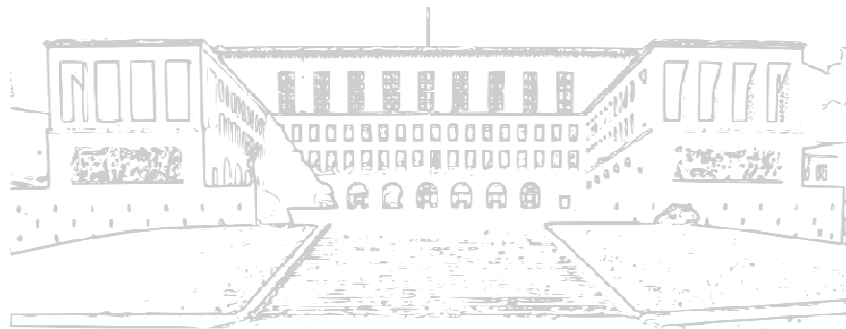


ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

MERCATO AZIONARIO

A.A. 2015/2016
Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it



ARGOMENTI

- Scopi e principali caratteristiche del mercato
- Valutazione delle azioni
- Regolamentazione

SCOPO E CARATTERISTICHE

- Rappresentano l'interesse residuo nel valore netto di un'impresa
- Solitamente prive di scadenza
- Solitamente offrono diritti di voto nelle assemblee
- Postergate in caso di fallimento/liquidazione
- I rendimenti dipendono da:
 - Dividendi: flussi periodici ma incerti prelevati dall'utile netto d'impresa
 - Utili/perdite in conto capitale da variazioni di prezzo

SCOPO E CARATTERISTICHE

- Categorie
 - Azioni ordinarie:
 - Forma tipica, con molte variazioni fra imprese e Paesi in funzione di dividendi, diritti di voto e livello di postergazione
 - Azioni privilegiate / di risparmio:
 - Dividendi prefissati
 - Diritti di voto molto limitati
 - Antergazione rispetto alle ordinarie
- Gran parte delle variazioni dipende dalla regolamentazione nazionale

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)
 - Organizzati in segmenti (es. *small cap*)
 - Possibilità di *listing* multiplo
 - Spesso le Borse sono imprese private con fine di lucro
- OTC:
 - Negoziazioni prevalentemente telematiche mediante operatori (*dealer*) che assumono il rischio della negoziazione venendo remunerati dallo *spread* fra prezzi denaro e lettera (es. NASDAQ)
 - In competizione con le Borse grazie agli sviluppi tecnologici

(cont.)

SCOPO E CARATTERISTICHE

Mercati (cont.):

- *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
- Recentemente, diffusione degli *Exchange traded funds* (ETF):
 - Fondi costituiti da un portafoglio di titoli specifici
 - Negoziati su mercati regolamentati come le azioni
 - Gestione passiva: minori costi e offerta della replicazione di uno specifico *benchmark*
 - Valori minimi di investimento contenuti: maggiori possibilità di diversificazione
 - Le commissioni di intermediazione talvolta li rendono meno competitivi dei fondi comuni

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)

SCOPO E CARATTERISTICHE

Caratteristiche della negoziazione continua:

- Riduce gli svantaggi degli errori di valutazione e della conseguente maggiore volatilità di breve termine:
 - Imprese ed ambiente cambiano, influenzando i tassi di crescita (piccole variazioni, con scadenze illimitate, possono produrre ampie fluttuazioni)
 - La competizione comprime i tassi di crescita: se gli investitori utilizzano modelli basati solo su di essa le imprese a maggior potenziale sono penalizzate
 - Divergente punto di vista sui fattori di sconto dei flussi e sugli aggiustamenti in funzione del rischio
 - La stima dei dividendi è altrettanto complessa

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
- Statistiche, commenti al mercato
- ...

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):

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

VALUTAZIONE

Modelli dei multipli (*Price/earnings* o P/E):

- Le difficoltà del metodo dei dividendi hanno incentivato approcci semplificati basati su misure di confronto fra settori e imprese che incorporino le attese dei mercati
- 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 nello stesso settore dovrebbero mostrare multipli simili nel lungo periodo, pertanto un'azione può essere valutata usando il P/E medio del settore moltiplicato per gli utili prodotti

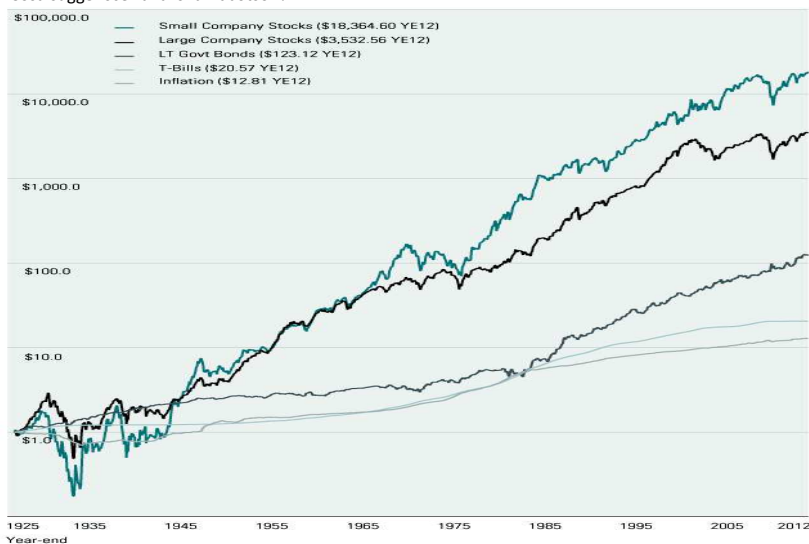
REGOLAMENTAZIONE

Anche il mercato azionario è intensamente regolamentato:

- Tipicamente, i requisiti comprendono trasparenza e veridicità delle informazioni offerte e il funzionamento ordinato del mercato (trattamento paritario degli investitori, verifica della qualità degli intermediari, efficienza, stabilità, ...)
- Ad es. in Italia la CONSOB è stata introdotta negli Anni 70 ed è responsabile della vigilanza su strumenti, intermediari e mercati mobiliari
- Le responsabilità della vigilanza sono aumentate molto negli ultimi anni:
 - A seguito degli sviluppi dei mercati (es. strumenti innovativi)
 - Come conseguenza dell'aumento di competizione fra mercati e Paesi (MTF/ECN, ETF, fusioni fra Borse, ...)

ESEMPI

1. Cosa suggerisce l'analisi di Ibbotson?



ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

13

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

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

14

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%
Fondiarìa-SAI	1.916	0.40	15%
Sal. Ferragamo	25.19	0.33	10%

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

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

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

15

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%

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

16