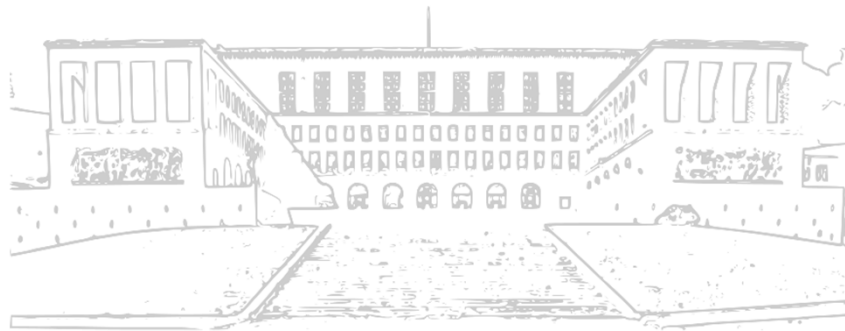


ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

MERCATO AZIONARIO

A.A. 2017/2018
Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it



ARGOMENTI

- Scopi e principali caratteristiche del mercato
- Valutazione delle azioni

SCOPO E CARATTERISTICHE

- **Interesse residuo** nel valore netto di un'impresa
- Solitamente **prive di scadenza**
- Solitamente offrono **diritti di voto** (o altri diritti non-economici)
- **Postergate** in caso di fallimento/liquidazione
- I **rendimenti** dipendono da:
 - **Dividendi**: flussi periodici ma incerti prelevati dall'utile netto d'impresa o dalle riserve disponibili
 - **Utili/perdite in conto capitale** da variazioni di prezzo
- Centrale il **ruolo del mercato secondario**

3

SCOPO E CARATTERISTICHE

- Categorie
 - **Azioni ordinarie** (forma tipica): dividendi, partecipazione ad assemblee (stra)ordinarie, diritto di opzione, rimborso postergato per scioglimento
 - Altre tipologie di azioni (in Italia):
 - **Azioni privilegiate**: precedenza sugli utili e sul rimborso, spesso in cambio di limiti ai diritti di voto (solo assemblee straordinarie)
 - **Azioni preferenziali**: come le precedenti, salvo il pieno diritto di voto (anche in versione «cumulativa»)
 - **Azioni di risparmio**: senza diritto di voto, dividendi minimi prefissati, antergazione in caso di rimborso, solo per società quotate
 - **Azioni a voto limitato**: anche azzerato, o limitato ad argomenti specifici, o condizionate ad eventi societari
 - **Azioni correlate** (*tracking stocks*): azioni con rendimento collegato ad uno specifico settore di attività dell'impresa
- Gran parte delle differenze deriva dalla regolamentazione nazionale

4

SCOPO E CARATTERISTICHE

Mercati:

- **Regolamentati:**
 - Combinazione di aste tradizionali e di negoziazione continua / telematica
 - Tipicamente intermediati da operatori (*broker*) autorizzati
 - Regolamentazione interna ed esterna (es. Borsa Italiana/legge italiana)
 - Organizzati in segmenti (es. *small cap*)
 - Possibilità di *listing* multiplo
 - Spesso le Borse sono imprese private con fine di lucro
- **OTC:**
 - Negoziazioni (ormai) prevalentemente telematiche mediante operatori (*dealer*) che assumono il rischio della negoziazione venendo remunerati dallo *spread* fra prezzi denaro e lettera (es. NASDAQ, nonostante non sia più considerato pienamente tale)
 - Anche *penny/cent stocks/shares*
 - In competizione con le Borse grazie agli sviluppi tecnologici

5

SCOPO E CARATTERISTICHE

Mercati:

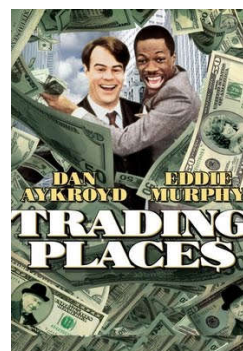
- *Multilateral trading facilities* (MTF) ed *electronic communication networks* (ECN)
 - Collegamento diretto fra *broker/dealer*
 - Trasparenti, bassi costi di transazione, veloci e presenti 24/7
 - Tipicamente negoziati i titoli più liquidi
- *Exchange traded funds* (ETF):
 - **Fondi:** portafoglio di titoli specifici
 - Negoziati **su mercati regolamentati:** liquidità, *price discovery*
 - **Gestione passiva:** minori costi, replicazione di un *benchmark*
 - **Valori minimi di ingresso bassi:** maggiori possibilità di diversificazione

6

SCOPO E CARATTERISTICHE

Caratteristiche della negoziazione in **asta**:

- Maggiore controllo sugli operatori ammessi e sulla trasparenza
- Gli acquirenti influenzano il prezzo ad un livello inferiore al suo massimo potenziale: il “vincitore” è il soggetto che ritiene di poter ottenere il maggior vantaggio dall’acquisto
- Le informazioni hanno il ruolo di aumentare il valore dello strumento o ridurre i rischi (incertezza)



7

SCOPO E CARATTERISTICHE

Caratteristiche della negoziazione **continua**:

- Riduce gli svantaggi degli errori di valutazione e della conseguente maggiore volatilità di breve termine:
 - Imprese, ambiente, tassi di crescita cambiano continuamente
 - La competizione comprime i tassi di crescita
 - Le attese degli operatori cambiano (dividendi, attualizzazione, premio per il rischio, ...)



Q13	Q12	Q11	Q10	Q09	Q08	Q07	Q06	Q05	Q04	Q03	Q02	Q01	Q00
4.1940	4.1640	3.8720	3.8880	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920
7	3.874	3.8900	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940
8	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940
7	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920	3.8920
5	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940
10	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940	3.8940

8

SCOPO E CARATTERISTICHE

Informazioni prodotte dai mercati:

- Formazione dei **prezzi** (apertura, chiusura, ultime transazioni, medi ponderati, ...), **volumi**, **trend**
- Informazioni sulle **imprese**, **previsioni** degli analisti, ...
- **Indici** rappresentativi di segmenti di mercato (es. MTA), settori (es. banche), aree geografiche (es. LATAM), dai quali dipendono numerosi altri strumenti (es. ETF, derivati, ...)
- **Notizie** in tempo reale su mercati e imprese, approfondimenti tematici, glossari e materiale divulgativo, ...
- **Statistiche**, **commenti** al mercato
- ...



9

VALUTAZIONE

Metodo dei dividendi:

- VA dei FC, scontati dal tasso di rendimento richiesto al capitale di rischio
- Modello uniperiodale: dividendo e prezzo di vendita

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k_e} + \frac{P_1}{1+k_e}$$

- Generalizzazione multiperiodale:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k_e} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_e)^n} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n}$$

- Se n è sufficientemente grande, gli effetti su P_0 sono trascurabili; quindi:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

- Potendo assumere $n=\infty$, semplificazione del modello a crescita costante (modello di Gordon):

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

10

VALUTAZIONE

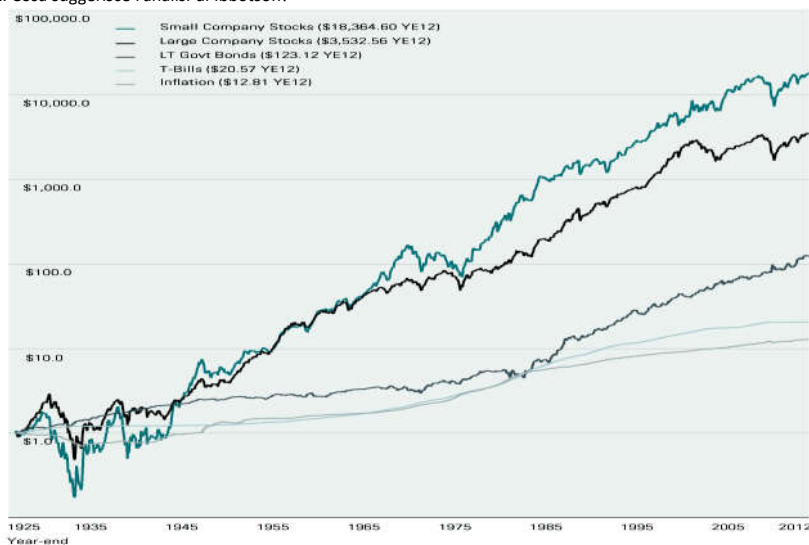
Modelli dei multipli (P/E, P/BV, ...):

- Le difficoltà del metodo dei dividendi hanno incentivato approcci semplificati basati su misure di confronto fra settori e imprese che incorporino le attese
- P/E confronta il prezzo dell'azione con gli utili prodotti dall'impresa:
 - maggiori valori implicano che il mercato si attende una crescita degli utili o una loro minore incertezza
 - Imprese simili dovrebbero mostrare multipli simili nel lungo periodo
- P/BV confronta il prezzo con il valore contabile dell'impresa:
 - può essere interpretato nel confronto fra imprese simili
 - esprime la relazione fra una misura prospettica e una storica di valore
 - versione «aggiustata» considera il *tangible book value*, che cerca di misurare il valore di rimborso corrente per azione dell'impresa

11

ESEMPI

1. Cosa suggerisce l'analisi di Ibbotson?



12

ESEMPI

2. Fra le seguenti azioni italiane, quale presenta maggiori rischi secondo il mercato?

Titolo	Prezzo	Dividendo	Prezzo atteso a 1 a
ENI	17.66	0.55	21.00
Finmeccanica	5.67	0.41	6.50
Generali	16.88	0.20	18.00
Luxottica	38.43	0.58	46.00
Unicredit	5.635	0.00	6.50

Calcolo del rendimento richiesto: $P_0 = \frac{D_1}{1+k_e} + \frac{P_1}{1+k_e} \rightarrow k_e = \frac{D_1 + P_1}{P_0} - 1$

Titolo	k_e
ENI	0.2203
Finmeccanica	0.2187
Luxottica	0.2121
Unicredit	0.1535
Generali	0.0782

13

ESEMPI

3. Fra le seguenti azioni italiane, qual è l'attesa sulla crescita futura?

Titolo	Prezzo	Dividendo	k_e
MPS	0.2428	0.0245	5%
Campari	6.445	0.07	7%
ENEL	3.232	0.15	25%
Fondiarria-SAI	1.916	0.40	15%
Sal. Ferragamo	25.19	0.33	10%

Calcolo di g: $P_0 = \frac{D_1}{k_e - g} \rightarrow g = k_e - \frac{D_1}{P_0}$

Titolo	g
ENEL	18.812%
Sal. Ferragamo	8.412%
Campari	6.224%
MPS	0.881%
Fondiarria-SAI	-0.658%

14

ESEMPI

4. Si considerino alcuni settori statunitensi (NYU-Damodaran 1/13) , quale di questi:

- Ha il maggiore/minore P/E?
- Ha il maggiore/minore tasso di crescita?
- Ha il maggiore/minore *payout*?

	P/E	g	Payout
Banche	19.74	9.28%	31.35%
Servizi finanziari	22.63	12.97%	25.33%
Assic. Vita	23.72	12.48%	24.23%
Assic. Danni	48.98	10.32%	45.77%
Imprese di investimento	25.04	NA	NA
Private equity	7.88	17.10%	21.00%
Riassicurazione	45.24	11.82%	NA
Brokeraggio mobiliare	15.1	10.48%	21.76%
Thrift	43.27	10.34%	20.45%

Come si pone il settore finanziario rispetto ai servizi funebri e alle imprese c.d. Internet? Perché?

	P/E	g	Payout
Servizi funebri	18.77	10.90%	49.83%
Internet	150.13	23.17%	1.36%