -39.043 | -23.785 |
| Aumento (+) Diminuzione (-) degli altri debiti, delle passività diverse e dei ratei passivi | -11.402 | -3.087 |
| Adeguamento titoli e partecipazioni | 21.819 | 8.283 |
| Adeguamento titoli e partecipazioni categoria D | -125 | -523 |
| Liquidità generata dalla gestione reddituale | 302.531 | 270.869 |
| Disinvestimenti di immobili | 4.993 | - |
| Disinvestimenti di titoli a reddito fisso | 455.728 | 262.315 |
| Disinvestimenti di partecipazioni e fondi | 175 | 3.923 |
| Disinvestimenti di fondi comuni di investimento | 14.702 | 2.035 |
| Disinvestimenti classe D | 11.204 | 1.731 |
| Rimborsi di mutui e prestiti | 28.103 | 3.384 |

AXA

| Azioni | Div Cda | Div Assemblea | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------------|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 1,16 | 1,16 | EURO | 05/05/17 | 09/05/17 |
| Ordinaria | 1,10 | 1,10 | EURO | 06/05/16 | 10/05/16 |
| Ordinaria | 0,95 | 0,95 | EURO | 09/05/15 | 13/05/15 |
| Ordinaria | 0,81 | 0,81 | EURO | 02/05/14 | 07/05/14 |
| Ordinaria | 0,72 | 0,72 | EURO | 10/05/13 | 14/05/13 |

Div/yield= 1,16/5,22

Azioni= 2,43 Miliardi



Il rendimento del titolo tra il 2012 e il 2016 è stato più che positivo, con un aumento del 138,78%, nonostante la congiuntura negativa dell'economia che ha fatto registrare un forte picco del titolo nel 2012.

| <i>(In Euro million except per share data)</i> | 2012 | 2011 Restated ⁽⁴⁾ |
|---|---------------|-------------------------------------|
| Income Statement Data | | |
| Total Revenues | 90,126 | 86,107 |
| Net investment result excluding financing expenses ⁽⁴⁾ | 30,562 | 16,199 |
| Income from operating activities before tax | 5,867 | 4,657 |
| Net income from operating activities before tax | 5,417 | 4,390 |
| Result from discontinued operations net of tax | - | 1,002 |
| Net consolidated income | 4,283 | 4,380 |
| Net consolidated income – Group Share | 4,152 | 4,190 |
| Net income per share ⁽⁴⁾ : | | |
| - basic | 1.65 | 1.69 |
| - diluted | 1.64 | 1.69 |
| Net income per share from discontinued operations: | | |
| - basic | - | 0.44 |
| - diluted | - | 0.44 |
| Balance Sheet Data | | |
| Total assets | 761,849 | 727,204 |
| Shareholders' equity – Group share | 53,664 | 46,417 |
| Shareholders' equity per share ⁽⁴⁾ | 19.3 | 16.5 |
| Other Data | | |
| Number of outstanding shares | 2,389 | 2,357 |
| Average share price | 11.38 | 12.89 |
| Share price | 13.35 | 10.05 |
| Dividend per share ⁽⁴⁾ | 0.72 | 0.69 |

AXA determina la sua politica dei dividendi¹⁹ sulla base dei suoi guadagni registrati meno le spese per interessi sui suoi titoli di debito senza data in circolazione, e, in ciascuno degli ultimi anni AXA ha pagato dividendi aggregati in una gamma generale del 40% al 50% di tale importo. Mentre la gestione attualmente intende mantenere questa politica dei dividendi nel lungo termine, il dividendo proposto dal Management in un anno particolare dipende da una varietà di fattori (tra cui l'andamento aziendale, prevalenti condizioni dei mercati finanziari e del contesto economico generale) e, di conseguenza, potrebbe cadere al di fuori dell'intervallo obiettivo del 40% al 50% in alcuni anni. Nel valutare il dividendo da versare nel corso di un anno, di gestione cerca di trovare il giusto equilibrio tra la gestione del capitale prudenziale, il reinvestimento dei risultati precedenti per sostenere lo sviluppo del business e un dividendo attraente per gli azionisti.

Nel corso del 2012 Axa Assicurazioni ha ottenuto un utile netto di 98 milioni di euro (+78,2% sull'esercizio 2011), il risultato operativo ha registrato un miglioramento del 13% a 4,25 miliardi, inoltre il patrimonio netto è passato da 46,417 a 53,664 miliardi, mentre il dividendo ha fatto registrare un lieve miglioramento rispetto all'anno precedente, passando da 0,69€ a 0,72€.

Nel 2013 Il gruppo assicurativo francese ha invece fatto registrare un utile netto pari a 4,482 miliardi, in crescita netta rispetto all'anno precedente, mentre il patrimonio netto è sceso da 53,606 miliardi a 52,923, anche il ROE è cresciuto del rispetto all'anno precedente passando dal 8,5% all'8,9%. Il dividendo inoltre ha subito una repentina crescita da 0,72 a 0,81€.

Ulteriore crescita significativa del dividendo è osservabile l'anno successivo, infatti il dividendo 2015 è stato pari a 0,95€ in seguito agli ottimi risultati ottenuti durante l'esercizio 2014. Difatti in questo esercizio si è notato un incremento dei ricavi lordi, che sono arrivati a sfiorare i 92 miliardi, invece i profitti netti sono cresciuti del 12,1% passando da 4,482 a 5,024 miliardi. Si è notata anche una notevole crescita del patrimonio netto, passato da 52,923 miliardi a 65,219 (+23%).

Nell'esercizio 2015 invece i ricavi lordi sono passati da 91,988 miliardi a 98,534, mentre il profitto netto è cresciuto di circa 600 milioni, attestandosi a 5,617 miliardi. Il patrimonio netto è ulteriormente cresciuto a 68,475 miliardi. Infine il dividendo è salito ulteriormente a 1,10€

La compagnia assicurativa francese ha completato la sua continua crescita nel 2016 facendo registrare altri risultati stupefacenti e confermandosi tra i leader nel settore assicurativo mondiale. Innanzitutto i ricavi lordi hanno toccato i 100.2 miliardi, con un incremento intorno al 2% rispetto all'anno precedente, anche i profitti netti sono leggermente cresciuti passando a 5,829 miliardi e sono stati accompagnati dalla crescita degli asset totali, attestatisi a 892,783 miliardi rispetto ai 887,070 dell'anno precedente. Il patrimonio netto è stato incrementato raggiungendo i 70,597 miliardi, infine il dividendo è cresciuto raggiungendo 1,16€.

Ciò che si può notare su Axa è che hanno, insieme alle due altre leader del settore, ovvero Generali e Allianz è che ha dei ricavi e dei profitti superiori alla media. Tuttavia i dividendi non sono estremamente elevati, ma sono in costante crescita. Infatti essi salgono di pari passo con l'utile della società che anche arriva a toccare ogni anno vette più alte, fatto salvo il 2012, anno che ha risentito fortemente della crisi economica.

REVENUES

€100.2
Bn

UNDERLYING EARNINGS

€5.7
Bn

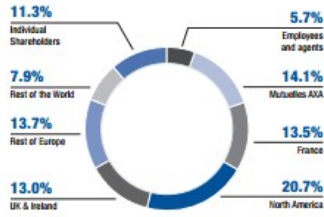
SHAREHOLDERS' EQUITY

€70.6
Bn

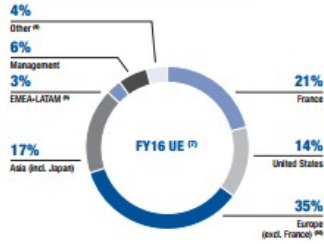
ASSETS UNDER MANAGEMENT

€1,429
Bn

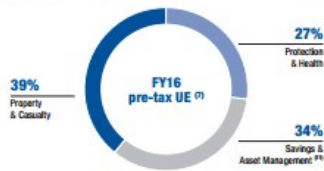
■ SHARE CAPITAL / SHAREHOLDERS ^(*)



■ GEOGRAPHICAL DIVERSIFICATION ^(*)



■ BUSINESS DIVERSIFICATION



Intesa Sanpaolo

P/E= 18.95

Div/yeld= 0.18/7,42

EPS= 0,13

N. Azioni= 15.850.000.000



| Azioni | Div Cda | Div Ass | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 0,178 | 0,178 | EURO | 22/05/17 | 24/05/17 |
| Risparmio | 0,189 | 0,189 | EURO | 22/05/17 | 24/05/17 |
| Risparmio | 0,151 | 0,151 | EURO | 23/05/16 | 25/05/16 |
| Ordinaria | 0,14 | 0,14 | EURO | 23/05/16 | 25/05/16 |
| Ordinaria | 0,07 | 0,07 | EURO | 18/05/15 | 20/05/15 |
| Risparmio | 0,081 | 0,081 | EURO | 18/05/15 | 20/05/15 |
| Ordinaria | 0,05 | 0,05 | EURO | 19/05/14 | 22/05/14 |
| Risparmio | 0,05 | 0,05 | EURO | 19/05/14 | 22/05/14 |
| Risparmio | 0,061 | 0,061 | EURO | 20/05/13 | 23/05/13 |
| Ordinaria | 0,05 | 0,05 | EURO | 20/05/13 | 23/05/13 |

Il 2012 per Intesa Sanpaolo è stato un anno molto positivo che, nonostante la crisi ha fatto registrare risultati straordinari, mai ottenuti prima. Difatti il risultato netto si è attestato a 1,605 miliardi di €, in crescita rispetto al 2011, così come il risultato della gestione operativa, pari a 8,968 miliardi, più alto degli ultimi 5 anni, inoltre notiamo che la banca torinese già nel 2012 era in regola con tutti i requisiti patrimoniali introdotti

con Basilea III, con l'11,2% di Tier 1 Ratio post dividendi e il 10,6% di Common Equity pro forma post dividendi. Il dividendo 2013 è stato dunque pari a 0,05€ per azione ordinaria e 0,061 per azione di risparmio.

Durante il 2013 è stata ulteriormente rafforzata la solidità patrimoniale di Intesa Sanpaolo con l'incremento del Tier 1 Ratio post dividendi a 11,3% e il Common Equity ratio pro forma al 12,3%, è stato aumentato il patrimonio volto a far fronte agli NPL, portando la copertura al 46%. Il risultato operativo è diminuito significativamente rispetto all'anno precedente (-11,4%) attestandosi a 7,943 miliardi e così anche il risultato netto, che scende a 1,218 miliardi (-24%). Il dividendo ordinario 2013 è rimasto dunque immutato, mentre gli azionisti di risparmio sono stati remunerati in maniera minore, infatti il dividendo è sceso a 0,05€ rispetto agli 0,61 dell'anno precedente.

Il 2014 è stato per Impresa Sanpaolo un anno ben al di sopra delle aspettative, in forte crescita rispetto al 2013. L'utile netto si è attestato a 1,7 miliardi (+ 40% rispetto all'anno precedente), il risultato operativo è stato pari a 8,864 miliardi. Vi è stata inoltre una forte crescita dell'ammontare di risparmio gestito: circa 43 miliardi di euro in più nel 2014. Gli accantonamenti sono diminuiti e ciò riflette il miglioramento del trend del credito: infatti gli stanziamenti a fronte dei rischi di primo e secondo pilastro si sono attestati a 4.538 milioni di euro nel 2014 - in diminuzione del 36,2% rispetto ai 7.111 milioni del 2013, un livello di copertura specifica dei crediti deteriorati al 46,8% a fine 2014, rispetto al 46% di fine 2013. Ulteriormente rafforzati i coefficienti patrimoniali (già su livelli largamente superiori ai requisiti normativi) al 31 dicembre 2014, tenendo conto dei dividendi maturati per l'esercizio 2014. Il Common Equity ratio pro-forma Basilea 3 a regime è salito al 13,3%, dal 12,3% di fine 2013. Il Tier 1 ratio secondo i criteri transitori in vigore per il 2014 è risultato pari al 13,6%, rispetto all' 11,3% pro-forma di fine 2013. Questi risultati particolarmente positivi si sono tradotti in crescite sia del dividendo ordinario che di quello spettante agli azionisti di risparmio cresciuti rispettivamente a 0,07€ e 0,081€.

Nel 2015 Intesa continua a migliorare sotto vari punti di vista, il risultato netto contabile dell'esercizio è stato pari a €2,7mld, vetta più alta raggiunta dal 2007, mentre il risultato della Gestione Operativa €8,8mld (+8% rispetto al 2014). Copertura specifica dei crediti deteriorati in crescita al 47,6%, nonostante la diminuzione dei due indicatori patrimoniali inoltre- Tier 1 ratio sceso al 13,8% rispetto al 14,2% di inizio anno e

common equity ratio al 13% rispetto al 13,6% registrato nel 2014 la patrimonializzazione rimane solida. Il dividendo ordinario 2015 raddoppia rispetto all'anno precedente e anche le azioni di risparmio vengono remunerate in maniera maggiore con 0,151€ per azione.

Intesa nel 2016 ha fatto registrare un risultato della gestione operativa pari a 8,255 miliardi, l'utile netto è cresciuto per raggiungere un nuovo picco di 3,111 miliardi. Gli indicatori patrimoniali invece si sono attestati a 13,9% per quanto riguarda il tier 1 ratio e 12,7% il common equity. Il dividendo infine è cresciuto a 0,178 per le azioni ordinarie e 0,189 per le azioni di risparmio.

Osservando lo storico dei dividendi notiamo che dal 2014, in contemporanea con l'aumento della redditività si è avuto un repentino aumento del dividendo ordinario, Intesa è sicuramente la leader nel settore bancario, sia sotto il punto di vista dei ricavi, che soprattutto sotto il punto di vista della solidità patrimoniale, infatti la banca torinese è ritenuta al momento la banca più sicura dove detenere depositi. Intesa dunque remunera sempre i suoi azionisti con dividendi crescenti, derivanti dai cospicui utili che consegue ogni anno.

Conto economico riclassificato

| | 2016 | 2015 | (milioni di euro) | |
|--|---------------|---------------|------------------------|-------------|
| | | | variazioni assolute | % |
| Interessi netti | 7.293 | 7.717 | -424 | -5,5 |
| Commissioni nette | 7.287 | 7.342 | -55 | -0,7 |
| Risultato dell'attività assicurativa | 995 | 997 | -2 | -0,2 |
| Risultato dell'attività di negoziazione | 1.190 | 1.034 | 156 | 15,1 |
| Altri proventi (oneri) operativi netti | 164 | 96 | 68 | 70,8 |
| Proventi operativi netti | 16.929 | 17.186 | -257 | -1,5 |
| Spese del personale | -5.308 | -5.286 | 22 | 0,4 |
| Spese amministrative | -2.620 | -2.720 | -100 | -3,7 |
| Ammortamento immobilizzazioni immateriali e materiali | -746 | -728 | 18 | 2,5 |
| Costi operativi | -8.674 | -8.734 | -60 | -0,7 |
| Risultato della gestione operativa | 8.255 | 8.452 | -197 | -2,3 |
| Rettifiche di valore nette su crediti | -3.708 | -3.306 | 402 | 12,2 |
| Accantonamenti netti e rettifiche di valore nette su altre attività | -422 | -570 | -148 | -26,0 |
| Altri proventi (oneri) netti | 355 | 352 | 3 | 0,9 |
| Utile (Perdita) dei gruppi di attività in via di dismissione | 952 | 87 | 865 | |
| Risultato corrente lordo | 5.432 | 5.015 | 417 | 8,3 |
| Imposte sul reddito | -1.422 | -1.727 | -305 | -17,7 |
| Oneri di integrazione e incentivazione all'esodo (al netto delle imposte) | -150 | -83 | 67 | 80,7 |
| Effetti economici dell'allocazione dei costi di acquisizione (al netto delle imposte) | -112 | -119 | -7 | -5,9 |
| Tributi ed altri oneri riguardanti il sistema bancario (al netto delle imposte) | -559 | -352 | 207 | 58,8 |
| Rettifiche di valore dell'avviamento e delle altre attività intangibili (al netto delle imposte) | - | - | - | - |
| Utile (Perdita) del periodo di pertinenza di terzi | -78 | 5 | -83 | |
| Risultato netto | 3.111 | 2.739 | 372 | 13,6 |

Unicredit



| Azioni | Div Cda | Div Ass | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------|--------|----------|-----------|
| Risparmio | 0,12 | 0,12 | EURO | 18/04/16 | 03/05/16 |
| Ordinaria | 0,12 | 0,12 | EURO | 18/04/16 | 03/05/16 |
| Risparmio | 1,065 | 1,065 | EURO | 18/05/15 | 05/06/15 |
| Ordinaria | 0,12 | 0,12 | EURO | 18/05/15 | 05/06/15 |
| Risparmio | 0,10 | 0,10 | EURO | 19/05/14 | 06/06/14 |

| | | | | | |
|-----------|------|------|------|----------|----------|
| Ordinaria | 0,10 | 0,10 | EURO | 19/05/14 | 06/06/14 |
| Risparmio | 0,09 | 0,09 | EURO | 20/05/13 | 23/05/13 |
| Ordinaria | 0,09 | 0,09 | EURO | 20/05/13 | 23/05/13 |

Unicredit non ha vissuto un 2011 molto roseo, con un risultato netto negativo pari a -9,206 miliardi e conseguentemente un utile per azione di -5,12€, oltre a un price/book value incredibilmente basso, attestatosi a 0,16 a fronte di una media nazionale di 0,5. Il profitto netto era anche positivo, essendo pari a 248 milioni, ma alcune componenti reddituali straordinarie negative tra cui l'impairment test dell'avviamento e il profitto netto dagli investimenti hanno fatto sì che il risultato netto fosse fortemente sotto le attese.

Questo anno di crisi ha portato l'Assemblea annuale degli azionisti, tenutasi l'11 maggio 2012, ad approvare la proposta del Consiglio di Amministrazione - formulata nell'ambito delle misure di rafforzamento patrimoniale già comunicate al mercato - di non distribuire dividendi nel 2012 sui risultati del 2011 ai possessori sia di azioni ordinarie che di risparmio.

Il 2012 si è chiuso per il gruppo Unicredit con un utile pari a 865 milioni di euro, di molto migliorato dunque rispetto all'anno precedente, chiusosi con una perdita ingente. Tuttavia è diminuito il margine di interesse, sceso del 6,3 per cento a 14,2 miliardi a causa sia della caduta libera dell'Euribor, ma anche a causa del credit crunch, che ha fatto diminuire del 2,6 per cento l'ammontare dei prestiti in essere, questa stretta creditizia infatti ha portato la banca ad adottare criteri più rigorosi per la concessione di nuovi prestiti. Inoltre a causa dei crediti dubbi in crescita, essi infatti sfiorano ormai gli 80 miliardi di euro Unicredit è stata costretta ad accantonare 9,6 miliardi di euro a titolo di garanzia in caso di insolvenza. Dunque la banca è riuscita ad aumentare il suo tasso di copertura, salito dal 44,2 al 44,8 per cento. Dopo la mancata corresponsione di un dividendo 2011, il dividendo 2012 è stato deliberato per un ammontare pari a 9 centesimi ad azione sia per le azioni ordinarie che per quelle di risparmio. Il monte dividendi ammonta complessivamente a 513 milioni di euro e da ciò possiamo evincere un pay-out ratio approssimativamente pari al 60%.

Unicredit ha chiuso il 2013 con una perdita netta record di 14 miliardi da svalutazioni su avviamento e accantonamenti aggiuntivi su crediti. Le stime erano di un utile netto di 400 milioni circa dopo 865 milioni nel 2012. I conti sono stati affossati da

accantonamenti per 13,7 miliardi (+46,8 miliardi su base annua). I ricavi sono ammontati a 24 miliardi (-4,1% su base annua). Il patrimonio di vigilanza Cet 1 si è attestato al 10,4%, anticipando pienamente gli effetti di Basilea3 e la banca ha escluso la necessità di un aumento di capitale. È stato erogato un dividendo di 10 centesimi per azione mediante attribuzione di azioni Unicredit di nuova emissione oppure, su specifica richiesta degli azionisti, mediante versamento in contanti (Scrip dividend). Quindi nonostante la pesante perdita Unicredit ha proceduto alla distribuzione di dividendi, peraltro anche in crescita rispetto all'anno precedente.

Nel 2014 si è registrato un utile netto di 2,008 miliardi di euro, pressoché in linea con le previsioni e in ripresa dopo il rosso record da 13,9 miliardi del 2013 a causa della pulizia di bilancio. Ai soci è stato erogato un dividendo pari a 12 centesimi di euro per azione, in aumento del 20% rispetto ai 10 centesimi del 2013 e di nuovo nella formula "scrip dividend", cioè in azioni oppure cash su richiesta. Il payout è del 35% e anche la cedola risulta in linea con le attese degli analisti.

A deludere il mercato, con il titolo che si è inabissato subito dopo la pubblicazione dei conti a quota 5,325 euro (-3%), è stato l'utile netto del quarto trimestre pari a 170,4 milioni di euro (-76,4% trimestre su trimestre) a fronte di un consenso a 180 milioni di euro. Inoltre sotto il profilo patrimoniale il Common Equity Tier 1 ratio della banca, è risultato pari al 10,02%.

Gli accantonamenti su crediti sono migliorati a 4,3 miliardi (1,7 miliardi nel solo quarto trimestre rispetto ai 753,5 milioni del trimestre precedente) con un rapporto di copertura dei crediti deteriorati al 51,3%, il più alto tra le banche italiane e in linea con le migliori banche europee.

I crediti deteriorati lordi sono risultati pressoché stabili a 84,4 miliardi (+1,1%). Ancora in aumento, invece, le sofferenze, a 52,1 miliardi di euro (+3% trimestre su trimestre) con il tasso di copertura salito al 62,2%.

L'utile del 2015, pari a 1,7 miliardi, si nota un leggero calo rispetto all'anno precedente ma è tuttavia un buon risultato, inoltre viene confermata la cedola di 12 centesimi, che è stata erogata come nei precedenti due anni con la modalità dello scrip dividend. Per quanto riguarda il capitale: il Common equity tier 1 sale dal 10,53% al 10,94% (contabilizzando un dividendo incassato al 75% sotto forma di azioni), questo

miglioramento è dato soprattutto dalla diminuzione dei risk weighted assets e il rafforzamento patrimoniale conseguente.

Possiamo notare che, nonostante Unicredit abbia un andamento non del tutto regolare, con anni in cui totalizza ingenti perdite e anni in cui invece ci sono cospicui utili, il dividendo oltre alla mancata corresponsione nel 2012 segue un trend crescente. Inoltre azionisti ordinari e di risparmio vengono quasi sempre remunerati in egual misura con l'eccezione del 2011, anno in cui gli azionisti di risparmio hanno percepito un dividendo sensibilmente più alto. In conclusione Unicredit in questi anni ha perseguito una politica dei dividendi in gran parte influenzata dai risultati reddituali, ma non del tutto e ha teso a rafforzarsi patrimonialmente a fronte di eventuali rischi.

Ubi Banca

| Azioni | Div Cda | Div Ass | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 0,11 | 0,11 | EURO | 22/05/17 | 24/05/17 |
| Ordinaria | 0,11 | 0,11 | EURO | 23/05/16 | 25/05/16 |
| Ordinaria | 0,08 | 0,08 | EURO | 18/05/15 | 20/05/15 |
| Ordinaria | 0,06 | 0,06 | EURO | 19/05/14 | 22/05/14 |
| Ordinaria | 0,05 | 0,05 | EURO | 20/05/13 | 23/05/13 |



Ubi Banca è tornata all'utile nel 2012, dopo aver chiuso l'esercizio precedente con una perdita di 1,8 miliardi a seguito di componenti straordinari di reddito negativi. Nel 2012 invece è stato totalizzato un utile netto d'esercizio a 82,7 milioni di euro. Tuttavia, in termini normalizzati - cioè escludendo le componenti non ricorrenti per entrambi gli anni - l'utile netto 2012 è pari a 97,3 milioni rispetto ai 11,6 milioni del 2011.

Diminuisce il margine di interesse, calato del 7,7% rispetto all'anno precedente, principalmente a causa del crollo dei tassi di interesse. Robusto invece l'indicatore di forza patrimoniale, con un Core Tier 1 al 10,29%; Ubi tuttavia lascia il dividendo invariato a 0,05 euro per azione, che sta ad indicare la volontà da parte dei manager di proporre un dividendo ordinario stabile e sostenibile.

L'esercizio 2013 ha fatto registrare un utile netto consolidato pari a 250,8 milioni di euro rispetto agli 82,7 milioni nel 2012. Il risultato ha beneficiato dell'effetto positivo delle modifiche alla normativa fiscale contenute nei provvedimenti di fine anno.

Nell'esercizio 2013 il risultato della gestione operativo si è attestato a 1.295,5 milioni di euro, in crescita rispetto al 2012 (+2,85%). I proventi operativi hanno infatti sono stati pari a complessivamente 3.437,3 milioni rispetto ai 3.526,3 milioni dell'esercizio 2012. Relativamente alla qualità del credito, lo stock di crediti deteriorati lordi a dicembre 2013 è pari a 12,7 miliardi, l'anno 2013, per quanto ancora caratterizzato da uno scenario economico recessivo, ha subito una crescita degli stock di crediti deteriorati lordi inferiore rispetto all'anno precedente, infatti essi sono saliti di 1,7 miliardi rispetto ai 2,4 del 2012 (-28%).

Alle 900.048.572 azioni in circolazione è stato corrisposto un dividendo di 0,06€ per azione, in lieve aumento rispetto all'anno precedente a causa dei floridi risultati economici dell'esercizio che hanno dato al management la consapevolezza di poter sostenere una crescita del dividendo ordinario.

Nel 2014 i ricavi operativi di Ubi banca sono stati pari a 3,41 miliardi di euro, diminuiti dello 0,8% rispetto al 2013, invece gli oneri operativi hanno continuato il loro trend calante chiudendo al 31/12 per una somma pari a 2,11 miliardi. Il 2014 si è chiuso, tuttavia a causa della contabilizzazione di 882,7 milioni netti di rettifiche su avviamento e intangibili, con un risultato negativo per 725,8 milioni di euro, rispetto all'utile di 250,8 milioni dell'esercizio 2013. Lo stock di crediti deteriorati lordi conferma la tendenza alla stabilizzazione, attestandosi a 13,05 miliardi di euro, in crescita del 3% rispetto ai 12,67 miliardi di fine dicembre 2013. Il Core Tier-1 ratio del gruppo al 31 dicembre 2014 è pari al 12,33%. La riduzione rispetto al 30 settembre 2014 (13%) è

essenzialmente riconducibile all'aggiornamento annuale dei parametri di rischio utilizzati nell'ambito dei modelli avanzati per il calcolo dei requisiti patrimoniali. Per l'anno 2014 si è stabilita la distribuzione di un dividendo unitario di 0,08 euro per azione, nonostante la perdita, infatti i dividendi, che ammontano a circa 72 milioni di euro, saranno pagati mediante la riserva straordinaria. L'annuncio dell'aumento di dividendo nonostante i risultati economici dell'esercizio non siano stati positivi fa trapelare una fiducia attorno alle prospettive future di reddito della Banca e riconduce fondamentalmente il risultato negativo a componenti reddituali straordinarie (ingente svalutazione degli avviamenti) e quindi isolate al solo esercizio.

2015 positivo per Ubi Banca che ha concluso l'esercizio con un utile netto normalizzato pari a 195,1 milioni di euro, +33,2% rispetto al 2014. L'utile contabile, che tiene conto delle componenti straordinarie di reddito invece è stato pari a 16,8 milioni, in netto miglioramento rispetto alla perdita per 725,8 milioni del 2014, mentre i ricavi operativi sono stati pari a 3,37 miliardi di euro, in calo dell'1,1% rispetto al 2014. I crediti deteriorati totali, erano pari a 13,43 miliardi di euro, mentre il Tier 1 è stato pari all'11,62%. Il dividendo è stato di 0,11 euro per azione e il totale dei dividendi pagati agli azionisti ammonterà a 99 milioni di euro, essi verranno presi in parte dall'utile d'esercizio a differenza del dividendo 2015 in cui furono pagati mediante le riserve straordinarie.

Nel 2016 la perdita di Ubi banca si è attestata a 830,2 milioni, risultato nettamente in calo rispetto all'anno precedente e che conferma l'andamento altalenante delle variabili reddituali della Banca. Sui risultati pesa in particolare la contabilizzazione anticipata di tutti gli oneri previsti per il piano industriale (850 milioni circa). Al netto delle poste straordinarie, tuttavia il 2016 si sarebbe chiuso con un utile di 111,6 milioni. I proventi operativi sono scesi del 7,5% a 3,1 miliardi, con margine di interesse giù dell'8,2% a 1,5 miliardi e commissioni nette a 1,3 miliardi (+2,7%). In merito alla solidità patrimoniale, i crediti deteriorati non sono aumentati in maniera cospicua e il coefficiente Tier 1 è all'11,22%, il Cda ha dunque proposto la distribuzione di un dividendo da 0,11 euro per azione, immutato rispetto all'anno precedente, in quanto il risultato se non si considerano le componenti reddituali straordinarie è stato positivo e poiché vi sono le

condizioni per poter prevedere un 2017 con risultati in forte miglioramento rispetto al 2016.

Risultato altalenante dunque per Ubi Banca che però assicura sempre la corresponsione di dividendi che seguono un trend crescente o rimangono immutati, tuttavia gli azionisti della Banca ottengono una remunerazione quasi sicura e il management cerca di mantenere il dividendo sempre al di sopra dell'anno precedente. Ciò è sintomo di una situazione patrimoniale forte e di aspettative molto alte nei confronti di questa Banca.

Credito Valtellinese

| Azioni | Div Cda | Div Ass | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 0,03 | 0,03 | EURO | 23/05/16 | 25/05/16 |
| Ordinaria | 0,05 | 0,05 | EURO | 07/05/12 | 10/05/12 |



[Cattolici | Telemonte | Leas | Link to this view](#)

| | | | |
|----------------------------------|------------|------------|--------|
| Attività e passività finanziarie | 1.857.388 | 1.458.423 | 27,36 |
| Partecipazioni | 219.315 | 230.079 | -4,68 |
| Totale dell'attivo | 28.411.490 | 26.760.794 | 6,17 |
| Raccolta diretta da Clientela | 22.080.601 | 21.664.000 | 1,92 |
| Raccolta indiretta da clientela | 11.566.237 | 12.609.464 | -8,27 |
| di cui: | | | |
| - Risparmio gestito | 5.013.245 | 6.008.353 | -16,56 |
| Raccolta globale | 33.646.838 | 34.273.464 | -1,83 |
| Patrimonio netto | 1.864.466 | 2.002.868 | -6,91 |

| COEFFICIENTI DI SOLVIBILITA' | 31/12/2011 | 31/12/2010 | Var. % |
|---|------------|------------|--------|
| Patrimonio di Vigilanza di Base/Attività di Rischio Ponderate | 7,28% | 6,31% | - |
| Patrimonio di Vigilanza/Attività di Rischio Ponderate | 10,62% | 9,52% | - |

| INDICI DI BILANCIO | 31/12/2011 | 31/12/2010 |
|---|------------|------------|
| Raccolta indiretta da Clientela / Raccolta Globale | 34,4% | 36,8% |
| Risparmio gestito / Raccolta indiretta da Clientela | 43,3% | 47,6% |
| Raccolta diretta da Clientela/ Totale passivo | 77,7% | 81,0% |
| Impieghi clienti/ Raccolta diretta da Clientela | 101,1% | 101,6% |
| Impieghi clienti/ Totale attivo | 78,6% | 82,2% |

Nel 2011, nonostante le condizioni di straordinaria avversità in cui versava l'economia il risultato della gestione operativa è stato positivo, infatti esso ha registrato un aumento del 6,5% rispetto al 2010, il risultato netto della gestione operativa raggiunge infatti 314 milioni di euro, invece il risultato si è attestato a 54 milioni di euro. I crediti deteriorati complessivamente erano pari a 1.671 milioni di euro, al netto delle rettifiche di valore, con un aumento del 36,7% rispetto a 1.222 milioni a fine esercizio 2010. Il core capital ratio risultava paria a 7,28% rispetto a 6,31% a dicembre 2010, mentre il total capital ratio si attesta a 10,62%, rispetto a 9,52% dell'anno precedente. I positivi risultati ottenuti nel 2011 hanno fatto sì che si procedesse allo stacco di dividendi pari a 0,05€ per azione.

Ad un 2011 tutto sommato positivo per il Credito Valtellinese è succeduto un 2012 che ha portato alla contabilizzazione di una perdita netta per 322,44 milioni di euro. Sul risultato finale hanno pesato il deterioramento di crediti e altre attività finanziarie per un importo pari a 391 milioni di euro. Il risultato di gestione si è ridotto del 9,8%, passando da 306,73 milioni a 276,8 milioni di euro, mentre i proventi operativi sono scesi da 858,09 milioni a 810,37 milioni di euro (-5,6%). Il 2012 ha portato una crescita esponenziale dei crediti deteriorati, cresciuti a 2,1 miliardi di euro, rispetto agli 1,67 miliardi di inizio anno. L'incidenza dei crediti deteriorati sull'ammontare complessivo dei crediti è salita dal 7,5% di inizio 2012 al 9,5%. Tuttavia l'indicatore patrimoniale del core capital ratio era migliorato all'8,1%. Alla fine dell'anno non si è proceduto allo stacco di dividendi in virtù del pessimo risultato finale e dell'esiguità delle riserve, che non permettevano di attingere da esse al fine di pagare dividendi.

Nel 2013 il risultato netto della gestione operativa si è attestato a 324 milioni di euro (+16,7% rispetto al 2012), il risultato netto di periodo invece è stato positivo con un utile di 11,7 milioni di euro, che rapportato alla perdita di 322,44 milioni dell'anno precedente segna un netto miglioramento. Tuttavia l'impresa ha stabilito di non distribuire comunque gli utili, anche a causa della loro esiguità e di destinarli a riserva.

I risultati di Credito Valtellinese inerenti al 2014 mostrano che nonostante il buon andamento della gestione operativa, a causa del contesto operativo in cui la banca opera la redditività della banca è stata negativa. Infatti la Banca ha chiuso l'esercizio con una perdita netta di 325,09 milioni di euro, rispetto al risultato positivo di 11,71 milioni del 2013. Il risultato netto dell'esercizio 2014 è stato influenzato tra le altre cose dai risultati

dell'Asset Quality Review (Aqr) effettuata dalla Bce nel corso dell'anno che ha portato ad accantonamenti per 330 milioni di euro, nonché quelli dell'impairment test sugli avviamenti, che ha determinato l'iscrizione di ulteriori rettifiche di valore per 131 milioni di euro. Il risultato di gestione è cresciuto del 6,1%, passando da 325,47 milioni a 345,24 milioni di euro. I crediti deteriorati durante l'esercizio sono aumentati a 3,2 miliardi di euro, rispetto ai 2,7 miliardi di inizio anno. L'incidenza di essi sull'ammontare complessivo dei crediti è salita al 16,8%. Anche al termine di questo esercizio si è stabilito di non distribuire dividendi, proseguendo la strategia oculata e prudentiale del gruppo e al fine di essere in regola con i requisiti patrimoniali sempre più stringenti imposti alle banche in merito all'adeguatezza patrimoniale.

Il Credito Valtellinese ha comunicato i risultati preliminari del 2015, esercizio chiuso con un utile netto di 118,28 milioni di euro, rispetto al rosso di 325,09 milioni contabilizzato nell'esercizio precedente. L'istituto ha precisato che nel secondo trimestre 2015 è stata registrata una plusvalenza pari a 20 milioni relativa alla cessione di Finanziaria San Giacomo. A fine 2015 gli impieghi alla clientela ammontavano a 19,04 miliardi di euro, in aumento dello 0,2% rispetto al valore di inizio anno (19 miliardi). Alla stessa data i crediti deteriorati, al netto delle rettifiche di valore, erano cresciuti a 3,36 miliardi di euro, in aumento del 5,2% rispetto 3,19 miliardi di inizio anno, con un "coverage ratio" del 40%, rispetto al 37% dell'anno precedente. Sempre a fine 2015 il patrimonio netto era pari a oltre 2,18 miliardi di euro, mentre il Common Equity Tier 1 era salito 13,1% (13,5% fully loaded). In merito all'esercizio 2015 si è decisa la corresponsione di una cedola agli azionisti pari a 0,03€, per effetto dei cospicui utili totalizzati, per la prima volta dopo 4 anni.

La politica dei dividendi attuata da Credito Valtellinese come possiamo vedere è molto prudente, infatti nell'arco dei 5 anni analizzati, nonostante l'andamento sempre positivo della gestione operativa vi è stata la distribuzione dei dividendi solo in due anni. Ciò è sintomatico del fatto che l'istituto volesse rafforzare la sua patrimonializzazione, anche in virtù degli stringenti vincoli imposti dalla BCE e che il management invece di distribuire dividendi abbia preferito effettuare investimenti volti alla crescita futura. Non è tuttavia da dimenticare che a livello contabile la banca abbia chiuso due dei 5

esercizi con perdite abbastanza cospicue che hanno necessitato quindi di essere reintegrate prima che si potessero distribuire nuovi dividendi.

Banca popolare Emilia Romagna

| Azioni | Div Cda | Div Ass | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 0,06 | 0,06 | EURO | 22/05/17 | 24/05/17 |
| Ordinaria | 0,10 | 0,10 | EURO | 23/05/16 | 25/05/16 |
| Ordinaria | 0,02 | 0,02 | EURO | 18/05/15 | 20/05/15 |



Durante l'esercizio 2012 l'istituto di credito emiliano ha registrato una perdita netta di 32,6 milioni di euro, tuttavia un buon risultato se confrontato col passivo di fine 2011 di circa 270 milioni di euro. Le ingenti perdite sono dovute per lo più alla necessità un irrobustimento patrimoniale che ha portato allo stanziamento di patrimonio per far

fronte ai crediti deteriorati. Non si è proceduto dunque alla corresponsione di un dividendo.

Nel 2013 si è tornati a contabilizzare un utile netto, esso è stato pari a 16,1 milioni di euro, in netto miglioramento rispetto alla perdita da 32,6 milioni di euro che si era registrata nel 2012. Le rettifiche su crediti sono state pari a 782 milioni, (-18,5% rispetto al 2012), ciò ha portato l'ammontare dei crediti deteriorati netti ad aumentare a 6,4 miliardi di euro, in crescita del 23,1% rispetto al 2012. Invece in relazione ai requisiti patrimoniali, il coefficiente Core Tier 1 è salito all'8,57% dall'8,27% dell'anno precedente. Neanche alla fine del 2013, nonostante si sia totalizzato un utile, anche se esiguo non si è proceduto alla distribuzione di un dividendo ordinario, allo stesso modo del 2012, destinando gli utili a riserve.

Nel 2014 l'utile netto di Banca Bper è invece pari a 14,78 milioni (+11,7%). Inoltre durante l'anno è stato svolto l'asset quality review della Bce con l'indicazione di un impatto complessivo lordo pari a circa 480 milioni e vi è stato il rafforzamento della posizione patrimoniale con un cet1 ratio pari al 10,9%. Inoltre si è tornati alla distribuzione di un dividendo, che mancava dal 2012 pari a 0,02€ per azione.

Nel 2015 la banca emiliana ha chiuso con un utile netto di 220,66 milioni di euro, in forte aumento rispetto ai 14,78 milioni ottenuti nell'esercizio precedente, in seguito a minori rettifiche su crediti. I crediti deteriorati erano scesi del 2,6% a 6,4 miliardi di euro, mentre il livello di copertura è aumentato al 44,2% rispetto al 40,7% del 2014. In seguito al risultato ottenuto, il dividendo 2015 è stato pari a 0,10€, in netto aumento rispetto ai due centesimi del 2014.

Bper Banca chiude il 2016 con un utile netto di 15,8 milioni di euro, in netta flessione rispetto all'anno precedente, la redditività operativa si attesta a 2.068,1 milioni, (-12,8%). Senza considerare le poste straordinarie e i contributi al fondo Atlante, l'utile netto di pertinenza della capogruppo del 2016 è di 71,5 milioni. Il Cet1 ratio Phased In si attesta al 13,8% al 13,3%, invece il ratio Fully Phased. Lo stock lordo di crediti deteriorati e sofferenze è in calo rispettivamente dell'1,9% e dell'1% da fine 2015 anche per alcune operazioni di cessione di sofferenze per un valore lordo complessivo di circa 700 milioni. Il Cda ha proposto all'assemblea degli azionisti la distribuzione di un dividendo cash di 6 centesimi per azione, in calo rispetto ai 10 centesimi nel 2015.

La politica dei dividendi di Bper è molto chiara, essa ha subito un calo della redditività nei primi anni analizzati che l'ha portata a non distribuire dividendi, tuttavia dal 2014 si è ritornati a contabilizzare risultati positivi che hanno permesso gradualmente di tornare alla distribuzione di dividendi, arrivando a toccare un picco nel 2016 in seguito al risultato straordinariamente positivo del 2015, tuttavia questo risultato non si è ripetuto e ha portato all'abbassamento del dividendo ordinario inerente all'anno successivo. Tuttavia ora la banca sembra avere buone prospettive di crescita e sembra poter garantire ai suoi azionisti la corresponsione di un dividendo annuale.

Banca Carige

| Azioni | Div Cda | Div Ass | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 0,07 | 0,07 | EURO | 21/05/12 | 24/05/12 |
| Risparmio | 0,0875 | 0,0875 | EURO | 21/05/12 | 24/05/12 |

Banca Carige ha totalizzato nel 2011 un utile netto di 186,65 milioni di euro, in lieve



aumento rispetto ai 177,24 milioni realizzati nell'esercizio precedente. Il risultato di gestione è aumentato del 5,5%, passando da 895,74 milioni a 944,64 milioni. A fine 2011 sotto il punto di vista patrimoniale gli indicatori mostravano un Core Tier 1 pari al

6,7%, mentre il Tier 1 ratio e il Total capital ratio si erano attestati rispettivamente al 7,4% e al 10,1%. Sempre a fine 2011 il rapporto netto tra crediti in sofferenza e crediti totali era pari al 2,8%, percentuale molto bassa, anche se confrontata con le altre competitor. Il management ha deliberato inoltre la distribuzione di un dividendo di 0,07 euro per le azioni ordinarie e di 0,0875 euro per i titoli di risparmio.

Il risultato di Carige nel 2012 evidenzia un utile netto pari a 185,7 milioni di euro, tuttavia il risultato netto consolidato di gruppo è stato negativo, con una perdita pari a 63,2 milioni. I crediti deteriorati ammontavano a 991 milioni (+34,1%) a causa del prolungarsi delle difficoltà congiunturali, tuttavia la copertura delle sofferenze (coverage ratio) è stata accresciuta, passando dal 45,2% al 49,7% di fine 2012. Nonostante il risultato particolarmente positivo non si è proceduto alla corresponsione di dividendi a causa delle comunicazioni dell'Organo di Vigilanza concernenti l'adeguatezza patrimoniale.

Nell'esercizio 2013 si è registrata una perdita pari a 1.965 milioni di euro, tuttavia sul risultato hanno influito in gran parte elementi reddituali straordinari particolarmente negativi, come ad esempio la svalutazione degli avviamenti, pari a 1.630 milioni di euro, tuttavia nota positiva è che il coverage dei crediti deteriorati è salito a 56,3%, rispetto ai 49,8% dell'anno precedente. Il mancato stacco di una cedola, oltre ad essere coerente con il piano dell'impresa è conseguenziale al pessimo risultato reddituale ottenuto.

Anche il 2014 è stato un esercizio particolarmente negativo per Banca Carige, infatti è stato chiuso con una perdita netta di 543,6 milioni di euro, valore comunque in miglioramento rispetto al rosso di 1,76 miliardi di euro contabilizzato nel 2013, derivato da pesanti oneri straordinari. Escludendo le voci straordinarie, la perdita del 2014 sarebbe stata di 253,6 milioni. Nota positiva riguarda il risultato della gestione ordinaria, tornato positivo per 45,48 milioni di euro, mentre il margine di intermediazione si è ridotto del 10,5% a 714,92 milioni di euro, rispetto ai 798,92 milioni del 2013, il Common Equity Tier1 invece era pari all'8,4%. Come l'anno precedente non vi è stata la distribuzione di dividendi.

Il bilancio del 31 dicembre 2015 ha evidenziato una perdita netta di 44,6 milioni di euro, valore che si confronta con il rosso di 543,59 milioni contabilizzato nell'esercizio precedente. Il risultato di gestione è aumentato a 414,13 milioni di euro ed è stata rafforzata patrimonialmente la banca con il Common equity Tier 1 che è salito al 12,2%,

ben al di sopra dell'11,25% minimo stabilito dalla BCE. Tuttavia si è continuato con la linea intrapresa ormai dall'esercizio 2012 che non prevedeva la distribuzione di dividendi nonostante i risultati in lieve miglioramento.

Banca Carige ha chiuso il periodo 2016 con una perdita netta di 291,7 milioni di euro, valore che si confronta con la perdita pari a 44,6 milioni contabilizzato nell'esercizio precedente e con i 297,3 milioni comunicati ad inizio anno, che non facevano presagire un anno particolarmente roseo. Il risultato finale ha risentito soprattutto, tra le altre componenti negative della contabilizzazione di accantonamenti ai fondi rischi e oneri per 21,2 milioni e impairment su avviamenti per 19,9 milioni. A fine 2016 il Common Equity Tier1 era pari all'11,4%, in diminuzione dunque rispetto al 12,2% dell'anno precedente. Alla stessa data i crediti deteriorati lordi erano pari a 7,3 miliardi di euro, con un coverage ratio in aumento al 45,4%, in miglioramento rispetto al 42,9% del 2015. Come era pronosticabile non si è proceduto allo stacco di cedole neanche nel 2016, ma si è stilato un piano 2017-2020 che prevede tra gli alti obiettivi un utile netto nei tre anni pari a 170 milioni di €.

I risultati negativi di Banca Carige nei 6 anni considerati hanno dato come logico risultato la non distribuzione dei dividendi dal 2012 in poi, infatti notiamo che la Banca nel post crisi ha faticato molto sia dal punto di vista del rendimento azionario che dal punto di vista reddituale e quindi il management non ha potuto distribuire dividendi a causa delle notevoli perdite conseguite.

Banca Ifis



| Azioni | Div Cda | Div Ass | Valuta | Stacco | Pagamento |
|-----------|---------|---------|--------|----------|-----------|
| Ordinaria | 0,82 | 0,82 | EURO | 02/05/17 | 04/05/17 |
| Ordinaria | 0,76 | 0,76 | EURO | 29/03/16 | 31/03/16 |
| Ordinaria | 0,66 | 0,66 | EURO | 13/04/15 | 15/04/15 |
| Ordinaria | 0,57 | 0,57 | EURO | 28/04/14 | 02/05/14 |
| Ordinaria | 0,37 | 0,37 | EURO | 06/05/13 | 09/05/13 |

Prezzo €28.0;

Yield 2.93%

Market cap: €1.5 miliardi

Banca Ifis nel 2012 ha totalizzato un utile netto, in sensibile aumento rispetto al 2011, pari a oltre 78 milioni, mentre sotto il punto di vista patrimoniale ha mostrato un Core Tier 1 al 12,9%. Il Solvency ratio era al 12,7%, il Roe al 35,6%, mentre il cost/income è diminuito arrivando al 27,9%. Il Cda ha dunque, osservando i risultati positivi sotto tutti gli aspetti, deliberato la distribuzione di un dividendo di 0,37€.

Banca Ifis ha chiuso il 2013 con un ulteriore crescita sotto il punto di vista dell'utile e del margine d'intermediazione, ciò la ha portata alla decisione di distribuire un dividendo pari a 0,57 euro per azione. Nell'esercizio 2013, ha registrato un utile netto di 84,8 milioni di euro, in crescita dell'8,5% rispetto al 2012 (+18,5% se non si considerano gli effetti della legge di stabilità). Il margine d'intermediazione invece è salito del 7,9%, a 264,2 milioni. È diminuito anche il rapporto fra sofferenze nette e impieghi nel settore dei crediti commerciali è sceso al 2,6% dal 4,3% di un anno prima. Il Core Tier 1 si è attestato al 13,7% e la Solvency al 13,5%. Anche il titolo ha reagito positivamente con un incremento di valore che lo ha portato a toccare un massimo di 13,42 euro.

La banca milanese chiude il 2014 con un utile netto di 95,9 mln, in aumento del +13% rispetto all'anno precedente e con un margine di intermediazione pari a 280,9 milioni (+6,3%). Le sofferenze nette sugli impieghi del settore crediti commerciali nell'anno sono state ancora diminuite arrivando all'1,3% a dicembre 2014 dal 2,6% a dicembre 2013. Durante l'assemblea è stato proposto un dividendo di 0,66 euro per azione, in aumento del 16% rispetto al dividendo 2013. Così facendo rimane coerente con gli anni precedenti confermando gli stabili aumenti di dividendo in corrispondenza dei risultati sempre migliori.

Nel 2015 i risultati di Banca Ifis hanno raggiunto risultati ancora più risonanti degli anni precedenti: il margine di intermediazione è salito a 408 milioni (+43,6%), l'utile netto a 162,0 milioni (+68,9%), le Sofferenze nette/impieghi settore Crediti Commerciali si sono ulteriormente ridotte raggiungendo l'1,1%, mentre il requisito patrimoniale Common Equity Tier 1 è stato pari a 14,68% (13,89% al 31 dicembre 2014). Il management ha optato per la distribuzione di un dividendo pari a 0,76 (+15% rispetto al 2014).

Il 2016 è stato caratterizzato dall'acquisizione dell'ex Gruppo Interbanca, perfezionata a fine novembre, ciò ha portato a un risultato in termini di utile netto strabiliante, infatti esso si è attestato a 623,6 milioni di euro, rispetto ai 162,0 milioni di dicembre 2015 con un incremento del 324,7%. Il Margine di intermediazione consolidato pari a 326 milioni di euro è sceso del 19,4% rispetto all'esercizio 2015. I costi operativi pari a 202,5 milioni di euro si confrontano con i 128,1 milioni del 2015 ed includono i costi relativi all'acquisizione dell'ex Gruppo Interbanca per 16,5 milioni di euro. I crediti deteriorati lordi relativi al settore Crediti commerciali sono pari a 476,3 milioni di euro a fronte di rettifiche di valore pari a 275,3 milioni di euro con un coverage ratio del 57,8%. Le sole sofferenze lorde sono pari a 276,7 milioni con rettifiche pari a 245,0 milioni e un coverage ratio dell'88,5%. Il dividendo infine è pari a 0,82 euro per azione.

Banca Ifis, nei 5 anni analizzati ha totalizzato costantemente degli utili particolarmente cospicui che l'hanno portata a distribuire costantemente dei dividendi molto elevati. La crescita della banca milanese è stata incessante nonostante il contesto di incertezza in cui si trovava ad operare. Anche sotto il punto di vista patrimoniale, oltre che quello reddituale è una banca molto solida e la crescita delle performances reddituali è stata anche accompagnata da un elevato rendimento azionario, che ha portato il prezzo del titolo a sestuplicare il suo valore iniziale.

Conclusioni

In questo lavoro di tesi si è voluta indagare una delle decisioni tipiche della finanza aziendale, analizzando il susseguirsi di teorie e analisi empiriche svolte negli anni su questo argomento è stato pertanto esaminata una letteratura accademica che si caratterizza solitamente per le imperfezioni delle ipotesi di partenza poco aderenti con la realtà. Esempio classico è l'ipotesi di mercato perfetto nel modello di Modigliani e Miller, che noi sappiamo essere semplicemente una provocazione volutamente astratta della realtà. Molti studiosi durante questi anni si sono proposti di elaborare teorie in merito alla politica dei dividendi, a causa soprattutto dell'estrema rilevanza che ricopre all'interno di un'impresa, essendo volta a massimizzare il valore delle sue azioni, a trasmettere un segnale al mercato e alcune volte rendendo vincolate le scelte dei manager, che per soddisfare gli azionisti devono mettere in atto determinate decisioni.

Tuttavia ciò che, a mio parere, alla luce delle analisi svolte desta maggiore interesse in merito alla distribuzione dei dividendi sono le motivazioni sottostanti la decisione della distribuzione adottate dalle diverse imprese. Questa decisione racchiude una serie di variabili soggettive come la valutazione del management in merito e altre oggettive rappresentate dai risultati reddituali, il ciclo di vita dell'impresa e le imposte. Queste valutazioni possono portare allo stacco di un dividendo come alla decisione di perseguire un *buyback azionario* solo al verificarsi di determinate condizioni, come ad esempio l'aver già perseguito tutti i progetti con VAN positivo o la fiducia in merito ai risultati non solo dell'anno corrente, ma anche degli anni successivi ma soprattutto l'esuberanza della cassa dell'impresa.

Ciò che emerge dalla tesi è che vi sono notevoli differenze tra le politiche dei dividendi delle 14 imprese analizzate. Notiamo che, in linea di massima, le imprese del settore assicurativo hanno dati contabili migliori e utili in generale più cospicui delle banche,

inoltre altro trend che possiamo notare è che tra il 2011 e il 2012 tutte le imprese analizzate hanno conseguito profitti e ricavi decisamente inferiori alla loro media a causa della forte crisi che ha colpito l'intera economia, esacerbata anche da catastrofi naturali che sono andate a colpire alcuni degli impianti delle imprese analizzate. Per iniziare si può fare una netta distinzione tra le imprese che erogano un dividendo fortemente legato all'andamento dell'utile/perdita d'esercizio e quelle che invece erogano un dividendo avulso da ciò, tra queste troviamo ad esempio nel settore assicurativo Zurich, che garantisce dividendi costanti, decisi a priori all'inizio del piano triennale e quindi decisamente slegati dalle performance reddituali. Altro esempio è rappresentato da Vittoria, che ha un trend di dividendi decrescenti nonostante ingenti utili totalizzati in determinati anni e UnipolSai, anche caratterizzato da trend di dividendi in diminuzione e da un payoff estremamente basso. Le altre imprese assicuratrici invece hanno dividendi crescenti e influenzati dall'utile di periodo. Tuttavia altro elemento di differenziazione tra il settore assicurativo e quello bancario è la costanza con cui vengono erogati i dividendi, infatti all'interno del settore assicurativo essi vengono corrisposti ogni anno, mentre per il settore bancario, anche a causa delle performance reddituali più basse dei player analizzati, è frequente che per svariati anni le imprese abituino i loro azionisti alla mancata corresponsione di un dividendo. Tra le imprese ad esempio del settore bancario che non corrispondono dividendi con regolarità troviamo Credito Valtellinese, Carige e BPER. Per BPER e Carige inoltre non vi è neanche una grande correlazione tra risultati reddituali e dividendo, così come anche per Unicredit e Ubi. Ad esempio nel caso di Unicredit vediamo la corresponsione di un dividendo dopo un anno particolarmente negativo, chiuso con una perdita ingente. Inoltre è facile notare che ciò che il più delle volte fa comparire nei bilanci delle banche delle perdite monstre è la svalutazione di attività o comunque componenti reddituali straordinarie, difatti spesso il reddito operativo di questi intermediari è positivo, mentre queste componenti reddituali straordinarie sono particolarmente cospicue e abbattano il risultato di periodo. Inoltre altra variabile che ha influito sui bilanci delle banche negli anni considerati è l'introduzione, mediante Basilea 3 di criteri patrimoniali e di liquidità, oltre che di qualità del credito più stringenti, ciò ha fatto sì che queste banche si siano dovute adeguare ai criteri sostenendo ingenti spese e destinando molte risorse al rafforzamento patrimoniale. Altra problematica delle banche nel periodo considerato è rappresentata dagli NPL, che hanno fatto sì che gli istituti bancari abbiano dovuto stanziare capitale a fronte di essi, rendendolo in questo modo improduttivo e che questi

abbiano perso svariati crediti mai restituiti, che hanno impattato in maniera negativa sui bilanci delle banche.

In conclusione si può affermare che la questione dei dividendi è ancora aperta a varie interpretazioni, essendo questo un tema in continuo mutamento e di difficile risoluzione, non essendo stata ancora trovata una strategia vincente al fine di massimizzare il valore dell'impresa, ma basandosi tutto sul contesto in cui l'impresa opera e le reazioni del mercato alle sue decisioni, ciò che io tuttavia mi sento di dire è che a differenza di ciò che M&M affermavano, il valore dell'impresa è a mio parere dipendente dalla politica dei dividendi attuata.

Bibliografia

Principi di Finanza Aziendale, R.A. Brealy, S.C. Mayers, F. Allen, S. Sandri

Edwin J. Elton and Martin J. Gruber “Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect”, *The Review of Economics and Statistics*, 1970

Falsitta G., *Manuale di diritto tributario. Parte generale*, 2009

Falsitta G., *Utili e dividendi*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, vol. XXXVII, Roma

P.Healy, K. Palepu “Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions”, 1988

A. Kalay, M. Lemmon “Handbook of Corporate Finance”, Vol. 2 Cap. 10.

R.H. Litzenberger, K. Ramaswamy “The effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects” (in *Journal of Finance*)

Francesca Lorenzi “L'acquisto di azioni proprie: aspetti strategici, valutativi e riclassificatori”, 2014

Roni Michaely, Maurizio Murgia, *Fiscalità e mercato azionario: come interpretare lo stacco dei dividendi dei titoli italiani?* , 1997

F. Modigliani, M. H. Miller, *Dividend Policy, Growth and The Valuation Of Shares*; in “*The Journal of Business*”, 1961

Giulio Tagliavini, *Analisi Finanziaria*, n. 48, 2002, pp. 94-111