

*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra: Finanza Aziendale*

**L'IMPATTO DEL COVID-19 SULLA POLITICA DI  
DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI DELLE BANCHE: IL CASO  
INTESA SANPAOLO**

RELATORE  
Prof. **Roberto Mazzei**

CANDIDATO **Massimiliano Pier'Antoni**

MATR. **227531**

ANNO ACCADEMICO  
**2020/2021**

## Indice

<b>Introduzione</b> .....	3
 <b>Capitolo I</b>	
1.1 I dividendi .....	5
1.1.1 Differenze fra dividendi in contanti e stock.....	8
1.2 La tassazione dei dividendi: differenze fra USA e Italia.....	10
1.3 Dividendi pagati nel mondo prima e durante il Covid – 19.....	13
 <b>Capitolo II</b>	
2.1 La politica di distribuzione dei dividendi nelle banche.....	21
2.2 Payout Ratio e Q Ratio.....	24
2.3 Il Buyback.....	27
2.4 Atteggiamento dei manager in merito alle decisioni di remunerazione degli azionisti.....	31
 <b>Capitolo III</b>	
3.1 Caso Intesa Sanpaolo	
3.1.1 La storia del gruppo.....	33
3.1.2 Vision e Mission.....	35
3.1.3 Azionariato.....	38
3.1.4 L’acquisizione del gruppo di UBI banca.....	42
3.1.5 Dividendi distribuiti da Intesa negli ultimi anni e l’impatto del covid su di essi.....	43
 <b>Conclusioni</b> .....	 50

## Introduzione

Un soggetto che acquista delle azioni di una determinata società, con il passare del tempo può ottenere due tipi diversi di ricavi: il cosiddetto ‘capital gain’, ossia il guadagno derivante dal fatto che un soggetto vende delle azioni ad un prezzo maggiore di quello al quale tali azioni erano state precedentemente acquistate ed il dividendo. Il dividendo consiste in una somma di denaro che viene distribuita agli azionisti in base al numero di azioni da essi possedute, ed è, allo stesso modo del buyback (con il quale si differenzia per varie caratteristiche che saranno poi analizzate), una parte di utile che l’azienda decide di destinare ad essi per remunerarli, una sorta di premio per aver finanziato la società.

In questo elaborato l’obiettivo è quello di andare ad analizzare la politica dei dividendi del settore bancario sia in modo generale che in modo specifico, con riferimento a come essa sia cambiata a causa della pandemia di Coronavirus, la quale ha colto totalmente impreparati tutti gli Stati del mondo, che conseguentemente sono dovuti correre ai ripari sia per quanto riguarda l’ambito sanitario che per quello economico e finanziario. Inoltre, sarà dedicato un consistente spazio anche all’analisi di come si è comportata in tale situazione la principale banca italiana per capitalizzazione, cioè Intesa Sanpaolo.

Il primo capitolo dell’elaborato sarà dedicato interamente ai dividendi: inizialmente nel primo paragrafo si parlerà generalmente del dividendo, gettando quindi delle basi teoriche su questo metodo di distribuzione di ricchezza: si parlerà di cos’è, della sua regolamentazione, dei vari tipi di dividendo esistenti e, introducendo nel discorso anche il concetto del Valore Attuale Netto, si mostrerà il perché per un’azienda la distribuzione dei dividendi è più o meno importante a seconda della fase di vita in cui essa si trova; in conclusione saranno presentati due indicatori fondamentali come il Payout Ratio ed il Dividend Yield.

In esso vi sarà un sotto paragrafo nel quale verrà presentato in contrapposizione al tradizionale dividendo in contanti lo ‘stock dividend’ e cioè un dividendo che non prevede la distribuzione di denaro ma di azioni di nuova emissione, nelle casse degli azionisti. Nel secondo paragrafo ci si concentrerà sulla tassazione a cui vengono sottoposti i dividendi, mettendo in contrapposizione la tassazione degli USA, in cui vige un sistema chiamato a ‘doppia imposizione’, e quella italiana, completamente riformata dalla legge 205/2017, chiamata legge di bilancio. Inoltre, in tale paragrafo verranno proposti vari studi effettuati nel corso degli anni finalizzati a evidenziare dei collegamenti fra il sistema fiscale e le politiche di distribuzione dei dividendi di un’impresa. Nell’ultimo paragrafo sarà messa da parte la teoria e si andranno ad analizzare i pagamenti dei dividendi effettuati nel 2019 e nel 2020-21, in modo da sottolineare l’effetto devastante del covid. Inoltre, verranno evidenziati i settori ed i paesi più colpiti relativamente a questo aspetto.

Il secondo capitolo si aprirà con un’analisi concernente le politiche di distribuzione dei dividendi nelle banche, inizialmente in modo teorico mostrando l’elaborato prodotto da Healy e Palepu nel 1987, e successivamente in modo pratico, ovvero con l’analisi di come la BCE per quanto riguarda l’Europa e la FED relativamente

agli Stati Uniti, si sono imposte sulle banche controllate per far fronte alla crisi internazionale. Successivamente verranno trattati nello specifico due indicatori molto importanti e cioè il Payout Ratio, che rappresenta la percentuale di utili distribuita agli azionisti come dividendo, ed il Q Ratio il quale indica se gli investimenti posti in essere da una società sono stati insufficienti o eccessivi. A seguire si analizzerà il Buyback, trattando la normativa vigente, la popolarità di questo metodo di distribuzione di ricchezza e le varie modalità in cui può essere proposto.

A conclusione del secondo capitolo si tratterà l'atteggiamento dei manager relativamente alla distribuzione dei dividendi, introducendo il ruolo dell'overconfidence ed analizzando come un manager overconfident, a causa dell'eccessivo ottimismo, possa essere poco razionale.

Nel terzo ed ultimo capitolo si analizzerà il caso Intesa Sanpaolo: ovviamente nei primi paragrafi si introdurrà questa grande banca italiana, analizzando la sua storia, la mission, la vision e la struttura azionaria che la compone. Vi sarà una breve parentesi in cui ci si concentrerà sulla fusione di Intesa Sanpaolo con UBI banca (evento molto importante che ha permesso ad Intesa di diventare la principale realtà bancaria nostrana) e in conclusione si analizzeranno i Piani di impresa 2014-17 e 2018-21 del gruppo, nei quali era stata indicata la politica dei dividendi da seguire e come il covid è andato ad impattare sul secondo di essi.

# CAPITOLO 1

## 1.1 I DIVIDENDI: LE BASI

L'utile di esercizio è il valore che l'azienda crea tramite la sua gestione operativa, cioè il risultato economico dell'attività aziendale, pari alla differenza positiva fra ricavi e costi<sup>1</sup>. Il management di un'azienda può decidere di trattenere tale utile per finanziare nuovi progetti oppure di distribuirlo agli azionisti come forma di remunerazione per il loro supporto al capitale sociale. Naturalmente esistono dei vincoli alla discrezionalità con la quale il management possa decidere se distribuire l'utile o meno. In Italia, ad esempio la distribuzione dell'utile è regolata dall'art 2433 del codice civile, il quale prevede che possa essere distribuito ai soci se vengono soddisfatti tre requisiti:

- a) Deve esserci il reale conseguimento dell'utile,
- b) L'utile da distribuire deve risultare da un bilancio regolarmente approvato;
- c) Non possono esserci perdite del capitale sociale.

I due modi attraverso cui un'azienda distribuisce l'utile ai suoi azionisti sono la distribuzione dei dividendi ed il riacquisto di azioni proprie.

Il dividendo è la porzione di utile che viene distribuito da una società a tutti gli aventi diritto in qualità di azionisti, a titolo di remunerazione del capitale investito ed è la principale fonte di distribuzione di ricchezza per essi<sup>2</sup>.

Un investitore acquista azioni per due motivi: per ottenere i dividendi e per realizzare il 'capital gain' ovvero la plusvalenza generata dalla vendita di azioni ad un prezzo maggiore rispetto a quello a cui esse erano state comprate. A differenza di quanto accade per gli interessi nel caso degli obbligazionisti, i dividendi non sono un diritto per gli azionisti:

L'assemblea dei soci potrebbe infatti optare per il totale reinvestimento degli utili in progetti nell'anno successivo ed in questa circostanza i soggetti che possiedono azioni ordinarie non possono vantare alcun diritto al dividendo. Esistono però alcune particolari tipologie di azioni che, se possedute, garantiscono il diritto di ricevere un dividendo minimo annuo, che in determinati casi è cumulabile da un esercizio a quello successivo.

Per la nostra analisi è importante parlare ora del Valore Attuale Netto (VAN) di un investimento. Il VAN è pari alla differenza fra il valore attuale dei flussi di cassa che un investimento andrà a garantire all'azienda

---

<sup>1</sup> Treccani, definizione di utile d'esercizio

<sup>2</sup> Borsa italiana, "Definizione Dividendo", glossario finanziario.

e il costo di tale investimento, quindi il capitale investito inizialmente. Teoricamente tutti i progetti con VAN positivo andrebbero intrapresi, poiché creano valore per l'azienda. Durante il suo ciclo di vita, genericamente un'azienda ha un elevato numero di progetti con  $VAN > 0$  nelle prime fasi di vita, nei quali quindi investire. Per tale motivo molto di rado nei primi anni di attività le aziende distribuiscono i dividendi. Con il passare del tempo, raggiunta la fase di maturità, tali progetti diminuiscono sempre di più e, conseguentemente, aumentano le distribuzioni di dividendi. Hanno diritto all'incasso dei dividendi gli azionisti che risultano intestatari dei titoli entro il giorno prima della data di stacco del dividendo. Il prezzo dell'azione è di tipo "tel quel", cioè comprende i diritti accessori generati dal possesso dell'azione. Per tale motivo nel giorno di stacco del dividendo, il prezzo dell'azione subirà una riduzione di un valore pari a quello del dividendo. Con "tel quel" si intende che fino al giorno antecedente il giorno di stacco del dividendo le azioni sono negoziate al prezzo "cum", cioè con il diritto di dividendo; mentre dal giorno stesso vengono negoziate al prezzo "ex" quindi senza tale diritto. L'articolo 2433-bis, inoltre, prevede la possibilità per le società il cui bilancio è soggetto per legge alla certificazione da parte di società di revisione, di poter distribuire, prima della chiusura dell'esercizio, degli acconti sui dividendi che devono ancora maturare. L'ammontare di tali acconti non può però essere maggiore del minore fra l'ammontare di questi due importi:

- delle riserve disponibili esistenti,
- il totale di utili conseguiti alla chiusura dell'esercizio precedente.

Esistono due tipi di dividendi che le società possono distribuire ai propri azionisti: il dividendo "ordinario" ed il dividendo "straordinario".

Il dividendo ordinario è una somma che gli azionisti si aspettano di ricevere in futuro, lungo tutto il corso di vita dell'azienda, infatti l'aggettivo ordinario va proprio ad indicare la regolarità di questo. La società si impegna quindi a distribuire costantemente una parte della ricchezza generata. Il dividendo ordinario non deve necessariamente essere pagato in un'unica soluzione.

Il dividendo straordinario ha carattere eccezionale non avendo alcuna regolarità, può quindi non essere ripetuto. Questi vengono spesso erogati nelle operazioni di finanza straordinaria, ad esempio fusioni e ristrutturazioni aziendali. I motivi per cui vengono erogati tali dividendi sono la volontà di aumentare l'efficienza finanziaria ma soprattutto il desiderio di compensare gli azionisti a fronte di entrate straordinarie<sup>3</sup>. Negli ultimi anni in Italia sono stati numerosi i casi di distribuzione di dividendi straordinari, un esempio molto recente è quello erogato FCA a Gennaio del 2021 di 1,84 euro per azioni per un totale

---

<sup>3</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale" VII edizione, 2020

di 2,9 miliardi. FCA decise di distribuire tale dividendo dopo la fusione con PSA per dar vita a Stellantis, quarto costruttore automobilistico mondiale<sup>4</sup>.

I dividendi possono essere distribuiti sia mensilmente che trimestralmente, semestralmente ed annualmente. In Italia di solito l'erogazione è annuale mentre negli USA è trimestrale.

Di grandissima importanza per la distribuzione dei dividendi, sono due indicatori:

il “dividend yield”, cioè il tasso di dividendo, il quale esprime il dividendo in percentuale del prezzo dell'azione;

ed il “payout ratio”, cioè il rapporto di distribuzione degli utili. Quest'ultimo esprime la percentuale di utile che viene distribuita agli azionisti come dividendi.


$$\text{Dividend Payout Ratio Formula} = \left( \frac{\text{Total Dividends}}{\text{Net Income}} \right) \times 100$$



$$\text{Dividend Yield (Stock) Formula} = \frac{\text{Annual Dividends Per Share}}{\text{Price Per Share}}$$


<sup>4</sup> Milano Finanza, “dividendo straordinario di FCA è diventato incondizionato”, 2021

### 1.1.1 DIFFERENZE FRA DIVIDENDI IN CONTANTE E GLI “STOCK DIVIDENDS”

Genericamente i dividendi vengono pagati in contante, ma ciò non preclude all'azienda la facoltà di scegliere una soluzione alternativa: gli “stock dividends”, i quali prevedono che i dividendi vengano pagati agli azionisti tramite l'assegnazione ad essi di azioni di nuova emissione. Tali azioni vengono distribuite agli azionisti della società in proporzione al numero di vecchie azioni da essi possedute. Questa operazione non aumenta la ricchezza degli azionisti: per spiegare la ragione è opportuno precisare che il valore di una singola azione di un'azienda è dato dal rapporto fra l'Equity, cioè il valore dell'azienda stessa, ed il numero di azioni in circolazione. Conseguentemente, tenendo costante l'Equity ed aumentando il numero di azioni in circolazione, il valore unitario di esse diminuisce. Il socio che riceve azioni di nuova emissione come dividendo non è sottoposto ad alcun vincolo: Egli è libero di decidere se venderle per realizzare subito o se conservarle nel proprio portafoglio, tranne in particolari situazioni in cui è obbligato a detenerle per un determinato periodo di tempo.

Dal punto di vista dell'azienda lo stock dividend può essere molto vantaggioso rispetto al classico dividendo in contanti poiché questo permette che gli azionisti vengano remunerati senza che la liquidità della società si riduca.

Proprio per tale ragione le società optano per la distribuzione di uno stock dividend quando vogliono remunerare i propri azionisti ma non dispongono della liquidità necessaria o se preferiscono impiegare questa in altri investimenti.

Gli stock dividends presentano inoltre un importante vantaggio fiscale per l'azionista, infatti le azioni di nuova emissione ricevute come dividendo, come tutte le altre azioni, non vengono tassate finché il proprietario decide di venderle. Questa caratteristica è una delle differenze con i tipici dividendi in contanti, i quali vengono immediatamente tassati come poi vedremo più avanti.

Il funzionamento e l'effetto dello stock dividend è simile a quello dello “stock split”, cioè il frazionamento di azioni, ed al fenomeno di aumento di capitale a pagamento con le azioni offerte in opzione ai vecchi azionisti: Anche in questi altri due casi vi è un aumento del numero di azioni in circolazione e la riduzione del valore unitario di esse.

Parlando dello stock split, vi è da dire che si tratta di un fenomeno utilizzato al termine di periodi in cui il prezzo del titolo è inspiegabilmente cresciuto per riportarlo al suo livello “normale” o semplicemente per provocarne una riduzione, in modo che nuovi investitori vengano attirati dal minor prezzo. Grazie alla diminuzione del prezzo delle azioni se il dividendo unitario rimane costante il tasso di dividendo, o dividend yield, aumenta. Per spiegarne la ragione, è opportuno ricordare che il dividend yield è pari al rapporto fra il dividendo per azione ed il prezzo dell'azione stessa. Il fenomeno appena descritto è chiamato “Quasi – Split Effect” ed è misurato tramite questa formula:

$$QSE = \frac{P_{cum}}{PTO} - 1$$

In questa viene sottratto 1 al reciproco del fattore AIAF<sup>5</sup>, il quale è il rapporto tra il p “cum” ed il prezzo teorico optato.

Affinché aumenti il dividend yield però non è necessario che il dividendo unitario rimanga costante, sarebbe infatti sufficiente che diminuisca in maniera meno proporzionale del prezzo azionario. La differenza fra gli stock dividends e gli stock split è solamente tecnica: un dividendo in azioni infatti risulta in contabilità come un trasferimento di utili trattenuti a capitale sociale, mentre lo stock split appare come una riduzione del valore unitario delle azioni e nessuna fra queste due operazioni permette agli azionisti di aumentare la propria ricchezza. Nonostante quanto detto in precedenza, è importante sottolineare come in seguito alla distribuzione di un dividendo in azioni da parte di una società, in modo indiretto, il prezzo delle azioni stesse aumenta. Questo accade perché dopo l'erogazione di uno stock dividend il prezzo delle azioni diminuisce, il che, considerando che il dividendo unitario rimane costante, provoca un aumento del tasso di dividendo (o dividend yield). La distribuzione di stock dividends in Italia prende il nome di “aumento gratuito del capitale”. Nel nostro paese queste operazioni ed i frazionamenti di azioni sono molto frequenti, un caso eclatante è la società assicurativa Generali, la quale si è resa protagonista di ben 8 aumenti gratuiti di capitale fra il 1980 ed il 2013, senza considerare poi i cosiddetti “stock grant”, che consistono nella distribuzione gratuita di azioni di nuova emissione ai dipendenti.

---

<sup>5</sup> Il fattore AIAF, come tratto da Borsa Italiana, è un valore usato per rettificare il prezzo di un titolo in conseguenza di un'operazione sul capitale

## 1.2 TASSAZIONE DIVIDENDI: USA E ITALIA A CONFRONTO

A livello di impresa un ruolo estremamente importante è quello delle imposte sui redditi da azioni. Come detto in precedenza, i redditi generati dalle azioni sono i dividendi ed il capital gain e su entrambi gli investitori pagano le tasse. Generalmente l'aliquota fiscale dei dividendi è maggiore di quella del capital gain, ma questo è un "must" che varia molto in relazione al paese oggetto dell'analisi ed anche a causa delle frequenti modifiche della normativa. Ciò che è sicuro è che il capital gain presenta un importante vantaggio fiscale rispetto ai dividendi: quest'ultimi infatti vengono tassati immediatamente, nel momento stesso in cui vengono erogati, mentre i capital gain solo in fase di realizzo e cioè quando l'investitore decide di vendere le sue azioni. Se tale vendita avverrà in un momento molto lontano dalla maturazione del capital gain, il valore attuale delle imposte sarà molto basso. Spieghiamo ciò con un esempio:

Un investitore che acquista nel 2014 azioni a 30 € e le vende nel 2018 a 40€ tassate al 20% incasserà un capital gain lordo di 10€ e netto di 8€. Se ipotizziamo che la vendita arrivi invece nel 2019 con un tasso d'interesse del 5%, il valore attuale delle imposte diminuisce a 1,9€ ( $2 / 1,05$ ), il che significa che la tassazione effettiva sul capital gain sarà del 19%

In questo paragrafo andremo ad analizzare in particolare il sistema fiscale dei dividendi negli Stati Uniti ed in Italia.

Negli USA, così come in molti altri paesi, vige da sempre il cosiddetto "sistema a doppia imposizione". Tale sistema fiscale prevede che l'azionista subisca una doppia trattenuta, la prima va a colpire gli utili dell'azienda ed è quindi a livello societario, mentre la seconda viene applicata sull'azionista personalmente come tassa sul dividendo o sul capital gain. La doppia imposizione fiscale ha luogo anche quando uno stesso reddito viene tassato più volte in vari paesi, il che accade quando esso viene generato da operazioni trans nazionali. Per evitare che ciò accada è necessaria la collaborazione fra i vari stati, come quella posta in essere fra Italia e gli USA del 1999 rinnovata poi nel 2009.

Torniamo ora sul caso USA.

Nel Dicembre del 2017 la camera del congresso degli Stati Uniti prima ed il senato poi approvarono proposta di riforma fiscale proposta dall'ex presidente Donald Trump, entrata poi in vigore nel 2018 chiamata "Tax Cuts and Jobs Act", la quale rappresenta la più rilevante riforma fiscale statunitense degli ultimi decenni. Tale proposta venne ideata con la finalità di tagliare le tasse di 1500 miliardi nei successivi dieci anni, ed era fondata su due principi: l'abbattimento delle imposte sugli utili delle imprese dal 35% al 21% ed il rimpatrio dei capitali detenuti all'estero sui quali viene applicata un'imposta dell'8%.

Con tale riforma Trump ha favorito le multinazionali, le quali nel 2018 si stima che detenessero circa 2,4 trilioni di dollari in conti stranieri con reggimi di tassazione più leggeri. Nel sistema fiscale a doppia imposizione statunitense la seconda trattenuta, cioè quella applicata direttamente sull'azionista è del 15%.

Con tale riforma quindi le aliquote fiscali sui dividendi sono del 21% sull'utile societario e del 15% sull'azionista<sup>6</sup>. Per rendere il concetto più chiaro illustreremo il tutto con un esempio pratico:

ipotizziamo che un'impresa decida di distribuire tutto il reddito generato in dividendi e che tale reddito sia uguale a 100 euro per azione: il sistema a doppia imposizione prevede che questi 100 euro siano tassati al 21% (21 euro), quindi il dividendo lordo che l'azionista riceverà sarà pari a 79 euro per azione. A questi 79 euro va sottratta un'aliquota del 15% come detto precedentemente (11,85 euro), il che significa che il dividendo netto per azione sarà pari a 67,15 euro<sup>7</sup>.

Questo sistema è stato abbandonato da vari paesi, fra cui l'Australia, lasciando spazio ad un sistema fiscale detto "di imputazione", secondo cui l'azionista che riceve il dividendo riceve una sorta di credito d'imposta dalla società in modo da potersi detrarre dall'imposta personale un importo pari all'imposta pagata dalla società.

Andiamo adesso ad analizzare il caso italiano.

Nel nostro paese la Legge 205/2017, chiamata "Legge di Bilancio" è andata a modificare la normativa relativa alla tassazione dei dividendi. Tale legge riguarda principalmente le persone fisiche non in regime d'impresa, andando così a parificare l'approccio relativo alle partecipazioni qualificate e non qualificate.

Tale legge stabilisce che:

- 1) Ci sia un'aliquota secca del 26% sui dividendi percepiti dalle persone fisiche non in regime di impresa, andando così a prescindere totalmente dalla natura della partecipazione: in tal modo, il socio non imprenditore riceve il dividendo già tassato.
- 2) Ci sia una tassazione progressiva Irpef sulla base imponibile del 58,14% con uno sgravio del 41,86%, relativamente alle società di persone e le persone fisiche che operano in regime di impresa, cioè per le ditte individuali. Su questa base imponibile vanno applicate aliquote Irpef ordinarie.
- 3) Base imponibile del 5% per le società di capitali con un'esenzione del 95% (la quale quindi elimina la doppia imposizione).

L'aliquota fissa al 26% indubbiamente va a favorire soggetti che vantano redditi più alti poiché in tal caso non vi è l'applicazione del principio di progressività che vige alla base del nostro sistema fiscale<sup>8</sup>.

Anche il Capital Gain in Italia viene tassato al 26%.

Nel corso degli anni sono stati portati avanti vari studi che dimostrano l'esistenza di un legame fra la politica dei dividendi e le imposte. Quest'ultime sono considerate molto rilevanti ai fini della politica dei dividendi di un'impresa poiché hanno un ruolo primario della definizione del costo del capitale aziendale.

---

<sup>6</sup> Borsa Italiana, "Tax Cuts and Jobs Act: le novità sulla tassazione statunitense", 2018

<sup>7</sup> Esempio tratto da "Principi di Finanza Aziendale" VII edizione, 2020; di Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S.

<sup>8</sup> Vivenzi C., Tassazione Dividendi e Partecipazioni: le novità dopo la legge di stabilità 2018.

Vari autori hanno ricercato i collegamenti esistenti fra il sistema fiscale e le politiche di distribuzione dei dividendi di un'azienda. Fra questi uno studio molto importante fu quello condotto nel 1970 da Elton, Edwin e Gruber: questa ricerca mostrò come, su un campione di società del NYSE (New York Stock Exchange), le quali avevano pagato un dividendo fra l'Aprile del 1988 ed il Marzo del 1967, il sistema delle aliquote di imposta era calcolabile in relazione all'andamento del prezzo delle azioni che venivano vendute sul mercato il giorno prima ed il giorno dopo dell'erogazione del dividendo.

Nel particolare loro scoprirono l'esistenza di una relazione inversa fra il dividend yield ed il sistema di aliquote marginali, e cioè che all'aumentare del dividend yield si verificava una diminuzione delle aliquote<sup>9</sup>.

Gli studiosi Litzemberger e Ramaswamy individuarono una maggiore imposizione compresa fra il 14% ed il 23% per le azioni che offrivano rendimenti e dividend yield maggiori. Essi notarono l'esistenza fra il dividend yield ed il prezzo delle azioni una relazione positiva ma non lineare<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Edwin J. Elton and Martin J. Gruber, "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect", *The Review of Economics and Statistics*, 1970

<sup>10</sup> R.H. Litzemberger, K. Ramaswamy, "The effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects" (in *Journal of Finance*), 1982

### 1.3 DIVIDENDI PAGATI NEL MONDO PRIMA E DURANTE IL COVID-19

In quest'ultimo paragrafo continueremo la nostra analisi con un focus macroeconomico.

Nel 2019, ultimo anno del pre-covid, in tutto il mondo sono stati pagati 1,43 trilioni di dollari, una crescita su base annua del 3,5 %, ma inferiore a quella dell'anno precedente. Il Nord America, il Giappone ed i paesi con mercati emergenti sono stati i trascinatori di questa crescita, con gli USA che sono arrivati a distribuire ben 490,8 miliardi di dollari, segnando un incremento del 6,8% rispetto al 2018, il Canada che ha registrato un incremento del 9,5%, il Giappone del 6,3 % mentre fra i paesi in via di sviluppo è da sottolineare l'exploit della Russia, che ha registrato un incremento dei dividendi del 26,7%. D'altro canto, la regione Asia-Pacifico (- 0,2%), Europa e Regno Unito (- 2%) sono rimasti indietro rispetto alla media globale.

L'Italia insieme all'Olanda è lo stato europeo ad aver registrato l'incremento maggiore della distribuzione dei dividendi, pari al 6% (il quale è dell'8% se considerata in termini reali). Andando ad analizzare la situazione settorialmente, la crescita più importante è stata quella del settore petrolifero in cui i dividendi sono aumentati del 10%, mentre il settore delle telecomunicazioni ha subito un decremento.

Nel decennio 2009 – 2019 sono stati pagati un totale di 11,4 trilioni di dollari di dividendi. In questo decennio i payout sono quasi raddoppiati, arrivando a registrare un +97% in termini sottostanti: con ciò si intende che gli azionisti nel 2019 hanno visto entrare nelle loro casse 694 miliardi di dividendi in più rispetto al 2009.

Dal 2009 i dividendi nordamericani sono cresciuti del +136%, secondi solo al Giappone, mentre i dividendi europei sono quelli che hanno registrato la crescita meno forte in tutto il mondo<sup>11</sup>.

#### ANNUAL DIVIDENDS BY REGION (US\$ BILLIONS)

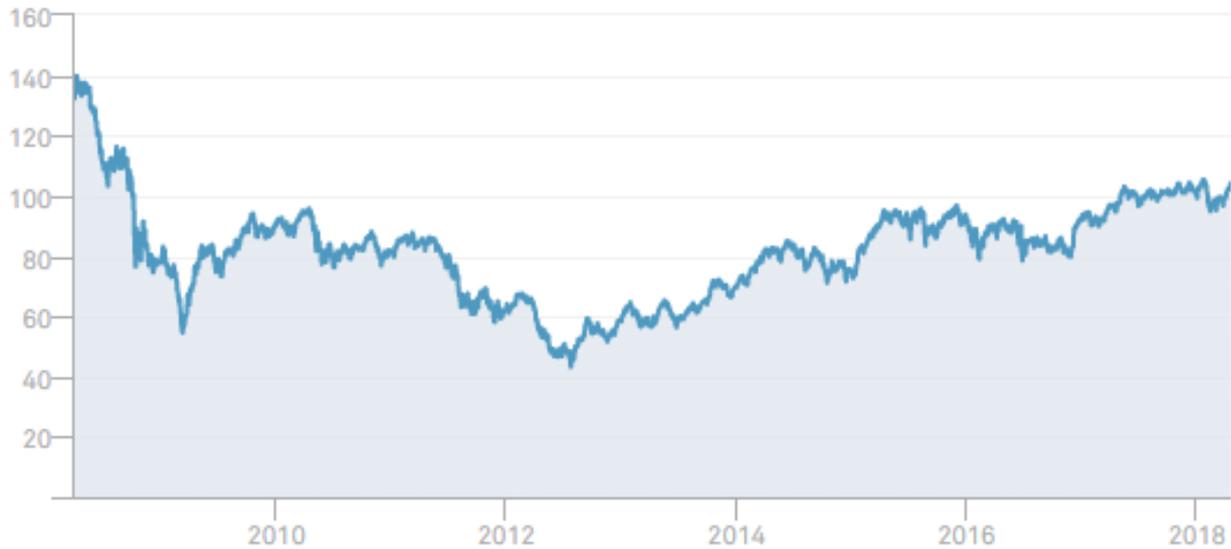
Region	2016	%*	2017	%*	2018	%*	2019	%*	Q4 2018	%*	Q4 2019	%*
Emerging Markets	\$88.7	-22.3%	\$105.1	18.6%	\$126.9	20.7%	\$139.8	10.2%	\$21.9	38.9%	\$27.9	27.1%
Europe ex UK	\$223.2	4.6%	\$225.1	0.8%	\$256.6	14.0%	\$251.4	-2.0%	\$20.0	-14.5%	\$21.2	5.9%
Japan	\$64.7	23.2%	\$70.0	8.1%	\$79.1	13.0%	\$85.7	8.4%	\$32.7	11.9%	\$34.6	5.8%
North America	\$445.0	0.9%	\$475.7	6.9%	\$509.9	7.2%	\$534.6	4.8%	\$129.4	8.9%	\$133.7	3.3%
Asia Pacific	\$117.8	3.5%	\$141.6	20.2%	\$150.4	6.3%	\$147.7	-1.8%	\$28.2	37.8%	\$25.9	-8.3%
UK	\$93.0	-3.3%	\$95.7	2.9%	\$99.6	4.1%	\$105.8	6.2%	\$15.4	0.1%	\$15.8	2.8%
Total	\$1,032.4	0.1%	\$1,113.2	7.8%	\$1,222.5	9.8%	\$1,264.9	3.5%	\$247.6	11.0%	\$259.0	4.6%
Divs outside top 1,200	\$131.0	0.1%	\$141.2	7.8%	\$155.1	9.8%	\$160.5	3.5%	\$31.4	11.0%	\$32.9	4.6%
Grand total	\$1,163.4	0.1%	\$1,254.4	7.8%	\$1,377.6	9.8%	\$1,425.4	3.5%	\$279.0	11.0%	\$291.8	4.6%

\* % change

Fonte: Janus Henderson Global Dividend Index, Edition 25, Febbraio 2020.

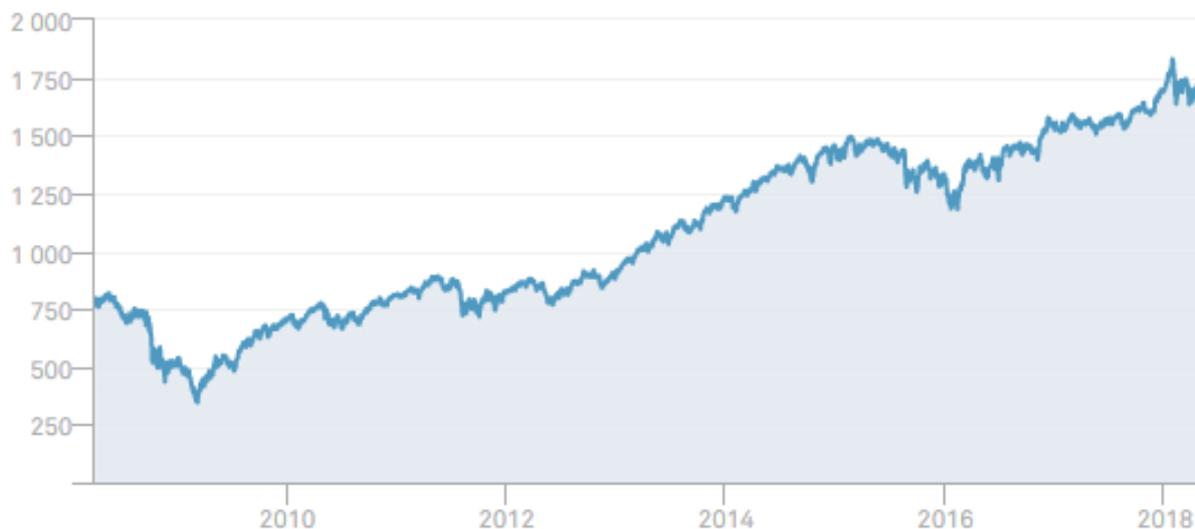
<sup>11</sup> Janus Henderson Group (JHG), "Global Dividends Index – 25 Edition", Febbraio 2020.

Di seguito si mostrano due indici che rappresentano la distribuzione dei dividendi negli ultimi anni in Italia e negli USA prima dell'avvento del Covid-19:



Fonte: Standard & Poor's

Il grafico qui sopra raffigura l'andamento del DJITSD Index, cioè il Dow Jones Italy Select Dividend 20 index. Questo indice rappresenta l'andamento dei 20 maggiori titoli italiani, con riferimento al rapporto fra i dividendi ed il prezzo azionario. Il crollo dell'indice nel 2012 avvenne a causa della crisi dei debiti sovrani che colpì tutta Europa e specialmente l'Italia, la quale faceva parte dei famigerati 'PIIGS'. Intorno al 2013 osserviamo un'inversione del trend che ha portato ad una crescita costante dell'erogazione dei dividendi fino all'inizio del 2020 a causa del Covid.



Fonte: Standard & Poor's

Possiamo invece vedere in questo secondo grafico, attraverso il S&P 500 Dividend and Free Cash Flow Yield Index, che è un indice rappresentante l'andamento in riferimento al rapporto fra i dividendi ed il prezzo azionario e alla distribuzione dei dividendi in termini di cash flow dei 500 maggiori titoli statunitensi, come negli USA il trend da circa il 2009, periodo in cui si era toccato il fondo a causa della crisi dei mutui subprime, sia sempre stato crescente.

Come purtroppo è noto, l'intero mondo fra Febbraio e Marzo 2020 è stato colpito dalla pandemia di Coronavirus. Il Covid, nato a Whuan e diffusosi inizialmente in Cina fra Dicembre e Gennaio, ha rapidamente varcato i confini, spargendosi rapidamente in tutto il mondo. Tale situazione ha obbligato tutti i paesi ad adottare un lockdown volto a contenere il diffondersi del virus ed a preservare la comunità. Lo "stop" alla vita di tutti i giorni e la chiusura forzata della gran parte delle attività economiche (ad esclusione di quelle di prima necessità) ha portato ad un crollo dell'economia mondiale ed alla crisi più grande degli ultimi tempi, definita addirittura come la più grave crisi globale dalla Seconda guerra mondiale, con la precipitazione sia della domanda che dell'offerta.

Tutto ciò inevitabilmente ha intaccato gli utili delle imprese, compromettendo la loro stabilità e di conseguenza la crisi si è fatta sentire anche relativamente alla distribuzione dei dividendi.

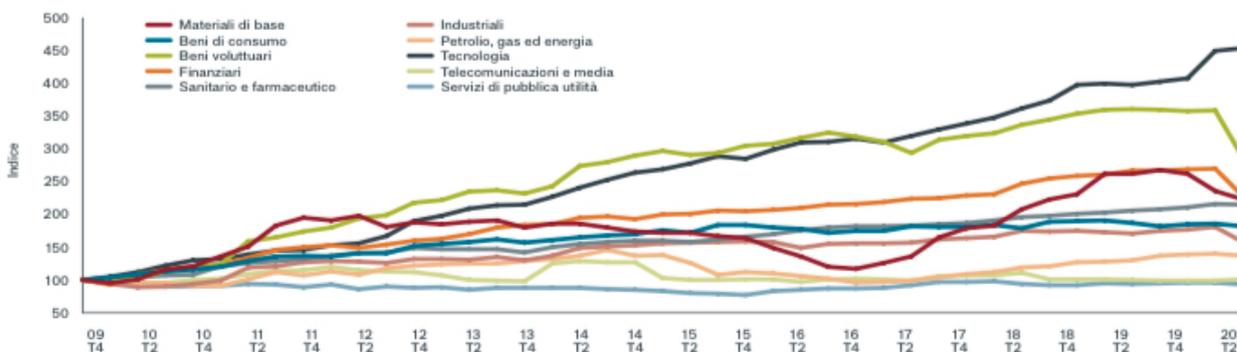
Poiché nei primi mesi del 2020 il rischio era solo potenziale le imprese solo in un secondo momento hanno mutato le loro politiche di investimento e di finanziamento, il che significa che l'effetto della pandemia sulla politica dei dividendi si è fatto vivo a partire dal secondo trimestre dello scorso anno.

Ora andremo ad analizzare come il covid – 19 ha impattato sulla distribuzione dei dividendi nel primo, nel secondo nel terzo e nel quarto trimestre del 2020, per poi concludere con una visione generale sull’anno scorso.

Come detto, nel primo trimestre del 2020 l’effetto della pandemia sulla distribuzione dei dividendi è stato praticamente nullo, tant’è che il trend è stato positivo, proseguendo sulle orme di quello del 2019, con una crescita rispetto a tale anno del 3,6% per un totale di pagamenti di 275,4 miliardi di dollari. I protagonisti sono stati ancora una volta il Nord America, il Giappone e un piccolo contributo è arrivato dall’Europa<sup>12</sup>.

L’impatto del Covid-19 sul secondo trimestre è stato invece drammatico. Vi è stata infatti una contrazione sconvolgente dei pagamenti dei dividendi, i quali sono diminuiti di 108,1 miliardi, ovvero del 22% complessivamente, toccando quota 382,2 miliardi di dollari: Questo trend rappresenta il peggior decremento trimestrale dai tempi della crisi finanziaria del 2008. In tale periodo tutti gli Stati hanno registrato una diminuzione delle distribuzioni, in particolare Europa (- 45% complessivo cioè - 66,9 miliardi) e Regno Unito (- 54% complessivo), fatta eccezione per il Nord America: i pagamenti di dividendi sono infatti rimasti stabili in Canada, mentre sono diminuiti appena dello 0,1 % negli Stati Uniti.

JHGGDI – TOTALE DIVIDENDI PER INDUSTRIA



Fonte: Janus Henderson Group (CHG) “Global Dividend Index – 27 Edition” , Agosto 2020

Come questo grafico mostra, i settori più colpiti in quanto a tagli nella distribuzione dei dividendi sono stati quello finanziario (- 40 %) , quello industriale (-33 %) e quello dei beni voluttuari (- 50%) mentre i meno colpiti sono stati quello delle comunicazioni e quello sanitario. D’altro canto, il settore tecnologico ha registrato una crescita nella distribuzione<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Janus Henderson Group (CHG) “Global Dividend Index - 26 Edition” , Maggio 2020.

<sup>13</sup> Janus Henderson Group (CHG) “Global Dividend Index - 27 Edition” , Agosto 2020

Nel terzo trimestre si è registrata invece una contrazione di 55 miliardi, passando dai 382,2 pagati nel secondo trimestre a 329,8 miliardi, per un calo complessivo del 14,3%. La contrazione quindi è stata meno forte di quella del secondo trimestre ( 22 % > 14,3%). Fra le economie più sviluppate le uniche ad avere un incremento dei dividendi sono state Canada e Cina, mentre i risultati peggiori sono stati quelli offerti da Regno Unito, Paesi Bassi ed Australia. Il minor impatto sul terzo trimestre della pandemia è stato dovuto dal fatto che in varie regioni, soprattutto in Nord America e nei mercati emergenti i dividendi si sono mostrati più “resistenti” ed anche perché molte società erano convinte che il peggio fosse passato. In questo arco temporale più dei due terzi delle società hanno mantenuto costanti o aumentato i dividendi, mentre la restante parte li ha ridotti o persino annullati<sup>14</sup>.

Il quarto trimestre del 2020 si è concluso con una flessione meno marcata di quanto si prevedesse, le distribuzioni di dividendi, infatti, sono diminuite complessivamente del 9,4%, toccando un totale di 296,1 miliardi di dollari. Il risultato è stato migliore delle aspettative grazie al fatto che aziende come la Volkswagen in Germania hanno ripristinato totalmente i dividendi sospesi mentre altri, come Essilor in Francia, li hanno ripristinati solo parzialmente. Inoltre, i dividendi straordinari sono riusciti a superare le premesse<sup>15</sup>.

Abbandonando adesso l’analisi dei vari trimestri e spostando il nostro focus sul 2020 in generale, possiamo affermare che nello scorso anno i dividendi sono scesi a quota 1,255 trilioni di dollari, registrando quindi un calo complessivo del 12,2 % rispetto al 2019. Le aspettative erano molto meno rosee, ma sono state ribaltate da una contrazione meno forte del previsto nell’ultimo trimestre. Le contrazioni più marcate ci sono state nel Regno Unito ed in Europa dove le distribuzioni si sono attestate a livelli più bassi del 2009 e hanno rappresentato più della metà del calo a livello mondiale, mentre nel Nord America sono incrementate del 2,6% complessivamente, stabilendo dunque un nuovo record. Questo grazie soprattutto al fatto che le aziende hanno potuto conservare liquidità e quindi proteggere i propri dividendi. Un brusco calo nelle distribuzioni è stato rappresentato anche dall’Australia a causa della sua dipendenza dai dividendi bancari che sono stati limitati fino a Dicembre.

Nello scorso anno mentre due terzi delle aziende hanno mantenuto costanti o aumentato le proprie distribuzioni di dividendi, un’azienda su otto le ha annullate mentre una su 5 le ha ridotte.

I settori più colpiti sono stati quello bancario, quello petrolifero ed il settore minerario, con il primo che ha rappresentato circa un terzo della riduzione dei dividendi (più di tre volte di quella del secondo), i settori

---

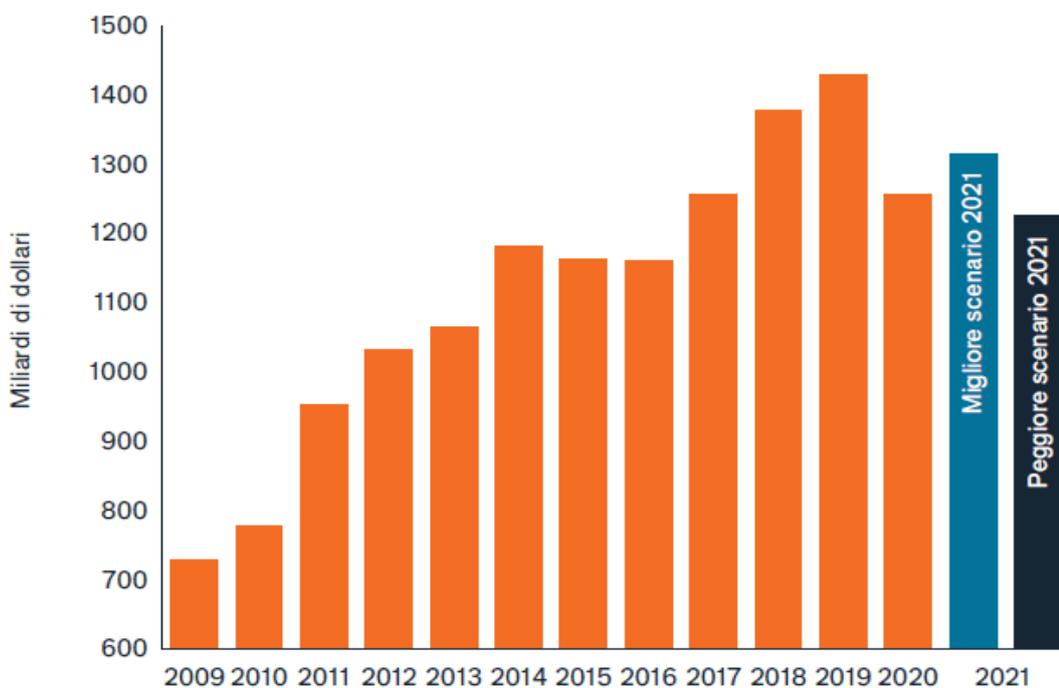
<sup>14</sup> Janus Henderson Group (CHG) “Global Dividend Index – 28 Edition”, Novembre 2020

<sup>15</sup> Janus Henderson Group (CHG) “Global Dividend Index – 29 Edition”, Febbraio 2021

meno colpiti sono stati quello farmaceutico, quello tecnologico e quello alimentare. Parlando di Stati, i più colpiti sono stati Spagna e Francia, in cui il taglio dei dividendi ha caratterizzato ben il 71 % delle aziende, mentre il meno colpito è il Canada, in cui la riduzione è avvenuta solo per il 9% delle società, seguito dagli Stati Uniti.

Possiamo concludere dicendo che la pandemia ha portato ad incredibili differenze nella distribuzione dei dividendi da una parte all'altra del mondo e fra i diversi settori, come abbiamo visto. Gli investitori non possono sapere da dove potrebbe arrivare la prossima crisi, quindi un'ampia diversificazione è fondamentale per diminuire i rischi.

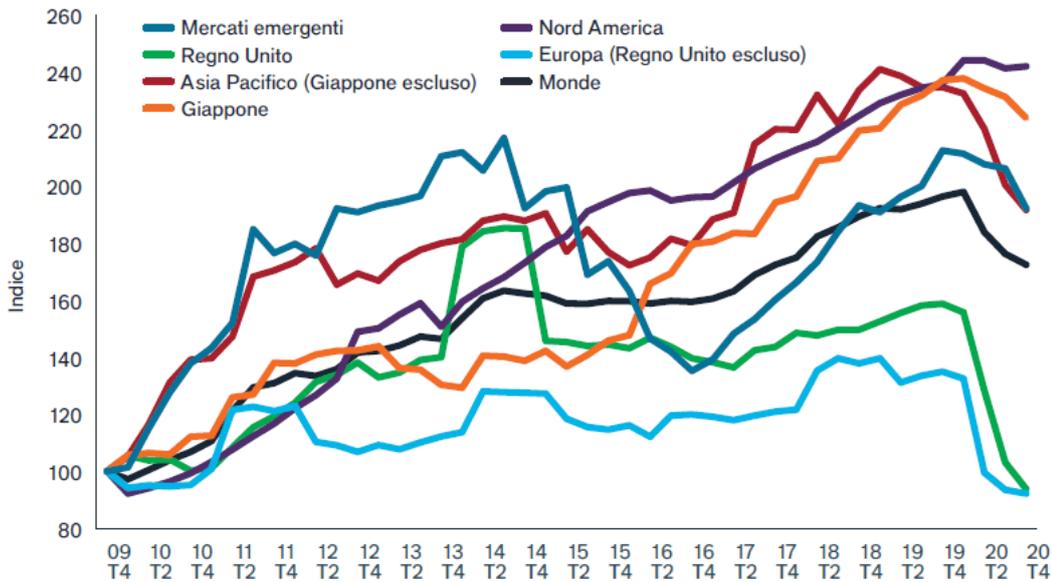
## TOTALE DIVIDENDI ANNUALI GLOBALI (IN MLD DI DOLLARI)



Fonte: Janus Henderson Group (CHG) "Global Dividend Index – 29 Edition", Febbraio 2021.

Questo grafico ci mostra il trend della distribuzione di dividendi in miliardi di dollari in un periodo che va dal 2009 al 2020, con tanto di migliore e peggiore previsione per il 2021 (questo perché il report di Janus Henderson Group è datato Febbraio 2021, periodo in cui ancora non era possibile stimare i dividendi pagati nel primo trimestre dell'anno corrente). Si evince facilmente il drastico calo avvenuto nello scorso anno, che ricordiamo essere pari al -12,2%.

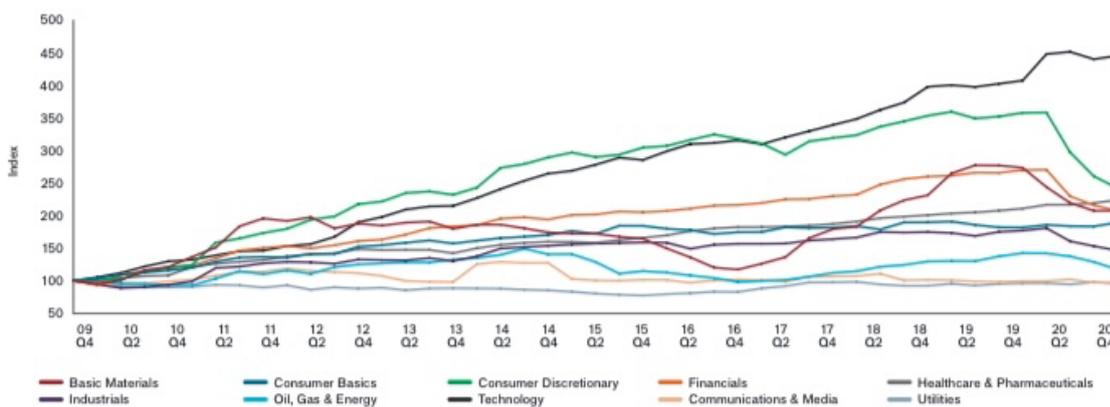
## JANUS HENDERSON GLOBAL DIVIDEND INDEX PER REGIONE



Fonte: Janus Henderson Group (CHG) “Global Dividend Index – 29 Edition”, Febbraio 2021.

Tale grafica è rappresentativa dell’andamento trimestrale della distribuzione dei dividendi in vari paesi dal 2009 al 2020. Possiamo vedere, come detto prima, che il calo peggiore si è verificato in Europa e Regno Unito, mentre quello meno marcato ha avuto luogo in Nord America.

### JHGDI - TOTAL DIVIDENDS BY INDUSTRY



Fonte: Janus Henderson Group (CHG) “Global Dividend Index – 29 Edition”, Febbraio 2021.

La grafica qui sopra mostra l’andamento trimestrale della distribuzione dei dividendi di vari settori dal 2009 al 2020. Come detto precedentemente l’impatto peggiore della pandemia è avvenuto sul settore finanziario, industriale, petrolifero e quello dei beni di consumo, mentre il settore tecnologico ha addirittura registrato una crescita delle distribuzioni.

## CAPITOLO 2

### 2.1 LA POLITICA DI DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI NELLE BANCHE DURANTE IL COVID - 19

La politica dei dividendi consiste nella strategia che l'impresa adotta per distribuire la propria ricchezza in eccesso agli azionisti, ed è una delle decisioni più difficili da prendere in merito alla pianificazione finanziaria. Per tale motivo i manager devono eseguire analisi molto approfondite che vadano al di là della disponibilità di liquidità in sé.

Una considerazione molto importante che i manager devono fare è quella relativa al contenuto informativo delle distribuzioni di dividendi. Molti esperti del settore, infatti, credono che quando una società decida di aumentare i propri dividendi significa che i manager siano ottimisti e che prevedano un aumento degli utili futuri, mentre a detta di altri, l'aumento dei dividendi di imprese che già li pagano con regolarità non è un segnale di ottimismo circa l'aumento degli utili futuri, bensì rappresenta la convinzione da parte dei manager che gli utili futuri saranno più sicuri e meno volatili. Per tali ragioni l'aumento dei dividendi rassicura gli investitori per il futuro e, conseguentemente, provoca un apprezzamento delle azioni<sup>16</sup>.

Healy e Palepu<sup>17</sup>, in un elaborato del 1987, tramite un'analisi empirica indagarono sugli effetti del contenuto informativo dei dividendi, e cioè su come una modifica della politica dei dividendi impatta sugli utili futuri della società. Questa analisi prende in considerazione 303 imprese, di cui 131 pagano per la prima volta i dividendi o ritornano a pagarli dopo una pausa di 10 anni almeno e 172 che interrompono i pagamenti dopo averli posti in essere per almeno 10 anni consecutivamente.

I risultati a cui giungono i due ricercatori sono:

- 1) Le aziende che pagano per la prima volta un dividendo hanno registrato aumenti degli utili almeno nell'anno del cambiamento della politica dei dividendi, mentre le società che smettono di pagare i dividendi hanno subito un decremento degli utili almeno nell'anno della modifica della politica dei dividendi. Queste conclusioni sono coerenti a quelle a cui arrivarono Lintner nel 1956, Fama e Babiak nel 1968 e Watts nel 1972, e suggeriscono che le modifiche della politica dei dividendi possono essere intuite osservando i cambiamenti degli utili passati e presenti.
- 2) Le imprese che iniziano a pagare i dividendi o che incrementano l'ammontare dei dividendi registrano profitti maggiori nei due anni successivi al cambiamento di politica di distribuzione che poi diventano stabili e si attestano intorno al 43%. D'altro canto, le imprese che smettono di pagare i dividendi

---

<sup>16</sup> Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale" VII edizione, 2020

<sup>17</sup> Healey P. e Palepu K., "Earnings information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions", in Journal of Financial Economics, n. 21, pp. 149-175, 1988

registrano profitti minori nell'anno seguente, mentre negli anni successivi vi è un ritorno ai precedenti livelli.

- 3) I cambiamenti nella politica di distribuzione dei dividendi andando ad intaccare sugli utili futuri, influenzano indirettamente anche il prezzo delle azioni. Se i dividendi aumentano si stima che i prezzi delle azioni aumentino del 4%, mentre se i dividendi non vengono più pagati tali prezzi diminuiscono circa del 9,5%. Gli azionisti interpretano i cambiamenti delle politiche di distribuzione dei dividendi come riflesso delle aspettative più o meno rosee dei manager sugli utili futuri dell'impresa.

Altra ricerca di grande rilevanza in questo ambito fu svolta da Brav, Graham, Harvey e Michaely in "Payout Policy in the 21th Century"<sup>18</sup>, pubblicato nel 2005 ma con dati raccolti nel 2004. In tale ricerca vennero intervistati 384 top manager finanziari con dei questionari, prendendo in considerazione le aziende in un modo specifico e cercando di rendere partecipi più settori possibili, così da poter generalizzare i risultati che sarebbero emersi poi. Da tale ricerca emersero tre aspetti principali:

- 1) I manager sono restii a modificare i dividendi, per non correre l'eventuale rischio di dover tornare sui loro passi "rimangiandosi" l'aumento di essi, e in casi particolari, optano per emettere nuove azioni mantenendo così il dividendo costante nel tempo;
- 2) I manager cercano di rendere il più regolare possibile la distribuzione del dividendo onde evitare il rischio di una riduzione di esso. Conseguentemente le variazioni dei dividendi sono legate alle variazioni degli utili di lungo periodo mentre le variazioni degli utili nel breve periodo molto difficilmente impattato sul dividendo;
- 3) I manager si concentrano più sulla variazione del dividendo che sul suo valore assoluto.

Adesso andremo ad analizzare la politica dei dividendi caratteristica del settore bancario che, come detto nel capitolo 1, è stato fra i più colpiti dalla pandemia.

Concentriamoci inizialmente su cosa è successo nelle banche negli Stati Uniti. Durante il secondo trimestre del 2020, in piena pandemia, negli Stati Uniti, le otto banche più importanti hanno sospeso le operazioni di buyback senza andare però a modificare i dividendi, nonostante le fortissime pressioni politiche (Il Sole 24 ore, Aprile 2020).

A Giugno del 2020 la situazione è cambiata negli States: la FED, infatti, oltre a prorogare lo stop prudenziale ai buyback ha disposto un tetto massimo per i dividendi, stabilendo che quelli pagati nel terzo semestre non avrebbero dovuto per nessuna ragione superare quelli del secondo, ed ha inoltre introdotto una specifica formula per calcolare il massimo pagabile come dividendo in base agli utili realizzati (Teleborsa, Giugno

---

<sup>18</sup> Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R., "Payout Policy in the 21th Century – Journal of Financial Economics, n.77, pp. 483 – 527", 2005

2020). Tali limitazioni inizialmente sarebbero dovute cessare a Dicembre 2020, poi a Marzo 2021 ed infine la loro cessazione è slittata a Giugno 2021.

Infatti la Fed ha dato il via libera alle banche in quanto a distribuzioni di dividendi a partire dal 30 Giugno dell'anno corrente, poiché le 23 banche sottoposte al cosiddetto "stress test" hanno superato l'esame, dimostrando che il sistema bancario americano è solido, pronto a supportare la ripresa e che dispone di elevati livelli di capitale. Dai risultati dello stress test, inoltre, si evince come nel peggiore dei casi le banche prese a campione perderebbero circa 470 miliardi ed i coefficienti patrimoniali scenderebbero al 10,6%.

Gli analisti prevedono che le somme erogate agli azionisti nel 2021 si dovrebbero avvicinare a 200 miliardi e che le remunerazioni degli azionisti andranno certamente a superare gli utili di tali banche (Milano Finanza, Giugno 2021)<sup>19</sup>.

Spostando il nostro focus in Europa invece, come riportato da un articolo de Il Sole24Ore di Dicembre 2020, la BCE ha causa della pandemia di Coronavirus, ha invitato le banche a sospendere o limitare la distribuzione di dividendi e le operazioni di buyback fino al 30 Settembre 2021, quando inizialmente erano state stabilite come date Ottobre 2020 e Gennaio 2021, ma tale rinvio è stato reso necessario dalla seconda ondata di contagi. Andando più nel dettaglio, la BCE ha imposto che le erogazioni di dividendi e le operazioni di buyback non devono superare il valore più basso fra il 15% degli utili registrati nel 2019-20 ed i 20 punti base in termini di Common Equity Tier 1, più comunemente chiamato Cet1 ed ha vietato la possibilità di pagare acconti sul dividendo relativo agli utili del 2021<sup>20</sup>. Il Cet1 è il più importante fra gli indicatori di bilancio, i quali esprimono in modo immediato la solidità di un istituto bancario, ed è dato dal rapporto del Tier 1, cioè il capitale ordinario versato, con le attività ponderate per il rischio (Wall Street Italia, 2019).

Inoltre, è stato stabilito che se le banche volessero comunque distribuire utili ai soci nei limiti previsti, dovrebbero dimostrare di essere redditizie e solide da un punto di vista patrimoniale e dovrebbero comunicare con il Joint Supervisory Team, il quale andrà a stabilire se il livello di distribuzione desiderato sia prudente. La BCE ha poi spiegato che tali raccomandazioni nei confronti delle banche sono necessarie al fine di mantenere intatta la loro capacità di assorbire le perdite, di finanziare l'economia e di rafforzare le loro riserve di liquidità.

Uno studio di Mediobanca ha stimato come, per rispettare le raccomandazioni della BCE, le banche italiane non hanno distribuito dividendi per addirittura 6,2 miliardi.

Dopo che la FED ha comunicato che non avrebbe prolungato le limitazioni in materia di distribuzione dei dividendi, la BCE ha tenuto una riunione in data 23 Luglio nella quale si era pensato di abrogare immediatamente anche per le banche europee tali limitazioni.

---

<sup>19</sup> Milano Finanza, "La FED promuove le banche Usa dopo stress test: tornano dividendi e buyback", 2021

<sup>20</sup> Il Sole24 Ore, "BCE alle banche: stop o limiti alle cedole fino a Settembre", 2020

In ultima istanza, la Bce ha deciso di prolungare la validità di queste raccomandazioni fino e non oltre il 30 Settembre, come precedentemente stabilito (Banca d'Italia, “Comunicato stampa BCE”, Luglio 2021).

## 2.2 PAY OUT RATIO E Q RATIO

Il Pay out Ratio o Dividend Pay out Ratio, come già detto precedentemente, è un valore espresso in percentuale che va ad indicare la parte di utili che viene distribuita agli azionisti sotto forma di dividendi. Tale indicatore è dato dal rapporto fra i dividendi pagati e gli utili realizzati dall'azienda. Solitamente questo indice è inferiore all'unità poiché una parte degli utili viene reinvestita nel processo produttivo. Il Pay Out Ratio può essere superiore ad 1 quando, in conseguenza di utili insufficienti, l'azienda trae risorse aggiuntive dalle riserve per il pagamento del dividendo. Tale azione viene posta in essere al fine di evitare di erogare un dividendo particolarmente basso<sup>21</sup>.

Generalmente le società nelle loro prime fasi di vita, caratterizzate da alti tassi di crescita, realizzano molti investimenti ed hanno quindi un basso valore di Pay Out Ratio poiché si preferisce utilizzare la maggior parte degli utili per finanziare i nuovi investimenti con  $VAN > 0$  che in alternativa necessiterebbero dell'apporto di nuovo capitale a titolo di debito (provocando una crescita del grado di leverage) o a titolo di capitale rischio. D'altro canto, le società considerate più "mature" presentano un più alto valore di Pay Out Ratio, poiché avendo pochi progetti con  $VAN > 0$  e che quindi creano valore, pagano dividendi maggiori.

Il Pay Out Ratio è un elemento utile a comprendere la direzione della politica societaria: se il Pay Out è alto si promuove una politica volta a sostenere i dividendi, mentre se è basso si sostiene una politica di autofinanziamento.

Negli anni alcuni ricercatori hanno dimostrato l'esistenza di un rapporto direttamente proporzionale fra l'andamento dei titoli azionari di una società e la quantità di utili che essa distribuisce. Quindi, dichiarato un aumento dei dividendi, gli esperti prevedono un aumento degli utili, che a sua volta genera un apprezzamento delle azioni societarie. Per gli investitori, quindi, non è importante il valore del dividendo in sé, ma la variazione di esso rispetto a quelli erogati precedentemente. Se quindi una società annuncia il pagamento di un dividendo di 2€ e quello pagato precedentemente era dello stesso valore, la notizia non sarà accolta con entusiasmo, mentre se il dividendo pagato precedentemente era di 1€, pagarne uno di 2€ significa prendere una decisione finanziaria importante, la quale sarà letta dagli investitori come un chiaro segnale di fiducia del management nel prossimo futuro.

La distribuzione degli utili ai soci però non è sempre vista di buon occhio, questa infatti comunica che l'azienda non ha progetti che creano valore, cioè con  $VAN > 0$  in cui investire e decide quindi di distribuire la liquidità in eccesso.

In quanto a investimenti, un modo per verificare se quelli posti in essere dalla società sono stati insufficienti o eccessivi è l'utilizzo di un indicatore chiamato "Q Ratio", inventato da Nicholas Kaldor nel 1966 e reso

---

<sup>21</sup> Borsa italiana, "Glossario Finanziario – Payout Ratio"

celebre dal premio Nobel James Tobin<sup>22</sup>, il quale esprime la correlazione tra il valore di mercato delle azioni ed il loro valore di rimpiazzo. La formula per individuare tale indicatore è la seguente:

$$\text{Q Ratio} = \frac{\text{Equity Market Value} + \text{Liabilities' Market Value}}{\text{Equity Book Value} + \text{Liabilities' Market Value}}$$

In cui:

“Equity market value” è il valore di mercato del capitale;

“Equity book value” il valore del capitale in base ai dati del bilancio;

“Liabilities market value” il valore di mercato delle fonti di finanziamento, cioè delle passività (debiti);

“Liabilities book value” il valore delle fonti di finanziamento, cioè delle passività (debiti), in base ai dati del bilancio”

Il valore che indica che il livello di investimenti effettuati è quello ottimale è l’unità, quindi  $q = 1$ :

Se  $q > 1$  l’impresa dovrebbe aumentare i suoi investimenti, se  $q < 1$  dovrebbe diminuirli.

Le scelte di payout sono guidate principalmente dalla richiesta da parte degli investitori e la sicurezza del management dell’aumento degli incassi nei periodi successivi. Per tali ragioni per la distribuzione degli utili sono fondamentali le politiche di investimento e di finanziamento.

Parlando delle politiche di finanziamento, prendiamo spunto dal “pecking order theory”, teoria resa celebre da Myers e Majluf<sup>23</sup> nel 1984. Secondo questo pensiero, le aziende percorrono un percorso diviso in tre fasi relativamente alle loro fonti di finanziamento. Queste fasi sono:

- 1) Finanziamento interno,
- 2) Indebitamento,
- 3) Emissione di nuove azioni

Prima di procedere è opportuno sottolineare come secondo molte teorie, le fasi di vita di un’azienda sono tre: la fase di stabilizzazione, in cui l’azienda è praticamente una start up, la fase di transizione e quella di maturità. Durante la fase di stabilizzazione, un’impresa ha alti tassi di crescita e molti progetti con VAN  $> 0$  nei quali investire. Per tale motivo in questa fase si preferisce optare per il finanziamento interno, essendo questo rispetto agli altri due tipi meno costoso, poiché la società non deve sostenere né i costi di transazione (costi caratteristici dell’indebitamento) né quelli di emissione (tipici dell’emissione di nuove azioni). In questo periodo i Payout sono generalmente bassi poiché si preferisce utilizzare la maggior parte degli utili per

<sup>22</sup> Investopedia, “Q Ratio: Tobin’s Q Definition”, 2021

<sup>23</sup> Treccani, “Pecking order theory – dizionario di economia e finanza”, 2012

finanziare i progetti con  $VAN > 0$ . Nelle due fasi successive i possibili investimenti con  $VAN > 0$  si riducono molto, il che provoca un accumulo di liquidità nelle casse aziendali, dando vita al cosiddetto fenomeno del “over cash flow problem”, che potrebbe indurre i top manager ad effettuare investimenti molto rischiosi. Proprio per far fronte a questo problema si procede con la distribuzione degli utili.

È però molto spesso difficile capire in che stadio di vita si trovi un'azienda, e quindi capire quando sia pronta ad erogare regolarmente i dividendi o procedere con operazioni di Buyback, ma vi sono degli indicatori al verificarsi dei quali un'azienda quasi sicuramente avrà liquidità in eccesso da poter distribuire ai propri azionisti. Questi sono:

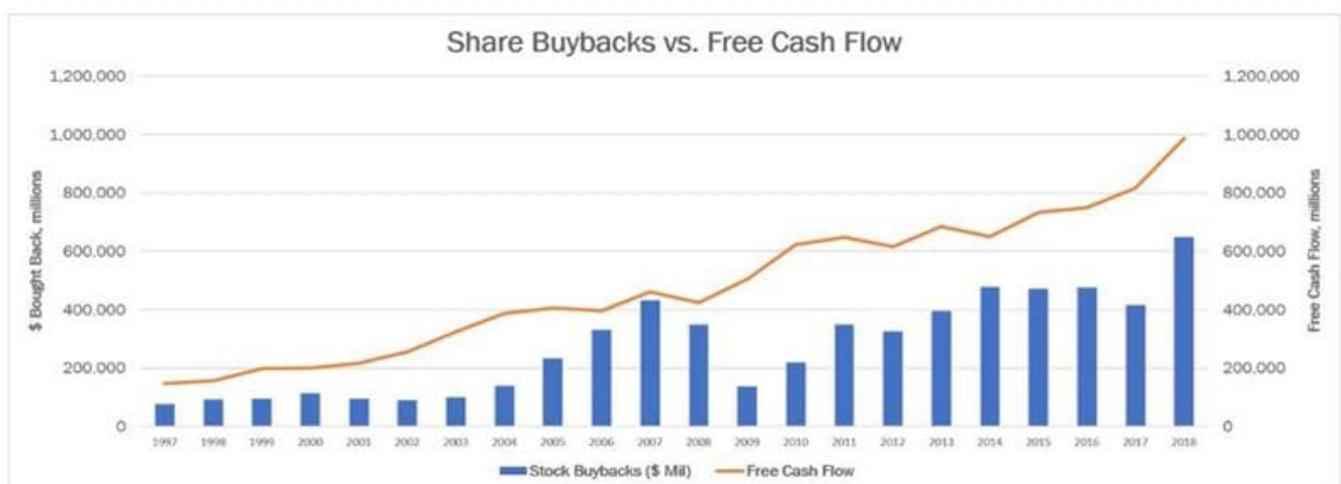
- Il flusso di cassa di un'impresa è positivo dopo aver investito in tutti i progetti con  $VAN > 0$ ;
- Il rapporto di indebitamento è sostenibile;
- Le riserve di liquidità sono sufficienti per sfruttare opportunità impreviste o per fronteggiare ostacoli inattesi.

## 2.3 IL BUYBACK

Il “Buyback” o l’acquisto di azioni proprie è un metodo alternativo ai dividendi che un’azienda può adottare per remunerare i propri azionisti. Con tale operazione, l’azienda riacquista alcune delle proprie azioni a determinate condizioni<sup>24</sup>; conseguentemente il numero delle azioni in circolazione si riduce e, ricordando che il valore di una singola azione è dato dal rapporto fra l’equity della società ed il numero di azioni, il valore unitario di esse aumenta. Quindi al termine di questo processo, i soci si trovano con lo stesso numero di azioni ma con un valore maggiore. Le azioni che vengono riacquistate possono essere o annullate o conservate come attività liquide, pronte ad essere vendute in caso di necessità.

All’inizio degli anni Ottanta le operazioni di riacquisto di azioni proprie erano molto rare essendo viste negativamente e poco etiche, poiché permettevano un consistente apprezzamento del valore delle azioni, a tal punto che in molti Stati furono limitate o addirittura vietate. Negli ultimi anni invece stanno riscontrando grandissimo successo, tant’è che ad oggi nel mercato americano il valore dei riacquisti è praticamente identico a quello dei dividendi.

Come sottolineato da Il Sole 24 ore<sup>25</sup> in un articolo del 2019, nel 2019 e nel 2018 le società quotate americane hanno impiegato più denaro in operazioni di buyback che per rilanciare il proprio core business tramite investimenti. Sempre secondo tale articolo, per notare il crescente aumento di popolarità di questo tipo di operazione, basti pensare che nei due anni presi in considerazione, Wall Street per ogni 100 \$ di investimenti ne ha spesi 114 in operazioni di buyback, mentre nei precedenti 19 anni il rapporto era 60 \$ in buyback per ogni 100 in investimenti, registrando quindi un aumento del 90%.



Source: Bloomberg. Data for stocks currently in the Russell 3000 index excluding financials

Fonte: Bloomberg

<sup>24</sup> Borsa italiana, “Glossario Finanziario – Buyback”

<sup>25</sup> Il Sole 24Ore, “a Wall Street più buyback che investimenti”, 2019

Le varie modalità attraverso cui avviene il buyback sono quattro:

- 1) “Riacquisto nel mercato aperto”. L’impresa annuncia di voler acquistare le proprie azioni sul mercato come un qualsiasi altro investitore. In questo tipo di buyback la società non ha alcun obbligo, quindi potrebbe decidere di portare fino in fondo l’operazione di riacquisto o di riprenderla in futuro, per queste ragioni è fra le varie l’alternativa più flessibile ed anche la più comune.
- 2) Asta Olandese. In questo caso l’impresa dichiara un intervallo di prezzi entro il quale è disposta ad eseguire l’operazione di riacquisto. Gli azionisti presentano varie offerte in cui dichiarano il numero di azioni che sono disposti a vendere a ciascuno dei prezzi indicati dalla società, la quale a tal punto calcola il prezzo più basso a cui può acquistare la quantità di azioni desiderata.
- 3) Offerta diretta a prezzo fisso. L’impresa avanza un’offerta diretta in cui propone di acquistare un certo numero di azioni ad un prezzo fisso, nella quale indica il periodo di tempo entro cui realizzare tale operazione. Si tratta di una vera e propria Offerta Pubblica di Acquisto (OPA). A differenza dell’asta olandese la società non è al corrente del prezzo minimo a cui gli azionisti sono disposti a vendere, il che rappresenta per la società stessa un grosso deficit. Infatti, quando si procede con un’OPA le aziende sono solite a proporre agli azionisti un prezzo maggiore a quello di mercato, in modo da convincerli ad aderire a tale causa.
- 4) Negoziazione diretta con il maggiore azionista o con i maggiori azionisti dell’azienda.

In Italia il riacquisto di azioni proprie è regolato dagli art. 2357 – 2358 del Codice Civile<sup>26</sup>. Tale operazione deve essere autorizzata dall’assemblea dei soci, la quale indica le modalità e la durata dell’autorizzazione che, in qualunque modo, non può eccedere i 18 mesi. Una società può acquistare azioni proprie nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve risultanti dall’ultimo bilancio regolarmente approvato. Il valore delle azioni che vengono riacquistate non può essere superiore al 20% del capitale sociale, a meno che esse vengano acquistate per essere poi annullate. Finché le azioni riacquistate sono di proprietà della società, il diritto agli utili ed il diritto di opzione vengono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni in circolazione, mentre il diritto di voto è sospeso. L’articolo 132 del TUF (Testo Unico della Finanza), ha integrato questa normativa stabilendo che le operazioni di buyback di società con azioni quotate possano essere effettuate tramite un’Offerta Pubblica di Acquisto o di scambio oppure sul mercato, in modo di assicurare la “par condicio” fra gli azionisti. Come detto precedentemente, le azioni riacquistate possono essere annullate oppure conservate nella tesoreria e poi rivendute in caso di necessità di liquidità. La richiesta di annullamento di esse deve essere approvata dall’assemblea dei soci e successivamente omologata dal tribunale.

---

<sup>26</sup> Art. 2357 c.c.

Come già visto, lo scopo principale di una società che acquista azioni proprie è quello di remunerare i propri soci, ma non è l'unico. Una società, infatti, può ricorrere al buyback anche per modificare la propria struttura finanziaria: possiamo notare come, se un'impresa che effettua un'operazione di buyback decidesse di annullare le azioni riacquistate, il suo rapporto d'indebitamento aumenta. Un esempio è ENI<sup>27</sup>: nel 2018, dopo aver approvato il bilancio, l'assemblea dei soci ha anche approvato un nuovo piano di buyback al ritmo di 400 milioni per quattro anni; questo perché ENI aveva un rapporto di indebitamento stabilmente inferiore allo 0.2, veramente molto basso per un'impresa di tali dimensioni.

Un'altra ragione che potrebbe portare alla messa in atto di operazioni di buyback è l'eccessivo accumulo di liquidità. Successivamente alla crisi finanziaria del 2008-09 le imprese tendono infatti a conservare in cassa molta più liquidità, questa mossa però può essere controproducente, perché il denaro fermo non produce alcun rendimento e anche perché potrebbero essere finanziati progetti che non creano valore, con VAN negativo. Per questo, spesso in situazioni di eccesso di liquidità si preferisce distribuirne una parte ai soci.

Altra motivazione importante per cui vengono attuate operazioni di buyback è quella di ostacolare l'ingresso di nuovi soci poco graditi.

Anche il riacquisto di azioni proprie, nello stesso modo della distribuzione dei dividendi, contiene delle informazioni intrinseche. A differenza di quest'ultimi le operazioni di buyback non sono eventi che si ripetono regolarmente, per tale ragione una società annunciandole, non sta prendendo impegni di lungo termine. A discapito di ciò producono ugualmente un effetto positivo. Questo perché un'operazione di buyback suggerisce che i manager siano convinti che le azioni siano sottovalutate e che essi siano molto fiduciosi per il futuro, generando un significativo apprezzamento delle stesse.

Un'altra informazione implicitamente comunicata quando si avvia un'operazione di buyback, o la distribuzione di dividendi, è che la società non ha progetti che possano generare valore, con il  $VAN > 0$ , nei quali investire, altrimenti al posto di distribuire gli utili agli azionisti li tratterrebbe per impiegarli in tali investimenti.

A tal punto sorge spontaneo chiedersi se sia meglio che un'impresa opti per il buyback o per la distribuzione dei dividendi. Solitamente le società ricorrono ad entrambe le modalità e scelgono quella più adatta in base alla situazione economica dell'impresa in quel determinato momento. A detta di vari studiosi, questa duplicità nella distribuzione degli utili agli azionisti è fondamentale: secondo uno studio dell'economista statunitense Skinner, infatti, le società che pagano unicamente dividendi sono scomparse.

La ricchezza dell'azionista è la medesima sia dopo un'operazione di buyback che dopo la distribuzione di un dividendo. Vediamo con un breve esempio il motivo:

---

<sup>27</sup> Esempio tratto da *Principi di Finanza Aziendale* VII edizione, 2020; di Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S.

Ipotizziamo che una società X con debiti pari a zero, abbia 110 milioni di Equity, composto da 100 milioni di attività e 10 milioni di liquidità e che abbia 10 milioni di azioni in circolazione. Il valore unitario di esse sarà quindi 11 (110 mln / 10 mln).

Se essa decidesse di distribuire la sua liquidità sotto forma di dividendo, l'Equity scenderebbe a 100 milioni e di conseguenza il valore di una singola azione diminuirebbe a 10 (100 mln / 10 mln). Se consideriamo anche il dividendo di 1, possiamo concludere dicendo che la ricchezza degli azionisti non cambia.

Se invece la società X decidesse di impiegare tutta la liquidità per un'operazione di buyback, acquisterebbe, al prezzo di 11, 909091 azioni (10 mln / 11). Per tale ragione rimarrebbero sul mercato 9090909 azioni, e se andassimo a calcolare il valore di una singola azione troveremmo che esso non varia (100 mln / 9090909 = 11).

Analizzando la posizione degli azionisti è importante sottolineare come per essi il buyback presenti, rispetto al pagamento di un dividendo, un importante vantaggio fiscale. Mentre infatti il dividendo viene tassato non appena erogato, un'operazione di buyback provoca semplicemente un aumento del valore delle azioni possedute da un'azionista. Questo sarà quindi sottoposto alla tassazione solamente nel momento in cui deciderà di vendere tali azioni.

Un effetto negativo del buyback è l'impatto che ha sul debito. Secondo il già citato articolo de Il Sole 24Ore del 2019, un effetto collaterale di questa operazione è il peggioramento dei bilanci delle società. Molte aziende americane nel recente passato, usufruendo delle condizioni di finanziamento molto favorevoli concesse dalla FED, per impiegare più denaro nel riacquisto di azioni proprie si sono indebitate pesantemente (secondo JP Morgan, alla fine del 2018 più o meno il 15% dei buyback messi in atto dalle società statunitensi quotate sia stato finanziato a debito), tant'è che S&P Global ha stimato che dal 2008 al 2018 il debito delle società non finanziarie è aumentato del 41%, ed è presumibile che i buyback siano uno dei motivi principali di tale sostanziosa lievitazione.

L'effetto dei buyback poi varia molto in base all'azienda che lo pone in essere: Vi è ad esempio il caso Apple, che dal 2009 al 2019 ha riacquistato azioni proprie per un valore di 321 miliardi di dollari, senza che ciò andasse ad intaccare la sua posizione finanziaria, ma dall'altro lato ci sono casi come Harley Davidson che dal 2015 al 2019 ha speso intorno ai 3 miliardi in buyback senza però riuscire ad impedire il crollo del titolo e andando ad appesantire di molto la posizione debitoria (nel 2015 il debito netto valeva 4,7 volte l'Ebitda mentre nel 2019 7,4 volte).

## 2.4 ATTEGGIAMENTO DEI MANAGER RELATIVAMENTE ALLA DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI

Un elemento che può andare ad influenzare profondamente le decisioni in merito alla politica di distribuzione dei dividendi è la sfera psicologica dei manager aziendali. Fondamentale in quest'analisi è il ruolo dell'overconfidence e delle preferenze di rischio dei manager.

L'overconfidence in particolare è tendenza dei manager di essere molto sicuri delle proprie decisioni e quindi di cambiarle solo in particolari condizioni e comunque molto di rado. Alcuni degli aspetti negativi di tale caratteristica sono quello di non riuscire spesso a massimizzare il valore dell'impresa, la sottovalutazione dei rischi e quindi un esagerato ottimismo per i periodi futuri.

Solitamente i manager overconfident prediligono il finanziamento interno a quello esterno, essendo quest'ultimo considerato eccessivamente costoso. Per tale ragione, per disporre della liquidità necessaria per investire nei progetti che creano valore, e cioè con  $VAN > 0$ , questo tipo di manager è spesso propenso a diminuire l'ammontare dei dividendi. A sostegno di questa teoria vi sono vari dati empirici, i quali sono stati raccolti tramite delle ricerche che hanno analizzato un campione di società americane, al fine di scoprire un rapporto tra le politiche di distribuzione dei dividendi e overconfidence dei manager, e sono relativi al periodo che va dal 1980 al 1994. Tali dati mostrano che nelle società in cui il CEO è considerato un manager overconfident, i dividendi saranno ridotti del 16.6 % circa rispetto alla media dei dividendi distribuiti da società in cui i manager sono più rigorosi<sup>28</sup>.

Questa situazione si viene a verificare con maggiore frequenza nelle società con tassi di crescita e flussi di cassa minori, mentre è meno "intensa" nelle aziende con maggiori tassi di crescita e flussi di cassa. La ragione di questo è che i manager overconfident, nel primo tipo di società, a causa del loro eccessivo ottimismo solitamente tendono a sopravvalutare il valore di alcuni progetti ed a sottovalutarne i rischi.

Un altro dato che si evince da tale indagine è che un manager overconfident rafforza la relazione positiva fra i dividendi ed i cash flow: questo perché i flussi di cassa sono elementi variabili che permettono di calcolare i flussi di cassa futuri, per tale motivo un manager overconfident sovrastimerà i cash flow attuali ed ancor di più quelli futuri e per tale ragione, opererà per un aumento dei dividendi.

Deren Caliskan e John A. Doukas, nella loro pubblicazione, chiamata "CEO Risk Preferences and Dividend Policy Decision"<sup>29</sup>, hanno analizzato le preferenze di rischio dei CEO. Essi in tale lavoro hanno posto in essere delle ricerche su 2000 società, andando a stimare la tendenza a pagare i dividendi di queste, per il periodo che va dal 2006 al 2011.

---

<sup>28</sup> Sanjay Deshmukh, Anand M. Goel , Keith M. Howe , "CEO Overconfidence and Dividend Policy", 2012

<sup>29</sup> Deren Caliskan and John A. Doukas , "CEO Risk Preferences and Dividend Policy Decisions", 2015

Da tale lavoro, si evince l'esistenza di una relazione inversa fra la propensione al rischio dei manager e la tendenza di essi a pagare dividendi, cioè i manager con una tolleranza del rischio maggiore tendono a pagare dividendi minori, mentre quelli con una tolleranza del rischio minore tendono a erogare dividendi maggiori. Quando facciamo riferimento alla propensione al rischio di tali manager, ci riferiamo al rischio degli investimenti nei quali essi potrebbero decidere di riversare la liquidità societaria che, come sappiamo, rappresentano lo sbocco alternativo di tale liquidità ai dividendi.

Quindi un manager con una tolleranza minore pagherà dividendi maggiori poiché preferisce evitare il rischio di alcuni investimenti, caso contrario per i manager con alte tolleranze di rischio. Possiamo quindi concludere questo paragrafo affermando che l'aumento dei dividendi generalmente riduce il rischio, ma poiché la riduzione di tale rischio è dovuta a minor investimenti, vi sarà anche una minor profittabilità: torniamo quindi così alla regola aurea della finanza (rischi maggiori = ricavi maggiori).

## CAPITOLO 3

### 3.1 CASO INTESA SAN PAOLO

#### 3.1.1 STORIA DELLA BANCA

La Banca Intesa Sanpaolo nasce nel Dicembre 2006, diventando operativa dal 1° Gennaio 2007, dalla fusione fra 'Banca Intesa' e 'San Paolo IMI'. Banca Intesa era una banca molto "giovane", infatti essa nacque nel 1997 dalla fusione fra il 'Banco Ambro Veneto' ed il 'Gruppo Cariplo'.

D'altro canto, Sanpaolo IMI era una banca antichissima, nata infatti nel 1563 quando la confraternita 'Compagnia di San Paolo' fondò un ente chiamato 'Monte di Pietà' con il fine di fornire liquidità in prestito alle persone cadute nel giro degli usurai. Essendo questo un'istituzione benefica e no profit, non venne considerata all'epoca come una vera banca ma, nonostante ciò, dopo circa un secolo, nel 1650 gli venne affidato il compito di gestire il debito pubblico dello Stato dei Savoia. La licenza come istituto di credito viene ottenuta dall'organizzazione ad inizio 800', due secoli più tardi e l'ente prese il nome di 'Istituto Bancario San Paolo di Torino'. La mission di tale banca era supportare la crescita economica del paese, ed in particolare favorire lo sviluppo del torinese. Nel 1932 un decreto definì questo istituto come una banca che persegue un interesse pubblico. Questo 'compito' fu proprio dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino fino al 1992, quando si quotò in borsa diventando una società per azioni. Grazie alla politica molto aggressiva di M&A l'Istituto Bancario San Paolo divenne una realtà sempre più grande in Italia e nel 1998 si fondò con IMI, ovvero un ente di diritto pubblico nato nel 1931 al fine di supportare la ricostruzione del sistema industriale nazionale, dando vita a Sanpaolo IMI. Tale scelta risultò vincente sin da subito poiché l'Istituto Bancario San Paolo era specializzato in attività di creditizia retail, mentre IMI era una primaria banca d'affari e di investimento, dando vita ad un mix di grande successo. Nel Dicembre del 2006, come detto, San Paolo IMI si fondò con Banca Intesa, da cui nacque Intesa San Paolo (INVESTIRE.biz, 2020)<sup>30</sup>.

Al giorno d'oggi Intesa San Paolo, guidata dal Settembre del 2013 da Carlo Messina, è una fra le più redditizie e solide banche europee ed è considerata la banca di riferimento del sistema degli istituti di credito italiano con una capitalizzazione di mercato di 45,3 miliardi di euro (al 30 Luglio 2021), offrendo servizi bancari commerciali, di corporate investment banking, di gestione del risparmio, asset management e assicurativi. Il gruppo in Italia conta circa 13,5 milioni di clienti, grazie ad una rete di più di 4300 sportelli operanti in tutto il territorio nazionale mentre, al di fuori dei confini nostrani, ha sviluppato una rete di 7,2 milioni di

---

<sup>30</sup> INVESTIRE.biz, "Intesa Sanpaolo: storia nascita e sviluppo della banca", 2020

clienti concentrati in particolar modo in Est Europa, Medio Oriente e Nord Africa, avvalendosi di 1000 sportelli.

Intesa Sanpaolo è molto attenta ai temi ambiente e sostenibilità, arrivando ad essere considerata come una fra le banche più sostenibili al mondo. Per quanto riguarda l'ambiente invece, ha costituito un fondo di 5 miliardi di euro destinato all'economia circolare. Da sempre Intesa è stato un gruppo molto attento alle classi sociali meno abbienti, promuovendo progetti molto importanti di riduzione della povertà e di inclusione economica, ed è arrivata al punto di costituire un fondo di 1,2 miliardi per concedere finanziamenti a quei soggetti aventi di difficoltà ad accedere al credito tramite i classici canali (Intesa Sanpaolo, 2021)<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> Sito ufficiale Intesa San Paolo, sezione 'chi siamo'

### 3.1.2 MISSION E VISION

Adesso sposteremo il nostro focus sulla Mission del gruppo Intesa Sanpaolo. Prima di procedere però è opportuno ricordare cos'è la mission di una società: essa è una dichiarazione scritta che esprime gli obiettivi dell'azienda o dell'organizzazione, con lo scopo di renderne pubblico l'orientamento strategico ed il modo in cui si intende realizzare la 'vision'. Nella mission vengono spiegati i motivi per cui l'impresa è attiva nel mercato: l'attività svolta, i mercati ed i clienti serviti, le risorse e le competenze distintive ed i fattori che la contraddistinguono dalle altre (Treccani, 2012)<sup>32</sup>.

Intesa Sanpaolo pone al centro della sua mission l'ambiente e tutti i suoi 'stakeholders' ovvero tutti i portatori di interesse nei confronti dell'azienda, i quali si dividono in azionisti, clienti e dipendenti. Fondamentale per Intesa è che la sua mission dia un'immagine del gruppo solido, integro e professionale. Per far sì che ciò avvenga uno degli obiettivi principali è la creazione di un circolo virtuoso basato sulla fiducia, la quale è dovuta alla soddisfazione dei clienti e degli azionisti, al senso di appartenenza a questa grande realtà dei dipendenti ad ogni livello, ed alla vicinanza alle necessità della popolazione e dei territori. Nella mission inoltre viene specificato come per il gruppo sia importante promuovere un tipo di crescita concentrato sulla solidità finanziaria e patrimoniale e sulla sostenibilità dei risultati nel tempo. Oltre a questo, viene anche specificato come Intesa Sanpaolo intenda approcciarsi al mercato, e quindi come essa sia desiderosa di competere in modo lecito con i suoi competitor e come sia pronta a collaborare con soggetti economici di ogni tipo, quindi sia pubblici che privati, quando tale collaborazione sia necessaria al fine di rafforzare la capacità complessiva di crescita dei sistemi paese in cui opera.

La strategia di Intesa, coerentemente con la mission, è focalizzata sulla creazione di valore sostenibile e solida per tutti quegli Stakeholders con cui essa si relaziona. Il target di tale strategia è quello di generare un'importante crescita della redditività e dell'efficienza, mantenendo comunque un basso profilo di rischio ottenibile da una costante generazione di ricavi, una gestione ottimale dei costi, dei crediti e dei rischi ed un utilizzo efficiente della liquidità<sup>33</sup>.

Come detto precedentemente, Intesa Sanpaolo pone al centro della propria mission l'ambiente ed i suoi stakeholders, e cioè azionisti, clienti e dipendenti. Ora andremo ad analizzare nello specifico come essa si rapporta con queste quattro macro categorie:

- 1) Clienti: Il gruppo ha l'obiettivo di essere un punto di riferimento per i clienti, con cui vuole stringere un rapporto solido soddisfacendone le esigenze e massimizzando il loro gradimento, grazie ad un

---

<sup>32</sup> Treccani, "Mission- Dizionario di Economia e Finanza", 2012

<sup>33</sup> Sito ufficiale Intesa Sanpaolo, sezione "Mission e valori"

attento monitoraggio del servizio offerto e di come esso è percepito, puntando chiaramente sempre all'eccellenza. Intesa Sanpaolo per far sì che tale rapporto divenga sempre più solido, pone al centro della sua relazione con i clienti il dialogo, l'ascolto e la vicinanza. Ciò è reso possibile dal fatto che il gruppo mette a disposizione dei clienti vari canali di comunicazione, fisici con le filiali e digitali con i servizi offerti online poiché nello scenario di rapido ed avvolgente mutamento tecnologico in cui viviamo oggi, questa pluralità di canali di comunicazione permette un dialogo rapido ed immediato 'banca-cliente' favorendo un'esperienza eccellente; gestisce nel più breve tempo possibile i reclami presentati e avanza delle indagini sulla 'customer experience' al fine di rilevare i bisogni latenti della clientela e di captare gli ambiti in cui intervenire per ottenere un costante e progressivo miglioramento. Intesa Sanpaolo, inoltre, essendo da sempre una banca molto solidale ed attenta nei confronti di quella parte di popolazione economicamente più 'fragile', è impegnata nel trovare servizi e prodotti da poter proporre a questo tipo di persone, quelle cioè che difficilmente riescono ad ottenere prestiti e finanziamenti da istituti di credito a causa delle loro carenti garanzie, in modo da evitare che questi finiscano nel giro degli usurai<sup>34</sup>.

- 2) Azionisti: Il gruppo Sanpaolo è molto attento alle esigenze ed alle paure dei propri azionisti, motivo per cui si rende il più trasparente possibile, andando per esempio a rendere pubblico l'ammontare di dividendi distribuiti, argomento che nello specifico andremo a trattare successivamente. Intesa inoltre tende a mostrare ai propri azionisti come la produttività, la liquidità il profilo del rischio ed il leverage sono perfettamente e scrupolosamente equilibrati<sup>35</sup>.
- 3) Dipendenti: I dipendenti, come scritto nella propria Mission, sono 'key point' per Intesa Sanpaolo essendo loro coloro che per primi esprimono i principi ed i valori del gruppo, andando a trattare i clienti con massima disponibilità e cercando di trovare per loro i servizi ed i prodotti più idonei. Il gruppo inoltre va a definire i propri dipendenti come un 'fattore decisivo' per il consolidamento e l'ulteriore sviluppo per la banca. Intesa ha come obiettivo la valorizzazione e la motivazione dei suoi clienti, risultati ottenibili tramite la formazione, la riqualificazione, lo sviluppo di carriere in base al concetto della 'par condicio' e la presenza di incentivi nel lungo termine ottenibili al raggiungimento di determinati target in termini di produttività e risultati, garantiti al proprio staff. Intesa Sanpaolo arriva anche ad offrire dei servizi di Welfare aziendale per i suoi collaboratori al fine di tutelare il loro benessere e sicurezza e per far sì che vi sia un'attenta tutela dei loro diritti di lavoratori, i quali rappresentano il 5% del costo del lavoro della Banca. I servizi di welfare offerti dal Gruppo ai suoi dipendenti sono la previdenza complementare, l'assistenza sanitaria integrativa, la costituzione dell'associazione lavoratori intesa Sanpaolo e del gruppo inter-funzionale, il quale si occupa della gestione di disabilità e malattie croniche in azienda, il mobility management e la fondazione intesa Sanpaolo onlus<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup>Sito ufficiale Intesa Sanpaolo, sezione "Mission e valori"

<sup>35</sup> Sito ufficiale Intesa Sanpaolo, sezione "Mission e valori"

<sup>36</sup> Sito ufficiale Intesa Sanpaolo, sezione "Mission e valori"

4) Società e ambiente: Intesa Sanpaolo è consapevole di influenzare profondamente il contesto sociale ed ambientale in cui è attiva e per tale ragione opera, oltre che per realizzare del profitto, con l'obiettivo di creare valore di lungo termine per la comunità e l'ambiente, in aggiunta chiaramente alla banca stessa, i suoi collaboratori ed i suoi clienti. Il gruppo desidera essere un istituto di credito sostenibile, partendo dalla constatazione che lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi e l'agire sostenibile delle aziende possano provocare la riduzione degli effetti di fenomeni come il cambiamento climatico e le disuguaglianze sociali e proprio per tali ragioni ha aderito ad importanti iniziative internazionali, come il 'Global Compact' delle nazioni unite e gli 'Equator Principles'. Intesa Sanpaolo inoltre è una delle poche banche europee ad aver aderito a tutte le più importanti iniziative concernenti in settore finanziario nel contesto della sostenibilità avanzate dalle Nazioni Unite, come i 'Principles for Responsible Banking and Investment' nel 2015, oppure 'Asset Management SGR' e 'Fideuram Asset Management' a cui ha aderito ad inizio del 2021 ed i 'Women's Empowerment Principles' volti a promuovere l'uguaglianza di genere. Un altro principio promosso dal gruppo è la 'Corporate Social Responsibility' la quale ha radici in tutte le funzioni di business e di staff ed è parte integrante della strategia aziendale<sup>37</sup>.

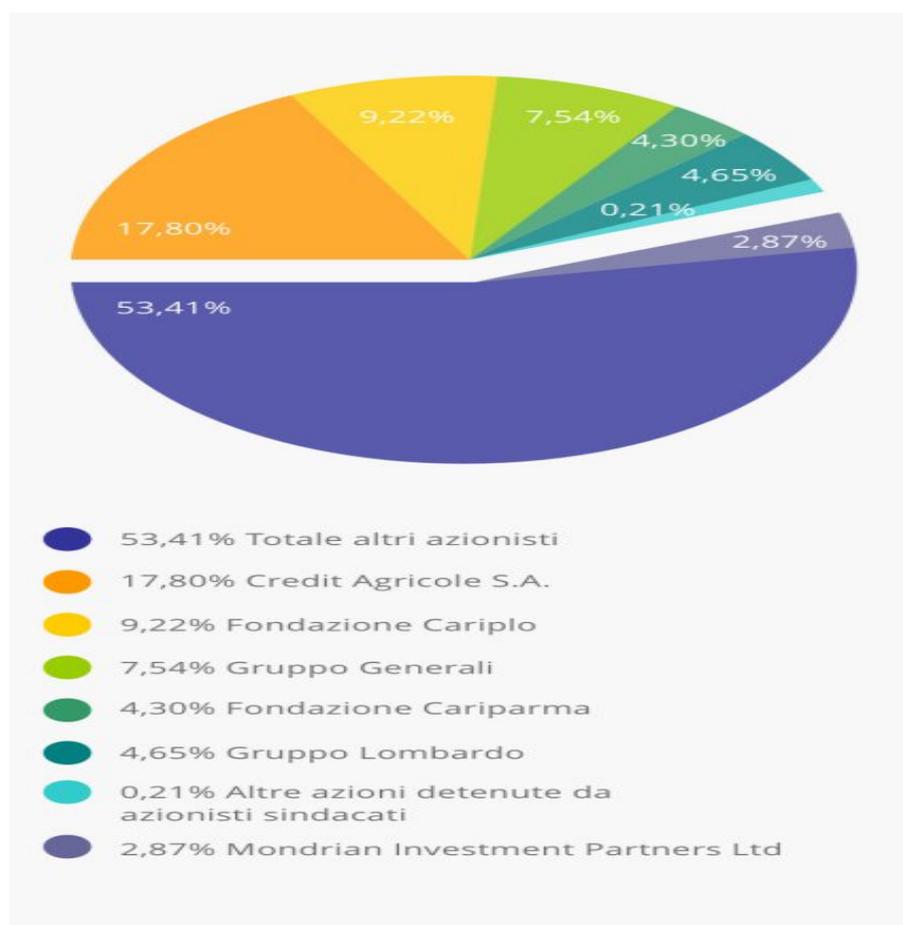
---

<sup>37</sup> Sito ufficiale Intesa Sanpaolo, sezione "Mission e valori"

### 3.1.3 AZIONARIATO

Spostiamo ora la nostra analisi sulla struttura azionaria di Intesa Sanpaolo. Prima di analizzare l'azionariato del gruppo che conosciamo oggi, concentriamoci sulle strutture azionarie delle vecchie 'Banca Intesa' e 'Sanpaolo IMI'.

Il capitale sociale di 'Banca Intesa' prima della fusione era pari a 3.613.001.195,96 euro distribuito in 6.948.079.223 azioni, prezzate a 0,52 euro l'una, di cui 6.015.588.662 ordinarie e 932.490.561 di risparmio non convertibili. L'azionariato della banca era composto da 212.000 azionisti. Crédit Agricole, Fondazione Cariplo, Gruppo Generali, Gruppo Lombardo e Fondazione Cariparma, che erano i principali azionisti della banca, sottoscrissero un patto di sindacato finalizzato a garantire continuità e stabilità di politiche imprenditoriali nell'attività di Banca Intesa, annullato consensualmente a partire dal 1 Gennaio 2007, data in cui la fusione per incorporazione fra Banca Intesa e Sanpaolo IMI è divenuta realtà<sup>38</sup>.

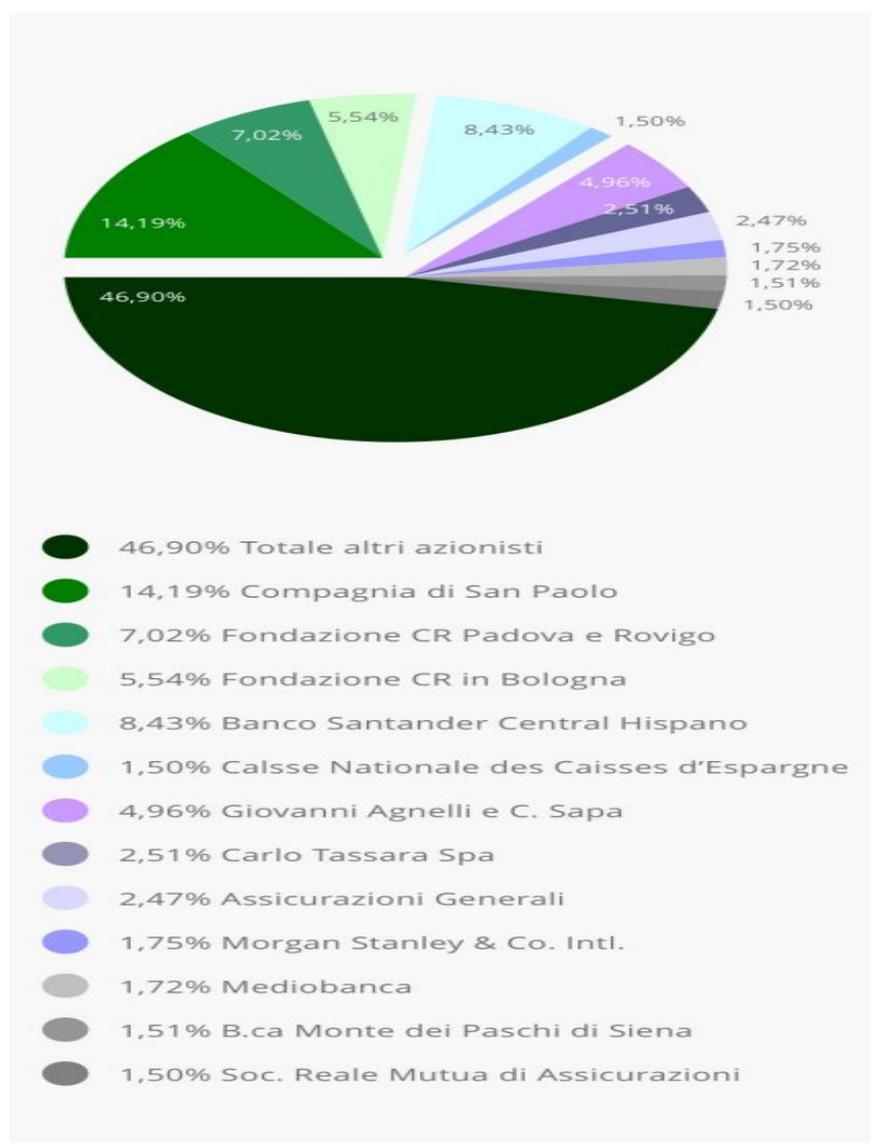


Fonte: Intesa Sanpaolo

<sup>38</sup> Dati raccolti nel sito ufficiale di Intesa Sanpaolo

Relativamente a Sanpaolo IMI invece, Il capitale sociale era pari a 5.400.253.255,68 euro, distribuito in 1.875.087.936 azioni prezzate a 2,88 euro ciascuna, di cui 1.590.903.918 erano azioni ordinarie, mentre le altre 284.184.018 erano azioni privilegiate. Il numero degli azionisti invece, ammontava a circa 195.000.

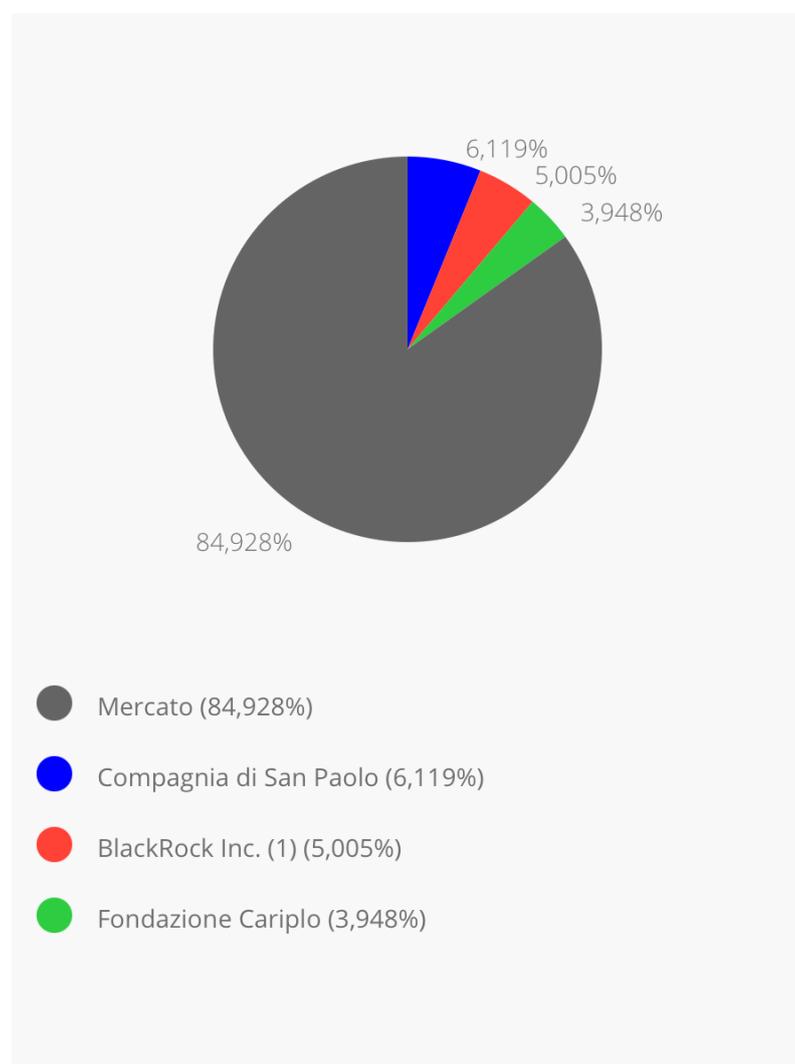
Compagnia di San Paolo, Fondazione C.R. Padova e Rovigo e Fondazione C.R. Bologna diedero vita al patto di unità di intenti, il quale sarebbe scaduto ad Aprile 2007, riguardante 217.324.797 azioni ordinarie e cioè il 13,661% del capitale ordinario e l'11,590% del capitale totale. Tale patto era in linea con la Lettera di intenti, sottoscritta dagli stessi enti nel 2001. Questa prevedeva l'affidamento in gestione della complessiva quota del 15% del capitale ordinario alla società FONDACO SGR e, a causa dell'assenza di un quadro normativo definito, la delega ad un Comitato il compito di esaminare e divulgare le proprie posizioni in merito alle vicende riguardanti Sanpaolo IMI<sup>39</sup>.



Fonte: Intesa Sanpaolo

<sup>39</sup> Dati raccolti nel sito ufficiale di Intesa Sanpaolo

Tornando al giorno d'oggi, per quanto riguarda l'azionariato di Intesa Sanpaolo, al 2 Giugno 2021 il capitale sociale sottoscritto e versato del gruppo ammonta a 10 miliardi circa, distribuito in 19.430.463.305 azioni ordinarie. I maggiori azionisti sono la 'Compagnia di San Paolo' che detenendo oltre 1 miliardo di azioni possiede il 6,119% del gruppo, la 'BlackRock inc.' che detiene una quota del 5,005% (con 972.416.733 azioni) e la 'Fondazione Cariplo' proprietaria del 3,948% della società con 767.029.267 azioni. Questi sono gli unici tre enti che detengono quote superiori al 3% ed il restante 84,928% appartiene al mercato<sup>40</sup>.



Fonte: Intesa Sanpaolo

<sup>40</sup> Intesa Sanpaolo "Chi siamo – azionariato"

### 3.1.4 L'ACQUISIZIONE DEL GRUPPO DI UBI BANCA

Il gruppo che conosciamo oggi come Intesa Sanpaolo, come detto, durante il suo percorso di vita si è reso protagonista di molte fusioni ed acquisizioni ma quella che certamente è la più rilevante è stata l'acquisizione di UBI banca, la quale ha portato Intesa Sanpaolo a diventare la più grande banca nostrana, con una capitalizzazione di mercato di 29,8 miliardi di euro, 11,8 milioni di clienti e 3700 sportelli. Il processo che ha portato al compimento di questa grande operazione è iniziato a Febbraio 2020, quando Intesa Sanpaolo ha lanciato un Offerta Pubblica di Scambio, più comunemente chiamata 'OPS', volontaria e totalitaria sulle azioni di UBI, per un valore totale di 4,9 miliardi di euro, tramite la quale Intesa ha offerto 17 azioni di nuova emissione per ogni 10 azioni di UBI detenute. I primi effetti sono stati dei trend molto positivi in borsa, con le azioni UBI che nelle due sedute successive si sono apprezzate del 30% e quelle di Intesa del 4%<sup>41</sup>.

Inizialmente la reazione di UBI non fu delle migliori tant'è che, a Maggio 2020, i soci UBI si sono rivolti alla CONSOB, nel tentativo di far saltare l'acquisizione, appellandosi alla cosiddetta clausola 'Mac', creata conseguentemente alla crisi finanziaria dovuta alla pandemia di Covid-19, nonostante Intesa avesse ottenuto l'approvazione a finalizzare l'operazione dalla Banca d'Italia e dalla BCE<sup>42</sup>.

Il gruppo Intesa Sanpaolo ha così deciso di rafforzare la propria offerta, riconoscendo per ogni azione UBI un corrispettivo di 0,57 euro oltre che 1,7 azioni, trasformando quindi la OPS in un 'OPAS', e cioè un'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio<sup>43</sup>.

Nonostante alcune resistenze da parte del CDA di UBI, l'OPAS ha ottenuto il 90,2 % di adesioni da parte degli azionisti: superando quindi la quota del 90%, Intesa Sanpaolo ha avuto l'obbligo di acquisire i titoli rimanenti degli azionisti che ne avanzino la richiesta<sup>44</sup>.

Il 12 Aprile del 2021 è la data in cui è stata formalizzata tale operazione, andando a chiudere un processo durato più di un anno. Da questa data il gruppo Intesa Sanpaolo ha 2,4 milioni di clienti, 2,6 milioni di conti correnti, 1000 filiali e 15000 dipendenti in più. Le principali novità sono concernenti agli ex clienti di UBI, per i quali sono cambiati il codice Iban e le condizioni contrattuali.

---

<sup>41</sup> Il Sole24Ore "Intesa Sanpaolo – Ubi, ecco cosa cambia per azionisti e risparmiatori", Febbraio 2020

<sup>42</sup> Il Sole24Ore "La BCE dà il via libera al matrimonio Intesa – UBI", 2020

<sup>43</sup> Il Sole 24Ore "Ubi: Intesa Sanpaolo rilancia ed aggiunge 0,57 euro cash", 2020

<sup>44</sup> La Repubblica "Intesa fa il pienone, le adesioni Ubi sopra il 90%"

### 3.1.5 DIVIDENDI DISTRIBUITI DA INTESA NEGLI ULTIMI ANNI E L'IMPATTO DEL COVID SU DI ESSI

Adesso spostiamo la nostra attenzione sui dividendi pagati da Intesa Sanpaolo. Prima di focalizzarci sui dividendi del 2020 e del 2021, quindi in quelli del periodo pandemico, analizziamo la situazione del gruppo nel periodo del pre - covid. Intesa è storicamente una fra le banche nel panorama italiano che riconosce ai propri azionisti dividendi molto cospicui. Dal 2010, il gruppo ha pagato ogni anno dividendi in contanti tranne che nel 2020 a causa delle direttive della BCE del mese di Marzo, dovute alla crisi scaturita dal Coronavirus.

Iniziamo la nostra analisi dal 2014, anno in cui è stato approvato il piano industriale 2014 – 2017, esattamente il 28 Marzo, l'ultimo prima di quello attuale (2018 – 2021). Nonostante un 2013 chiuso in negativo, in tale piano vennero stabiliti obiettivi molto ambiziosi, fra cui il pagamento di 10 miliardi di dividendi agli azionisti in quattro anni, possibili grazie ai profitti che, secondo le stime di allora, nel 2017 si sarebbero dovuti attestare intorno ai 4,5 miliardi; un ROE all'10% ed il ROTE all'11,8%<sup>45</sup>. Per conseguire tali obiettivi la strategia intrapresa è stata quella di prestare particolare attenzione al profilo di rischio e di liquidità, e punti fondamentali del piano erano il potenziamento del business esistente, la cessione di attività non core e la valorizzazione delle persone e degli investimenti. Con tale piano il gruppo era intenzionato a divenire un punto di riferimento per famiglie ed imprese ed a rafforzare la sua solidità patrimoniale<sup>46</sup>.

Il 2014, primo anno del piano, è stato positivo per Intesa Sanpaolo nonostante la chiusura in perdita dell'anno precedente. Sebbene la situazione in Italia fosse poco stabile a causa della diminuzione del PIL, Intesa ha realizzato un utile di 1,251 miliardi, dando un grande segnale di ripresa; ha pagato dividendi ai propri azionisti per un totale di 1,185 miliardi aumentando il dividendo unitario da 0,05 a 0,07 euro rispetto all'anno precedente ed il Payout ratio è stato pari al 95%, il che significa che la banca ha distribuito quasi tutto l'utile realizzato ai propri azionisti sotto forma di dividendi<sup>47</sup>.

Anche il 2015 è stato un anno molto positivo per Intesa Sanpaolo, a discapito della situazione politica ed economica molto instabile a livello europeo dovuta al crollo finanziario della Grecia. In tale anno il gruppo ha realizzato un utile di 2,739 miliardi, più del doppio dell'anno precedente; il dividendo unitario è aumentato vertiginosamente passando dai 0,07 euro del 2014 a 0,14 euro per le azioni ordinarie per un totale di pagamenti di dividendi di 2,361 miliardi ed il payout Ratio è stato pari all'86%<sup>48</sup>.

---

<sup>45</sup> Intesa Sanpaolo “comunicato stampa – piano d'impresa 2014-2017”, 2014

<sup>46</sup> Il sole 24ore “Intesa in rosso per 4,5 miliardi ma conferma la cedola. Parte il piano, nasce banca 5”, 2014

<sup>47</sup> Intesa Sanpaolo – sito ufficiale

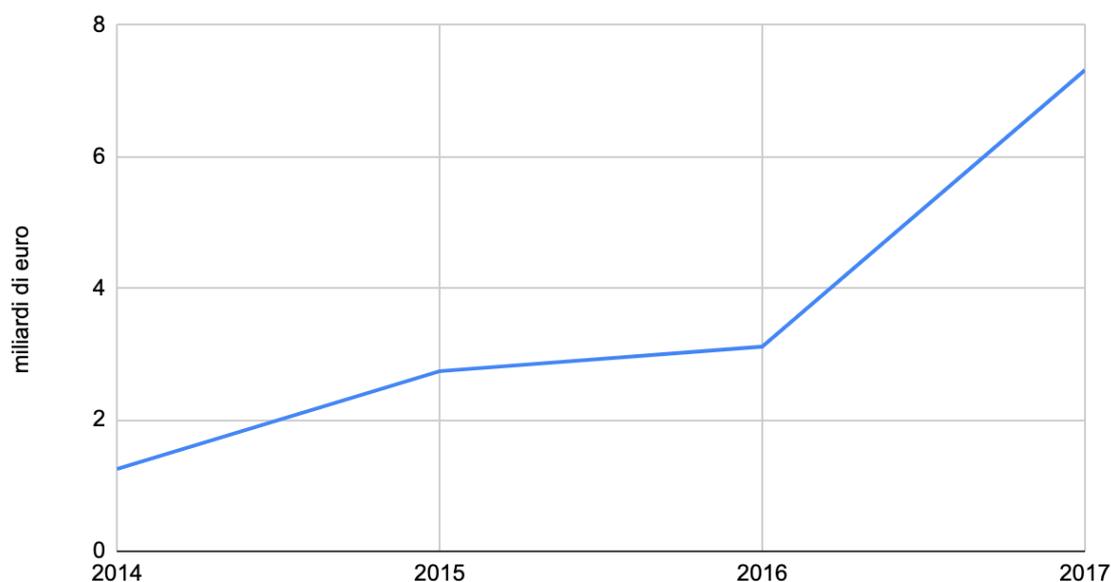
<sup>48</sup> Intesa Sanpaolo – sito ufficiale

Nel 2016 l'utile è stato di 3,111 miliardi, il dividendo unitario è aumentato dai 0,14 euro del 2015 a 0,178 euro, per un totale di pagamenti pari a circa 3 miliardi ed il payout ratio si attestato al 96%<sup>49</sup>.

Nel 2017, ultimo anno del piano, Intesa ha realizzato un utile di 7,316 miliardi, il quale è quasi il doppio rispetto a quelli registrati negli anni precedenti. Il dividendo unitario è passato da 0,178 euro a 0,203 euro, quindi il gruppo ha erogato dividendi per una cifra complessiva pari a 3,419 miliardi, il payout ratio invece è stato pari al 47%, di molto al di sotto rispetto a quello degli anni precedenti. Questo perché nell'utile di tale anno sono compresi anche proventi pubblici pari a 3,500 miliardi, riconosciuti al gruppo per l'acquisizione di Veneto Banca e della Banca Popolare di Venezia: andando a detrarre questa cifra dal totale, possiamo affermare che l'utile operativo è stato pari a 3,816 miliardi, risultato che comunque resta il più alto del quadriennio del piano industriale, e quindi il payout diventa pari a circa il 90%<sup>50</sup>.

Possiamo quindi affermare che il piano industriale 2014 – 2017 è stato un successo, grazie al raggiungimento dell'obiettivo di distribuire 10 miliardi di dividendi cash ed un utile sempre crescente nonostante le turbolenze economico-finanziarie internazionali.

### Utile Intesa Sanpaolo 2014 - 2017

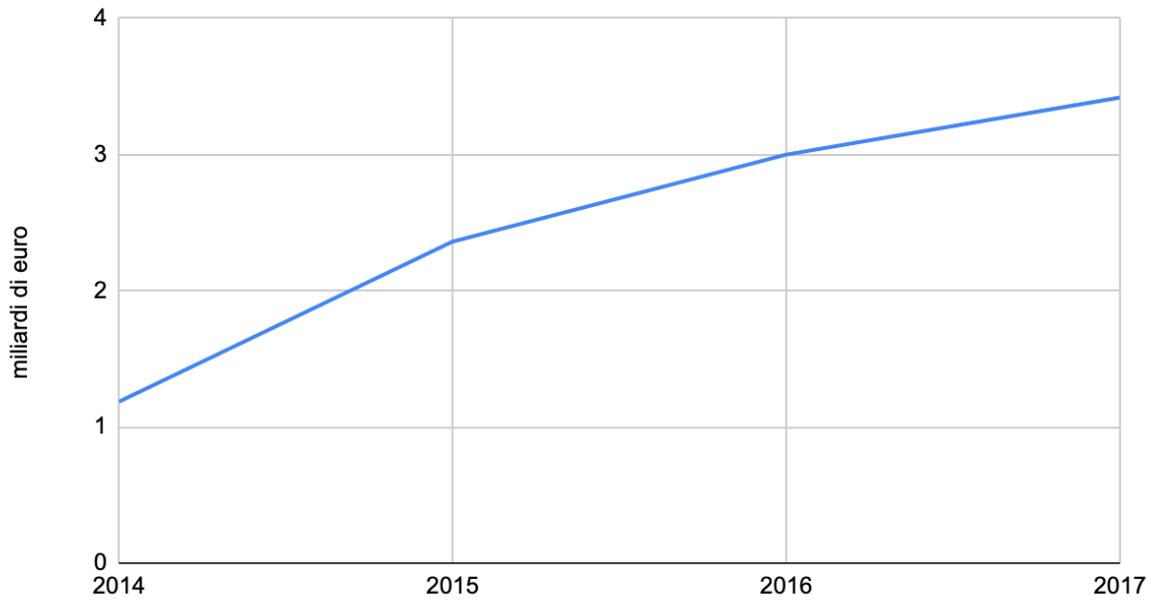


Fonte: dati raccolti in sito Intesa Sanpaolo, elaborazione propria

<sup>49</sup> Intesa Sanpaolo – sito ufficiale

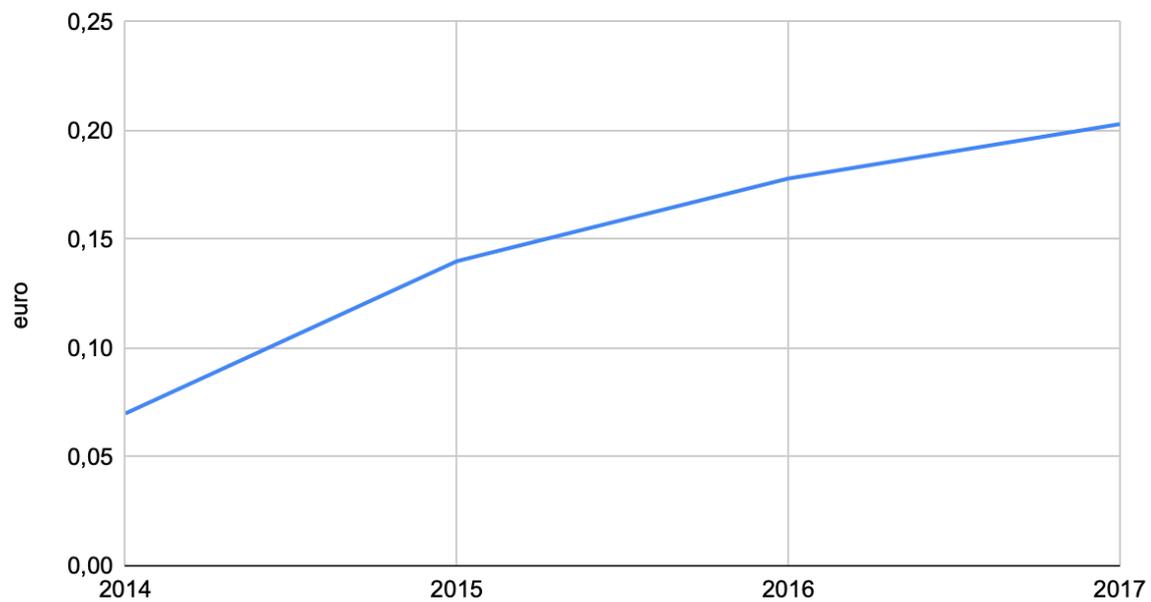
<sup>50</sup> Intesa Sanpaolo – sito ufficiale

## Dividendi pagati da Intesa Sanpaolo 2014 - 2017



Fonte: dati raccolti in sito Intesa Sanpaolo, elaborazione propria

## Dividendo per azione Intesa Sanpaolo 2014-2017



Fonte: dati raccolti in sito Intesa Sanpaolo, elaborazione propria

Conseguentemente al grande successo ottenuto dal piano 2014 – 2017, Intesa Sanpaolo ha lanciato nel Febbraio del 2018 il piano d’impresa 2018 – 2021, con obiettivi ancor più ambiziosi del piano precedente, fra cui la realizzazione nel 2021 di un utile netto pari a 6 miliardi di euro, il ROE al 12,4% ed I ROTE AL 14,6%. Relativamente ai dividendi l’obiettivo era quello di pagarne nei quattro anni una determinata cifra capace di garantire un Payout per il 2018 dell’85%, dell’80% per il 2019, del 75% per il 2020 e del 70% per il 2021. In tale piano è un ‘must’ una solida e sostenibile creazione di valore e la sua distribuzione, conservando un’alta patrimonializzazione e riducendo i rischi senza costi per gli azionisti, un calo dei costi tramite una semplificazione del modello operativo e lo sviluppo delle persone e dei canali digitali.

Il 2018, primo anno del piano, ha rispettato le aspettative: il gruppo ha realizzato un utile netto di 4,05 miliardi, risultato migliore di tutti quelli ottenuti nel piano d’industria precedente (se per il 2017 consideriamo come utile netto la cifra di 3,816 miliardi), ha pagato dividendi per un totale di 3,45 miliardi grazie al dividendo unitario di 0,197 euro, studiato in modo da avere un Payout dell’85% come previsto dal piano d’impresa. Anche in tale anno si è confermato dunque il trend positivo del precedente quadriennio con il risultato corrente lordo in crescita dell’11% e quello della gestione operativa dell’4,8% rispetto all’anno precedente<sup>51</sup>.

Anche il 2019 è un anno positivo per Intesa Sanpaolo, che riesce a generare un utile netto di 4,182 miliardi con una crescita del 3,3% rispetto all’anno successivo<sup>52</sup>. Ricordiamo che i dividendi relativi ad un determinato anno vengono pagati l’anno successivo a bilancio redatto, quindi Intesa avrebbe dovuto pagare i dividendi relativi all’anno 2019 nel 2020. Come è ben noto e come è stato trattato nel paragrafo 1.4 però, il 2020 è stato un anno tragico per tutta la popolazione mondiale, la quale ha visto le sue abitudini di vita stravolte dalla pandemia di Coronavirus, pandemia che ha portato tutti gli Stati del mondo ad adottare cautelativamente dei ‘lockdown’ in modalità e tempistiche diverse. Il turno dell’Italia è arrivato fra la fine di Febbraio e l’inizio di Marzo protraendosi fino a metà Maggio per poi tornare dopo l’estate. Chiaramente anche l’economia mondiale e consecutivamente le aziende hanno risentito di tale chiusura e, fra i settori più colpiti, vi è proprio quello bancario che ha subito perdite pari alla crisi dei mutui subprime del 2008. Per evitare che la crisi avesse risvolti ancora più drammatici sia la BCE che la FED hanno imposto vari vincoli alle banche per poter mantenere, per quanto possibili, adeguati livelli di solidità patrimoniale e, per realizzare tale obiettivo, queste sono state costrette a tagliare molti costi, fra cui la distribuzione di ricchezza agli azionisti, e cioè la distribuzione di dividendi e le operazioni di buyback.

Il gruppo Intesa aveva previsto per remunerare gli azionisti in base ai risultati del 2019 un dividendo per azione pari a 0,192 euro, per pagamenti di dividendi totali di 3,4 miliardi di euro: tale somma è invece stata destinata alle riserve, in modo da rafforzare il patrimonio, il quale ha superato il requisito stabilito la BCE di circa 16 miliardi di euro ed il Cet1 è aumentato dal 14,1% al 15,2%<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> Intesa Sanpaolo – sito ufficiale

<sup>52</sup> Intesa Sanpaolo – sito ufficiale

<sup>53</sup> Corriere della Sera “Covid – 19, stop ai dividendi in Intesa Sanpaolo, Ubi e Banco Bpm”, 2020

Le limitazioni e le raccomandazioni imposte dalla BCE sarebbero dovute decadere inizialmente ad Ottobre del 2020, poi a Gennaio 2021 ed infine al 30 Settembre del 2021, tant'è che il dividendo che andremo ad analizzare successivamente pagato da Intesa a Maggio del 2021 rispettava queste imposizioni. I rinvii sono stati la conseguenza delle nuove ondate di contagi che hanno portato a nuovi lockdown.

Nel 2020, nonostante la gravissima crisi, Intesa è riuscita a realizzare un utile netto di 3,277 miliardi di euro (escludendo le componenti conseguenti all'acquisto di UBI)<sup>54</sup>, inevitabilmente inferiore a quello dell'anno precedente. La crisi scatenata dal diffondersi del Covid, impendendo di distribuire nel 2020 la cedola relativa al 2019, ha obbligato il gruppo a rivedere il piano d'impresa 2018-2021, apportando degli aggiornamenti alla politica di distribuzione dei dividendi.

Relativamente al 2020 Intesa Sanpaolo ha erogato un dividendo per azioni pari a 0,0357 euro, per un totale di 694 milioni di euro, il massimo consentito dalle raccomandazioni della BCE che andranno a decadere a partire dal 30 Settembre 2021. Oltre a questo dividendo, il management della banca ha l'obiettivo di pagare un dividendo cash da riserve, sempre relativamente al 2020 non appena cadranno le raccomandazioni della BCE, tale da portare il Payout ratio dello scorso anno al 75%. Questo secondo dividendo sarà pari a 0,0966 euro per azione, per un totale di 1,94 miliardi di euro di pagamenti. L'erogazione di questo dividendo però, prima di diventare ufficiale, dovrà essere approvata dall'assemblea ordinaria della banca che si terrà a metà Ottobre. In caso di esito positivo, verrà pagato alla prima data utile dal 30 Settembre 2021, e cioè il 20 Ottobre. Per quanto riguarda il dividendo del 2022, relativo ai risultati del 2021, Intesa ha intenzione di raggiungere un Payout Ratio del 70%. Il management della banca, inoltre, ha espresso la volontà di distribuire un acconto di questo dividendo come nell'anno corrente, pari a 0,0721 euro per azione, per un totale di 1,4 miliardi di euro. La decisione relativa a questo dividendo verrà presa il 3 Novembre, quando l'assemblea si riunirà per approvare i risultati raggiunti nei primi nove mesi dell'anno. Se verrà approvato, tale acconto verrà pagato il 24 Novembre del 2021<sup>55</sup>.

Quindi se verranno approvati il dividendo di 1,9 miliardi e l'acconto sul dividendo del 2022, Intesa Sanpaolo a fine 2021 avrà pagato nelle casse dei propri azionisti ben 3 dividendi.

---

<sup>54</sup> Intesa Sanpaolo – sito ufficiale

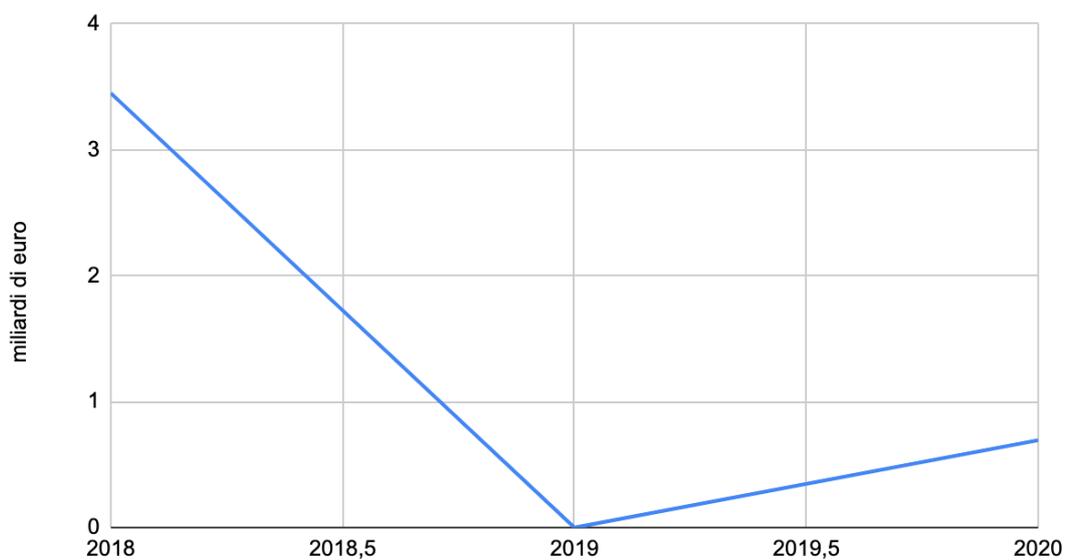
<sup>55</sup> Il Sole24Ore “Intesa Sanpaolo: utile primo semestre sale del 17,8% a 3 miliardi”, Agosto 2021

Intesa Sanpaolo: le date di stacco dei dividendi 2021

Data	Evento
Prima metà di ottobre 2021	Assemblea Ordinaria in unica convocazione per approvazione della proposta di distribuzione di parte della Riserva straordinaria (1,9 mld di euro)
18/10/2021	Data di stacco cedola distribuzione della Riserva straordinaria
19/10/2021	Record date relativo alla distribuzione della Riserva straordinaria
20/10/2021	Data per il pagamento dividendo relativo alla distribuzione della Riserva straordinaria
03/11/2021	CdA con all'ordine del giorno: <ul style="list-style-type: none"> <li>• approvazione del resoconto intermedio al 30 settembre 2021</li> <li>• deliberazione in merito alla distribuzione acconto dividendo 2021</li> </ul>
22/11/2021	Data di stacco cedola acconto dividendo deliberato dal CdA
23/11/2021	Record date acconto dividendo deliberato dal Consiglio di Amministrazione

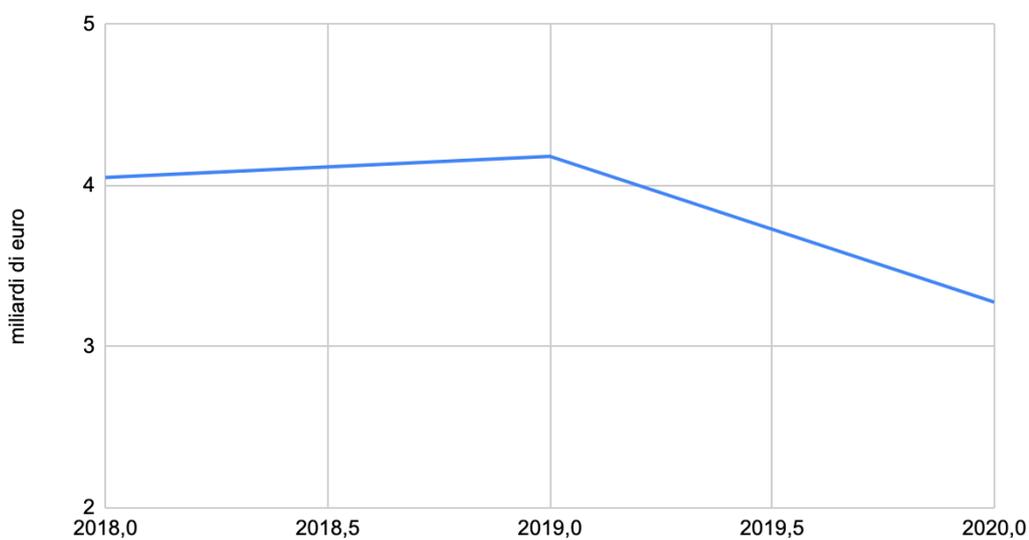
Fonte: Investire.biz

## Dividendi pagati da Intesa Sanpaolo 2018 - 2020



Fonte: dati presi in sito ufficiale Intesa Sanpaolo, elaborazione propria

## Utile Intesa Sanpaolo 2018- 2021



Fonte: dati presi in sito ufficiale Intesa Sanpaolo, elaborazione propria

In tali grafici non sono stati inseriti i dati relativi al 2021 poiché non essendo l'anno ancora concluso, si dovrebbero inserire dati approssimativi.



## Conclusioni

In questo elaborato abbiamo analizzato i dividendi e la politica di distribuzione di essi, partendo dall'analisi di concetti generali e teorici per arrivare poi all'analisi di situazioni specifiche. Come visto nel paragrafo 1.4, nel decennio 2009 – 2019 sono stati pagati nel mondo ben 11,4 trilioni di dollari di dividendi, con una crescita costante che ha visto i payout quasi raddoppiare, registrando nel 2019 un +97% rispetto al 2009, toccando quota 1,43 trilioni di dollari. Come purtroppo è noto, l'intero mondo nei primi mesi del 2020 è stato colpito dalla pandemia di Coronavirus, la quale provocando il blocco delle attività aziendali e vari lockdown, ha portato al crollo degli utili aziendali e conseguentemente dei pagamenti di dividendi. Solitamente, al fine di non comunicare segnali negativi al mercato, i manager tendono ad evitare di tagliare i dividendi e proprio per tale ragione, nel primo trimestre del 2020 il pagamento di essi è stato addirittura maggiore rispetto allo stesso periodo del 2019. Ma con il passare dei mesi ed il peggioramento della situazione economico – sanitaria, BCE e FED hanno imposto pesanti limitazioni alla distribuzione dei dividendi, poiché in periodi di grandi crisi è preferibile ridurre i costi ed impiegare la liquidità disponibile per rafforzare la propria solidità patrimoniale, ponendo tale liquidità nelle riserve. I dividendi sono poi crollati in tutto il mondo: Nel 2020 sono stati pagati infatti 1,255 trilioni di dollari di dividendi, vi è stato quindi un calo del 12,2% rispetto all'anno precedente. I settori più colpiti sono stati quello bancario, il quale da solo ha rappresentato un terzo della riduzione totale dei dividendi, quello petrolifero e quello minerario; fra gli stati invece i più colpiti sono stati Francia e Spagna, i meno colpiti Canada e Stati Uniti. È possibile quindi dire che nonostante la crisi mondiale, la pandemia relativamente ai dividendi ha colpito i diversi stati ed i diversi settori in modi molto diversi.

L'ultimo capitolo dell'elaborato è stato dedicato al caso Intesa Sanpaolo, gruppo che, in seguito alla fusione con UBI concretizzatasi ad Aprile del 2021, è diventata la principale banca italiana in termini di capitalizzazione e numero di clienti. Intesa per la distribuzione dei dividendi ha stabilito dei veri e propri target da rispettare nei piani d'impresa 2014-2017 e 2018-2021. Il primo dei due piani fu un grande successo, tant'è che ogni anno sia l'utile che il dividendo è aumentato, passando da un utile di 1,251 miliardi ed un dividendo per azione di 0,07 euro (1,185 miliardi di euro pagati in totale ai propri azionisti) nel 2014, ad un utile di 7,316 miliardi (compresi però in tale cifra 3,5 miliardi di proventi pubblici dovuti a varie acquisizioni, senza di cui l'utile sarebbe di 3,816 miliardi) ed un dividendo per azione di 0,203 euro (3,419 miliardi pagati in totale) nel 2017. Uno degli obiettivi del piano d'impresa 2014-2017 era il pagamento agli azionisti del gruppo di dividendi per un totale di 10 miliardi nei quattro anni, risultato ampiamente che è stato raggiunto. Proprio grazie al successo di tale piano, successivamente è stato promosso il piano d'impresa 2018-2021. Nel primo anno del piano Intesa ha realizzato un utile di 4,05 miliardi ed ha distribuito dividendi per 3,45 miliardi di euro (0,197 euro per azione). I dividendi relativi al 2019 non sono stati poi distribuiti a causa delle limitazioni imposte dalla BCE e l'utile si è attestato a 3,277 miliardi, confermando la solidità economica della banca. Nell'anno corrente, Intesa ha distribuito un dividendo relativo al 2020 di 0,0357 euro per azione, con

un totale di pagamenti pari a 694 milioni di euro, il massimo possibile viste le limitazioni poste in essere dalla BCE.

Ponendo uno sguardo al futuro, si pensa che il peggio di questa terribile storia sia passato. La crisi è stata di un'entità spaventosa ma, grazie alla campagna vaccinale ed il potenziamento delle strutture ospedaliere si cercherà di evitare nuovi lockdown che provocherebbero inevitabilmente nuove cadute dell'economia. Per quanto riguarda l'Italia, è prevista un'importante ricrescita per fine anno, con il PIL che a Dicembre 2021 dovrebbe segnare un +6%. Relativamente a Intesa Sanpaolo invece, a metà Ottobre 2021 si terrà un'assemblea ordinaria nella quale si andrà a stabilire se effettuare il pagamento di un dividendo cash da riserve relativo al 2020 di 0,0966 euro per azione, per un totale di pagamenti di 1,9 miliardi di euro che, verrà approvato, sarà erogato il 20 Ottobre. Inoltre, il gruppo Intesa ha in mente anche di distribuire entro quest'anno un acconto del dividendo relativo all'esercizio del 2021 che verrà poi pagato per la restante parte nel 2022: Si tratta di un dividendo di 0,0721 euro per azione, per un totale di 1,4 miliardi di euro. Tale acconto verrà approvato o rigettato il 3 Novembre del 2021 dall'assemblea ordinaria ed in caso di esito positivo, sarà erogato il 24 dello stesso mese.

## BIBLIOGRAFIA

- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. e Michaely R., “Payout Policy in the 21th Century”, Aprile 2003
- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R., “Payout Policy in the 21th Century
- Brealey, Myers, Allen, Sandri; “Principi di Finanza Aziendale” VII edizione, 2020
- Borsa Italiana, “Tax Cuts and Jobs Act: le novità sulla tassazione statunitense”, 2018
- Cozzolongo Giorgio, “Azionisti, dividendi e fisco: la filosofia di Apple”, 2018
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D., “Corporate Payout Policy” Foundations and Trends in Finance, 2008
- Deren Caliskan and John A. Doukas, “CEO Risk Preferences and Dividend Policy Decisions”, 2015
- Edwin J. Elton and Martin J. Gruber, “Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect”, The Review of Economics and Statistics, 1970
- Forbes, “What is a Stock Dividend? How Do Dividends Work?”, 2021
- Healey P. e Palepu K., “Earnings information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions”, in Journal of Financial Economics, n. 21, pp. 149-175, 1988.
- Il Corriere della Sera “Covid – 19, stop ai dividendi in Intesa Sanpaolo, Ubi e Banco Bpm”, 2020
- Il Giorno “Ubi Banca diventa Intesa Sanpaolo”, 2021
- Il Sole 24Ore, “a Wall Street più buyback che investimenti”, 2019
- Il Sole24 Ore, “BCE alle banche: stop o limiti alle cedole fino a Settembre”, 2020
- Il Sole24Ore “Intesa Sanpaolo – Ubi, ecco cosa cambia per azionisti e risparmiatori”, Febbraio 2020
- Il Sole24Ore “Intesa Sanpaolo: utile primo semestre sale del 17,8% a 3 miliardi”, Agosto 2021
- Il Sole 24Ore “Ubi: Intesa Sanpaolo rilancia ed aggiunge 0,57 euro cash”, 2020
- Intesa Sanpaolo “comunicato stampa – piano d’impresa 2014-2017”, 2014
- Il sole 24ore “Intesa in rosso per 4,5 miliardi ma conferma la cedola. Parte il piano, nasce banca 5”, 2014
- Il Sole24Ore “La BCE da il via libera al matrimonio Intesa – UBI”, 2020
- INVESTIRE.biz, “Intesa Sanpaolo: storia nascita e sviluppo della banca”, 2020
- Investopedia, “Q Ratio: Tobin’s Q Definition”, 2021
- Investopedia, “Stock Dividend Definition”, 2021
- Jane Kim, Vinit Srivastava, “The Importance of Dividends”, economic paper of S&P Dow Jones Indices, S&P Global, October 2015.
- Janus Henderson Group (JHG), “Global Dividends Index – 25 Edition”, Febbraio 2020
- Janus Henderson Group (CHG) “Global Dividend Index - 26 Edition”, Maggio 2020.
- Janus Henderson Group (CHG) “Global Dividend Index – 27 Edition”, Agosto 2020
- Janus Henderson Group (CHG) “Global Dividend Index – 28 Edition”, Novembre 2020
- Janus Henderson Group (CHG) “Global Dividend Index – 29 Edition”, Febbraio 2021

- La Repubblica “Intesa fa il pienone, le adesioni Ubi sopra il 90%”
- Milano Finanza, “dividendo straordinario di FCA è diventato incondizionato”, 2021
- Milano Finanza, “La FED promuove le banche Usa dopo stress test: tornano dividendi e buyback”, 2021
- Money.it, “tassazione dividendi: guida completa ed aggiornata” , 2021
- Orlando A.A., “Dividendi e riacquisto azioni proprie: impatto del Covid – 19”
- R.H. Litzenberger, K. Ramaswamy, “The effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects” (in Journal of Finance), 1982
- Sanjay Deshmukh, Anand M. Goel , Keith M. Howe , “CEO Overconfidence and Dividend Policy”, 2012
- SmartWeek, “Finanziarie una Start-Up: ecco la gerarchia delle fonti di finanziamento”, 2015
- S&P 500 Buyback Index
- Teleborsa, “FED boccia banche USA: stop a buyback e tetto ai dividendi”, 2020
- Tronci L., “distribuzione di utile e riserve” quaderni di giurisprudenza commerciali, 2017
- Vivenzi C., “Tassazione Dividendi e Partecipazioni: le novità dopo la legge di stabilità”, 2018.

## SITOGRAFIA

- [www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com);
- [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com);
- [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it);
- [www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it);
- [www.treccani.it](http://www.treccani.it);
- [www.forbes.com](http://www.forbes.com);
- [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com);
- [www.money.it](http://www.money.it);
- [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com);
- [www.janushenderson.com](http://www.janushenderson.com);
- [www.smartweek.it](http://www.smartweek.it);
- [www.investire.biz](http://www.investire.biz);
- [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it);
- [www.ilgiorno.it](http://www.ilgiorno.it);
- [www.corriere.it](http://www.corriere.it).
- [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).

