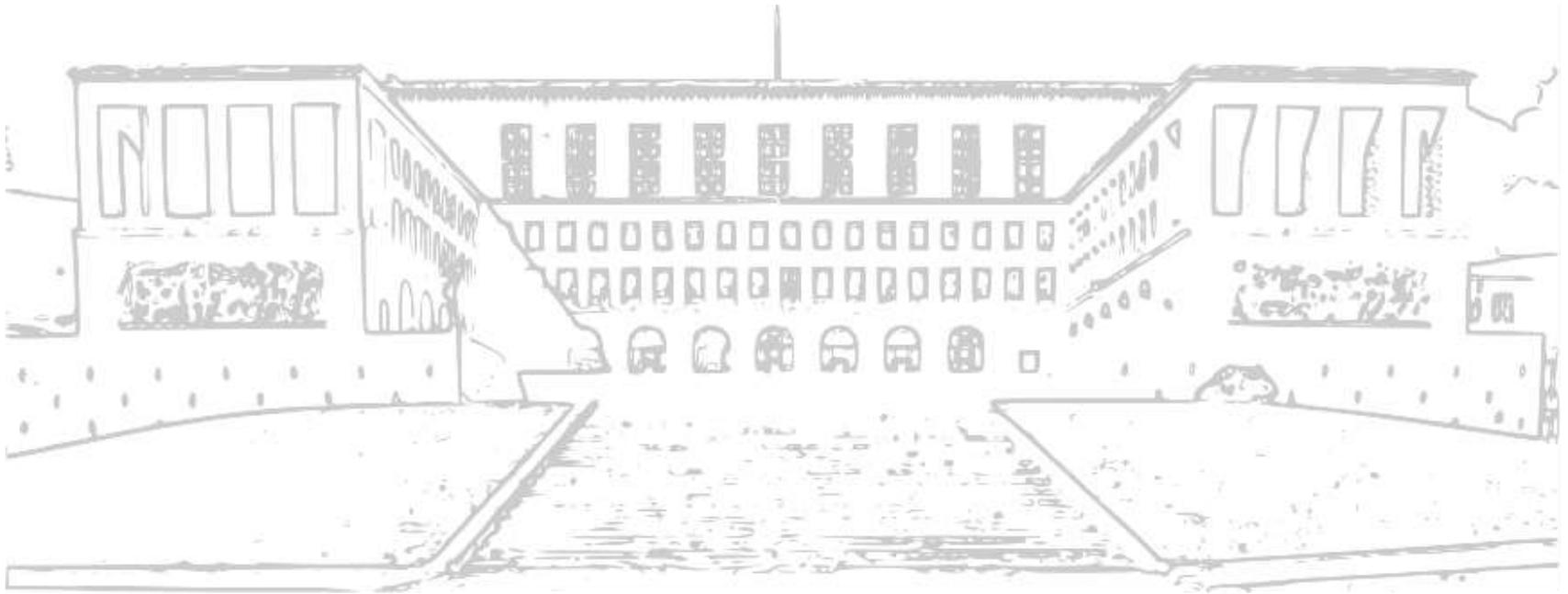


## MERCATO AZIONARIO

A.A. 2020/2021

Prof. Alberto Dreassi – [adreassi@units.it](mailto:adreassi@units.it)



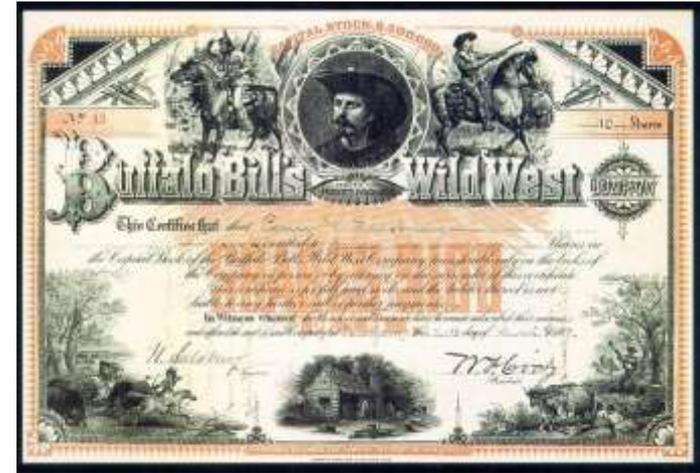
# ARGOMENTI



- Perché esistono le azioni?
- Quali tipi di azioni esistono?
- Come valutare le azioni?

# SCOPO E CARATTERISTICHE

- **Interesse residuo** nel valore netto di un'impresa:  
**postergazione** in caso di fallimento/liquidazione
- Salvo eccezioni:
  - **Prive di scadenza**
  - **Con diritti di voto**
- **Rendimenti** da:
  - **Dividendi**: flussi periodici incerti prelevati da utile o riserve
  - **Utili/perdite in conto capitale** da variazioni di prezzo (secondario)
- **Diritti di opzione** su nuove emissioni – possono circolare autonomamente



# SCOPO E CARATTERISTICHE

- Principali categorie (ampie differenze da norme nazionali)
  - **Azioni ordinarie** (forma tipica): dividendi, partecipazione ad assemblee (stra)ordinarie, diritto di opzione, rimborso postergato per scioglimento
  - Altre tipologie di azioni (in Italia):

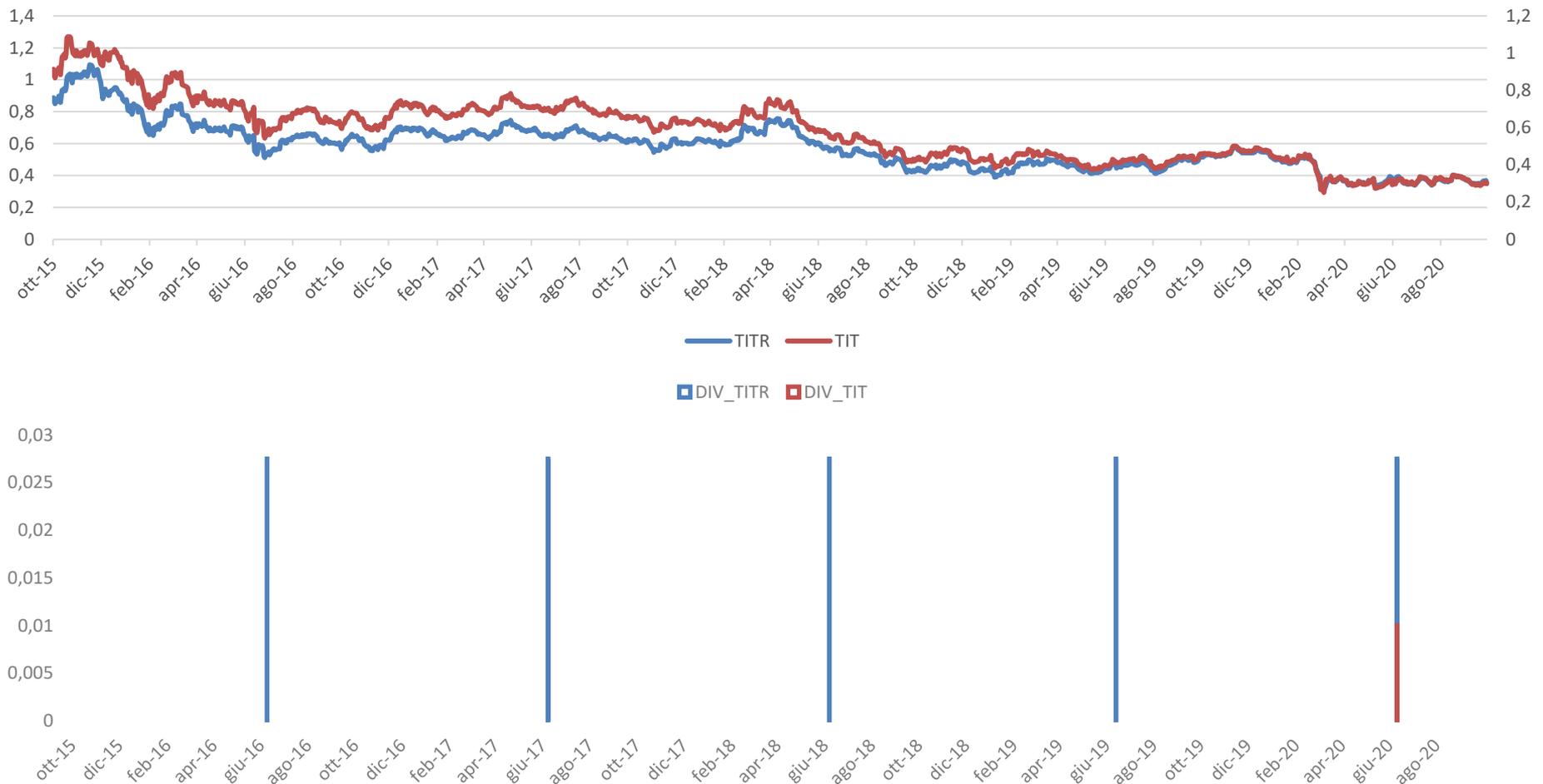


- **Azioni privilegiate:** precedenza sugli utili e sul rimborso, spesso con limiti ai diritti di voto
- **Azioni preferenziali:** come le precedenti, salvo il pieno diritto di voto (anche in versione «cumulativa»)
- **Azioni di risparmio:** senza diritto di voto, dividendi minimi prefissati, antergazione in caso di rimborso (solo quotate, anche al portatore)
- **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

# SCOPO E CARATTERISTICHE

## Esempio di confronto fra azioni (TELECOM)

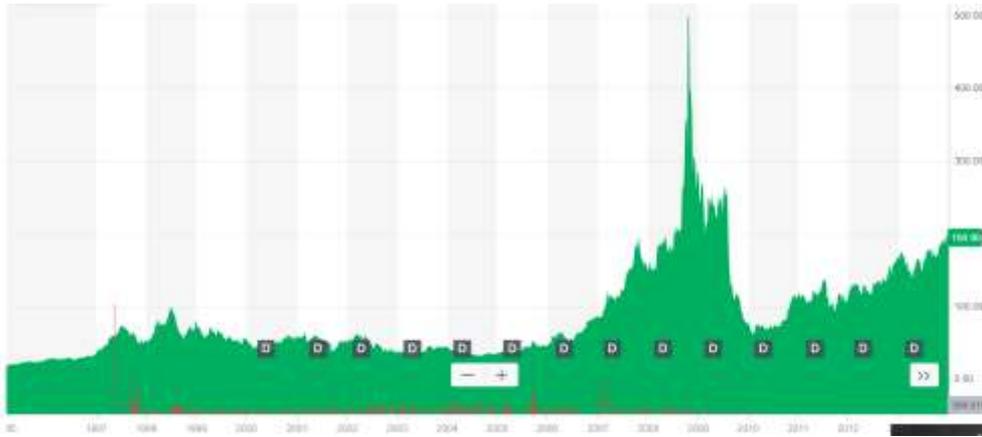
TITR.MI: nessun diritto di voto, dividendo pari al 5% di un valore prefissato (0.55€) e comunque un dividendo maggiorato (del 2% del valore prefissato) rispetto agli azionisti ordinari



# SCOPO E CARATTERISTICHE

- Classificazione per «stili» azionari
  - **Income stocks** (settori maturi con stabile profittabilità):
    - Pagamento stabile e frequente di dividendi
    - Maggiore attenzione ai flussi rispetto alla quota capitale
  - **Value stocks** (imprese che performano peggio rispetto ai fondamentali):
    - Attenzione alle opportunità future, al management, ...
    - Aspettativa di ritorno a valori “medi”
  - **Growth stocks** (settori innovativi):
    - Profitti in rapida crescita, reinvestiti invece che distribuiti
    - Attenzione alla sostenibilità e ai futuri guadagni in conto capitale
- Rispetto ai **volumi** (large, mid, small cap)

# SCOPO E CARATTERISTICHE



Volkswagen



Amazon



AT&T

# SCOPO E CARATTERISTICHE



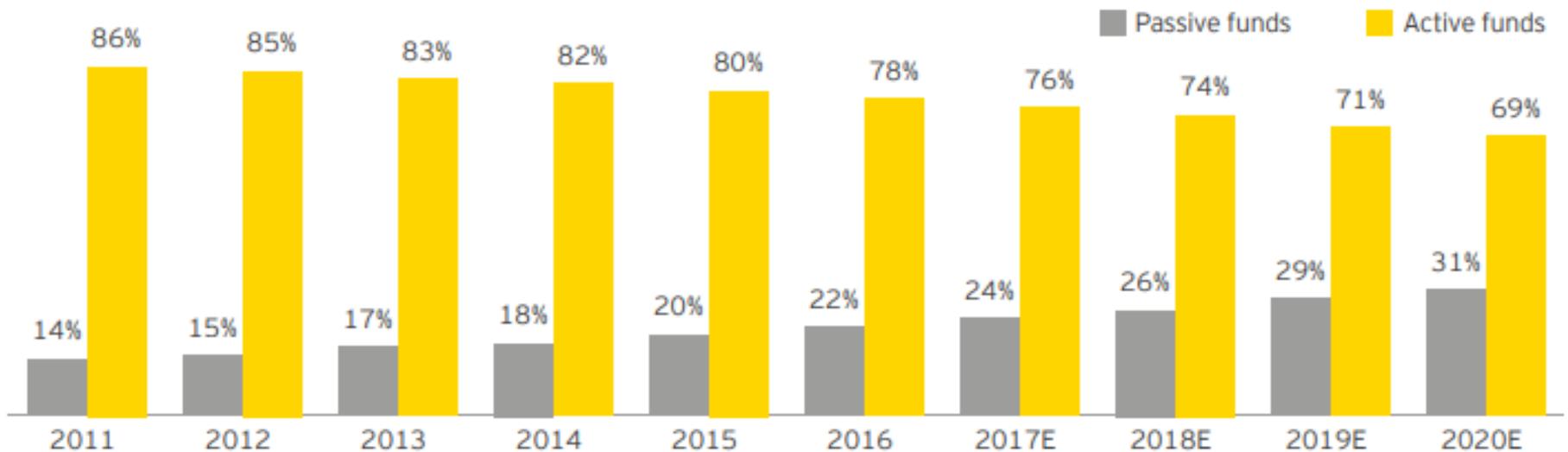
- Aste + negoziazione continua
- Intermediati da operatori (*broker*) autorizzati
- Regolamentazione interna ed esterna
- Organizzati in segmenti (es. *small cap*)
- Possibilità di *listing* multiplo
- Spesso imprese private con fine di lucro e azionariato (es. LSE – QIA 10%, ...)

- Negoziazioni molto spesso telematiche, almeno per i titoli con maggiori volumi
- Operatori (*dealer*) assumono il rischio della negoziazione venendo remunerati dallo *spread* fra prezzi denaro e lettera
- MTF, ECN

# SCOPO E CARATTERISTICHE

Recentemente, sviluppo e crescita degli ETF/ETC/ETN – ETP:

- **Portafoglio** di strumenti finanziari
- **Quotato e negoziato** in modo simile ad altri strumenti finanziari
- Costi di transazione e barriere commissionali minimi
- Gestione **passiva** e “replica” di un *benchmark*



# ASTA VS NEGOZIAZIONE CONTINUA

## Asta:

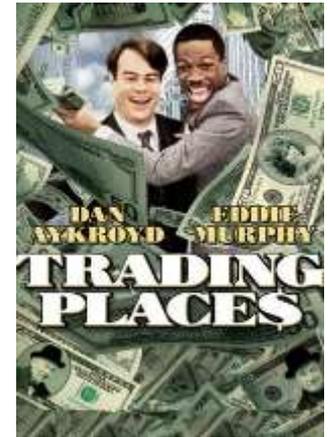
- controllo operatori ammessi e trasparenza operazioni,
- costosa, efficienza limitata, tempo delle negoziazioni

## Negoziatura continua:

- Riduce gli effetti di errori di valutazione (volatilità)
- Minori costi di transazione e formazione continua dei prezzi
- Maggiore squilibrio fra operatori (tecnologico, informativo)
- *Book* dinamico: consente tipologie di ordini più sofisticate (es. prezzo limitato)

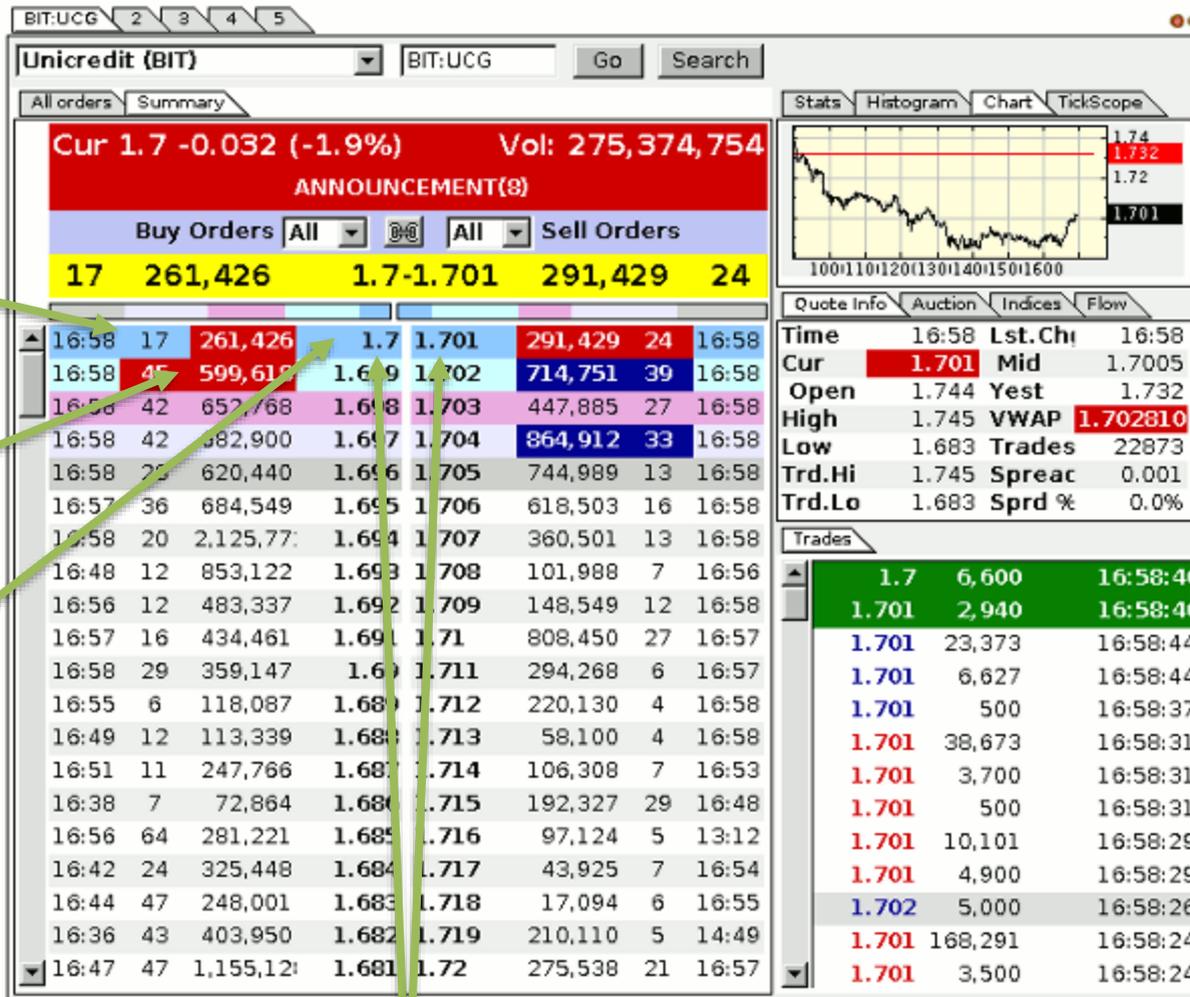
## Tuttavia:

- Mercati telematici prevedono aste di apertura/chiusura/volatilità/...
- Mercati molto importanti sono organizzati in asta (es. metalli Londra)



Nobel 2020: **Milgrom** e **Wilson** per gli studi sui meccanismi d'asta

# LETTURA DI UN BOOK



Ora e numero proposte

Quantità cumulata

Prezzo

Denaro (bid)

Lettera (ask)

Spread

Andamento prezzo

KPI in tempo reale

Ultimi contratti

# COME VALUTARE LE AZIONI?

## Prima strategia: metodo dei dividendi

- **VA dei FC (dividendi)**, al tasso di rendimento richiesto al capitale di rischio (*duh*)
- Generalizzazione multiperiodale:

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

- Semplificazione 1: per  $n$  grande, gli effetti su  $P_0$  sono trascurabili

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

- Semplificazione 2: modello a crescita costante (modello di Gordon):

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

- Problemi:
  - necessità di dividendi e delle stime del costo del capitale e della crescita e forte sensibilità alle stime (possibili alternative con utili o flussi di cassa)
  - costo del capitale superiore alla crescita



# COME VALUTARE LE AZIONI?

## Seconda strategia: modelli dei multipli (P/E, P/BV, ...)

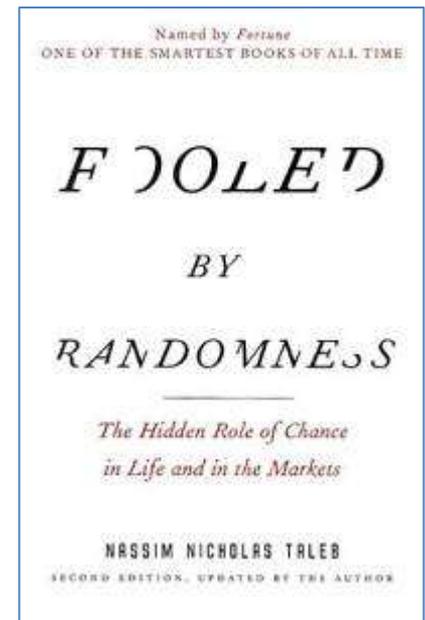
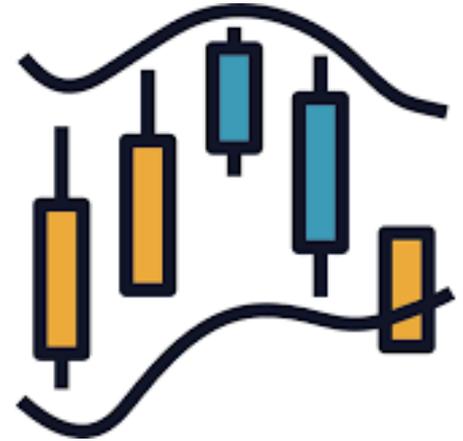
- Approcci semplificati basati su misure di confronto che incorporino le attese: imprese simili dovrebbero mostrare multipli simili nel lungo periodo (settore!)
- **P/E** confronta il prezzo dell'azione con gli utili prodotti dall'impresa: maggiori valori implicano che il mercato si attende una crescita degli utili o una loro minore incertezza
- **P/BV** confronta il prezzo con il valore contabile dell'impresa – relazione fra misura prospettica e storia, eventualmente «aggiustata» al *valore tangibile*
- **P/CF** per non risentire di politiche contabili che influenzino gli utili attraverso elementi non monetari
- **PEG ratio** (aggiustamento del P/E in base alla crescita degli utili per azione)
- ...



# COME VALUTARE LE AZIONI?

## Terza strategia: analisi tecnica

- Estrapolazione di informazione dai prezzi per mercati molto efficienti e previsione di *trend* e reazioni degli operatori a variazioni future
- Implicazioni dalla finanza comportamentale, ma spesso eccessi di «stregoneria»
- Vantaggi dalla limitata dotazione di dati necessaria (prezzi)
- **Svantaggi:**
  - Efficacia non dimostrata al di là della casualità
  - Se esiste, efficacia limitata al breve/brevissimo termine: i «fondamentali» emergono nel medio/lungo periodo
  - Necessità di raccogliere informazioni di prezzo da una moltitudine di mercati molto correlati fra loro, con rischio di correlazioni spurie



# ESEMPI

## 1. «The Callan Periodic Table of Investment Returns»

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Real Estate 13.84%	U.S. Fixed Income 8.43%	Gbl ex-U.S. Fixed 22.37%	Emerging Market Equity 55.82%	Real Estate 37.96%	Emerging Market Equity 34.00%	Real Estate 42.12%	Emerging Market Equity 39.38%	U.S. Fixed Income 5.24%	Emerging Market Equity 78.51%	Small Cap Equity 28.85%	U.S. Fixed Income 7.84%	Real Estate 27.73%	Small Cap Equity 38.82%	Real Estate 15.02%	Large Cap Equity 1.38%	Small Cap Equity 21.31%	Emerging Market Equity 37.28%	Cash Equivalent 1.87%	Large Cap Equity 31.49%
U.S. Fixed Income -11.63%	High Yield 6.28%	U.S. Fixed Income 10.26%	Small Cap Equity 47.25%	Emerging Market Equity 25.55%	Real Estate 15.35%	Emerging Market Equity 32.17%	Dev ex-U.S. Equity 12.44%	Gbl ex-U.S. Fixed 4.39%	High Yield 58.21%	Real Estate 19.63%	High Yield 4.98%	Emerging Market Equity 18.23%	Large Cap Equity 32.39%	Large Cap Equity 13.69%	U.S. Fixed Income 0.55%	High Yield 17.13%	Dev ex-U.S. Equity 24.21%	U.S. Fixed Income 0.01%	Small Cap Equity 25.52%
Cash Equivalent 6.18%	Cash Equivalent 4.42%	Real Estate 2.82%	Real Estate 40.69%	Dev ex-U.S. Equity 20.38%	Dev ex-U.S. Equity 14.47%	Dev ex-U.S. Equity 25.71%	Gbl ex-U.S. Fixed 11.03%	Cash Equivalent 2.06%	Real Estate 37.13%	Emerging Market Equity 18.58%	Gbl ex-U.S. Fixed 4.36%	Dev ex-U.S. Equity 16.41%	Dev ex-U.S. Equity 21.02%	U.S. Fixed Income 5.97%	Cash Equivalent 0.05%	Large Cap Equity 11.96%	Large Cap Equity 21.83%	High Yield -2.08%	Dev ex-U.S. Equity 22.49%
Small Cap Equity -3.02%	Small Cap Equity 2.49%	Cash Equivalent 1.78%	Dev ex-U.S. Equity 39.42%	Small Cap Equity 18.33%	Large Cap Equity 4.91%	Small Cap Equity 18.37%	U.S. Fixed Income 6.97%	High Yield -26.16%	Dev ex-U.S. Equity 33.67%	High Yield 15.12%	Large Cap Equity 2.11%	Small Cap Equity 16.35%	High Yield 7.44%	Small Cap Equity 4.89%	Real Estate -0.79%	Emerging Market Equity 11.19%	Small Cap Equity 14.65%	Gbl ex-U.S. Fixed -2.15%	Real Estate 21.91%
Gbl ex-U.S. Fixed -3.91%	Emerging Market Equity -2.61%	High Yield -1.37%	High Yield 26.97%	Gbl ex-U.S. Fixed 12.54%	Small Cap Equity 4.55%	Large Cap Equity 15.79%	Large Cap Equity 5.49%	Small Cap Equity -33.79%	Small Cap Equity 27.17%	Large Cap Equity 15.06%	Cash Equivalent 0.10%	Large Cap Equity 16.00%	Real Estate 3.67%	High Yield 2.45%	Dev ex-U.S. Equity -3.04%	Real Estate 4.08%	Gbl ex-U.S. Fixed 10.51%	Large Cap Equity -4.38%	Emerging Market Equity 18.44%
High Yield -8.88%	Gbl ex-U.S. Fixed -3.75%	Emerging Market Equity -6.16%	Large Cap Equity 28.68%	High Yield 11.13%	Cash Equivalent 3.07%	High Yield 11.85%	Cash Equivalent 5.00%	Large Cap Equity -37.00%	Large Cap Equity 26.47%	Dev ex-U.S. Equity 8.95%	Small Cap Equity -4.18%	High Yield 18.81%	Cash Equivalent 0.07%	Cash Equivalent 0.03%	Small Cap Equity -4.41%	Dev ex-U.S. Equity 2.75%	Real Estate 10.36%	Real Estate -5.63%	High Yield 14.32%
Large Cap Equity -9.11%	Real Estate -3.81%	Dev ex-U.S. Equity -15.80%	Gbl ex-U.S. Fixed 19.36%	Large Cap Equity 10.88%	High Yield 2.74%	Gbl ex-U.S. Fixed 8.16%	High Yield 1.87%	Dev ex-U.S. Equity -43.56%	Gbl ex-U.S. Fixed 7.53%	U.S. Fixed Income 6.54%	Real Estate -6.46%	U.S. Fixed Income 4.21%	U.S. Fixed Income -2.02%	Emerging Market Equity -2.19%	High Yield -4.47%	U.S. Fixed Income 2.65%	High Yield 7.30%	Small Cap Equity -11.01%	U.S. Fixed Income 8.72%
Dev ex-U.S. Equity -13.37%	Large Cap Equity -11.89%	Small Cap Equity -20.48%	U.S. Fixed Income 4.10%	U.S. Fixed Income 4.34%	U.S. Fixed Income 2.43%	Cash Equivalent 4.85%	Small Cap Equity -1.57%	Real Estate -48.21%	U.S. Fixed Income 5.93%	Gbl ex-U.S. Fixed 4.95%	Dev ex-U.S. Equity -12.21%	Gbl ex-U.S. Fixed 4.09%	Emerging Market Equity -2.60%	Gbl ex-U.S. Fixed -3.95%	Gbl ex-U.S. Fixed -5.02%	Gbl ex-U.S. Fixed 1.49%	U.S. Fixed Income 3.54%	Dev ex-U.S. Equity -14.09%	Gbl ex-U.S. Fixed 5.09%
	Dev ex-U.S. Equity -21.40%	Large Cap Equity -22.10%	Cash Equivalent 1.15%	Cash Equivalent 1.33%	Gbl ex-U.S. Fixed -8.65%	U.S. Fixed Income 4.33%	Real Estate -7.39%	Emerging Market Equity -53.33%	Cash Equivalent 0.21%	Cash Equivalent 0.13%	Emerging Market Equity -18.42%	Cash Equivalent 0.11%	Gbl ex-U.S. Fixed -3.08%	Dev ex-U.S. Equity -4.32%	Emerging Market Equity -14.82%	Cash Equivalent 0.33%	Cash Equivalent 0.86%	Emerging Market Equity -14.57%	Cash Equivalent 2.28%

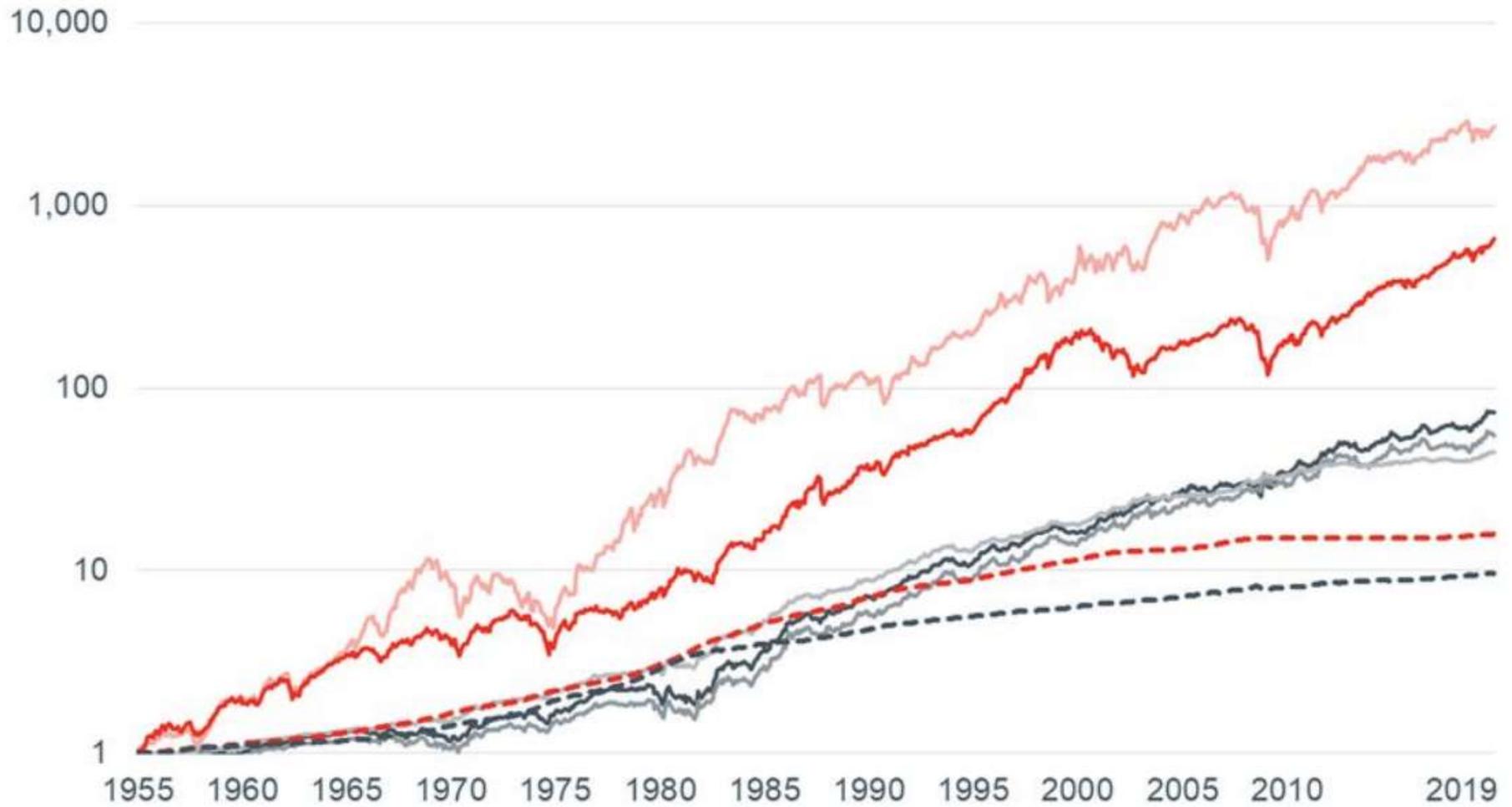
# ESEMPI

## 2. Cosa suggerisce l'analisi di Ibbotson?



# ESEMPI

## 2. Cosa suggerisce l'analisi di Ibbotson?



# ESEMPI

3. Fra le seguenti azioni italiane, quale presenta maggiori rischi secondo il mercato (dati novembre 2013)?

Titolo	Prezzo	Dividendo	Prezzo atteso (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

# ESEMPI

4. Fra le seguenti azioni italiane, qual è l'attesa sulla crescita futura (dati novembre 2013)?

Titolo	Prezzo	Dividendo	k_e
MPS	0.2428	0.0245	5%
Campari	6.445	0.07	7%
ENEL	3.232	0.15	25%
Fondiaria-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	20.36%
Sal. Ferragamo	8.69%
Campari	5.91%
MPS	-5.09%
Fondiaria-SAI	-5.88%

# ESEMPI

## 5. Alcuni multipli (Gennaio 2020, Europa, circa 100 settori - Damodaran, NYU)

