

A6. MERCATI AZIONARI

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

A.A. 2024/25

PROF. ALBERTO DREASSI – ADREASSI@UNITS.IT



ARGOMENTI



- PERCHÈ FINANZIARSI CON AZIONI? PERCHÉ ACQUISTARLE?
- QUALI TIPI DI AZIONI?
- COME VALUTARE LE AZIONI?

SCOPI E CARATTERISTICHE

- **Interesse residuo** nel valore netto di un'impresa: **postergazione**
- 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



SCOPI E CARATTERISTICHE

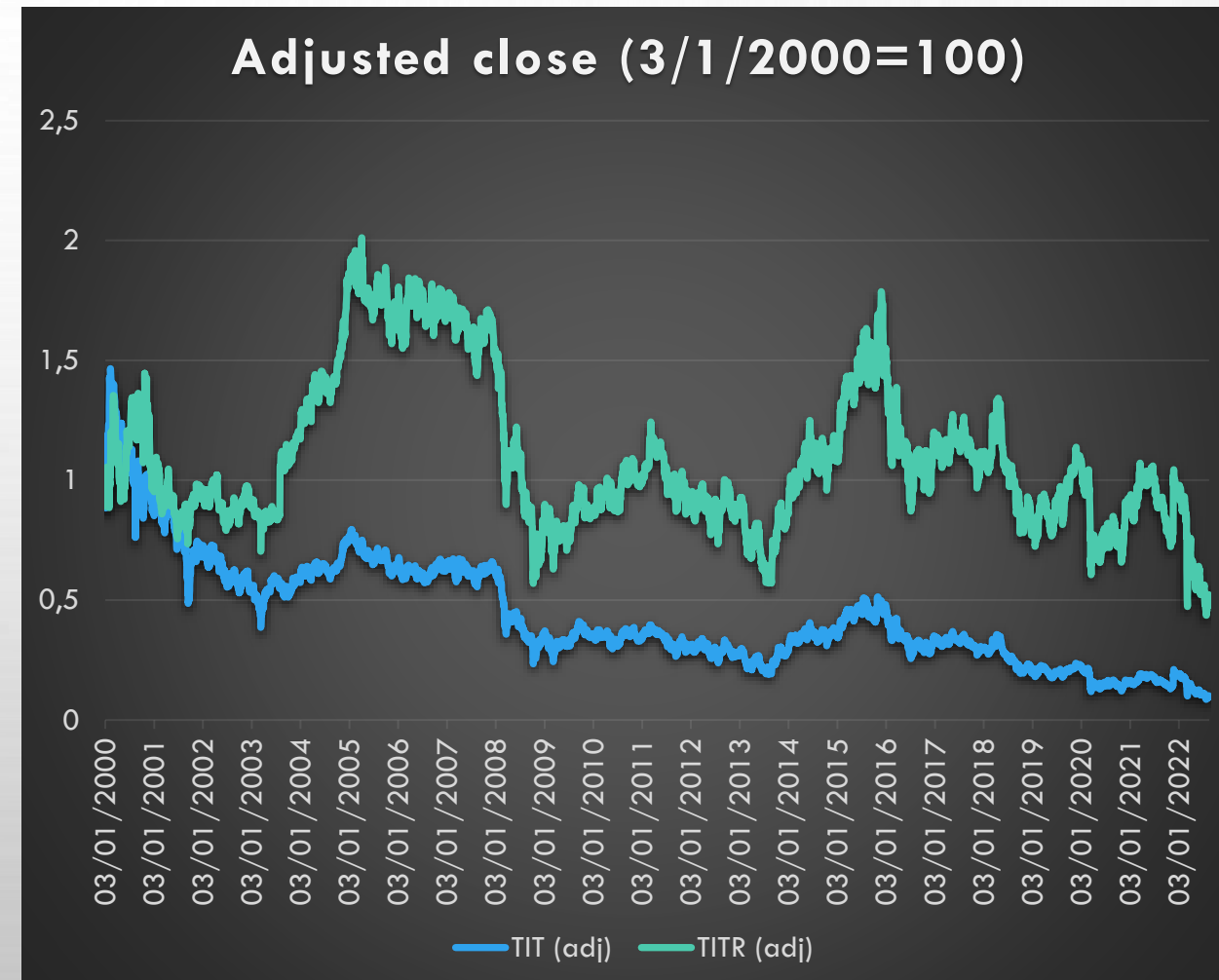
- Principali categorie (ampie differenze da norme nazionali)
 - **Azioni ordinarie** (forma tipica): dividendi, partecipazione ad assemblee (stra)ordinarie, diritto di opzione, rimborso postergato per scioglimento
 - Altre tipologie di azioni (in Italia):
 - **Azioni privilegiate**: precedenza su utili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



ORDINARIE VS RISPARMIO

Esempio di confronto fra azioni (TELECOM – TIT vs TITR)

TITR: no voto, dividendo del 5% di un valore prefissato (0.55€) e maggiorato (del 2% del valore prefissato) rispetto agli azionisti ordinari



SCOPI E CARATTERISTICHE

Classificazione per «stili» azionari (oltre a volumi: *large, mid, small cap*)

- **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



SCOPI E CARATTERISTICHE

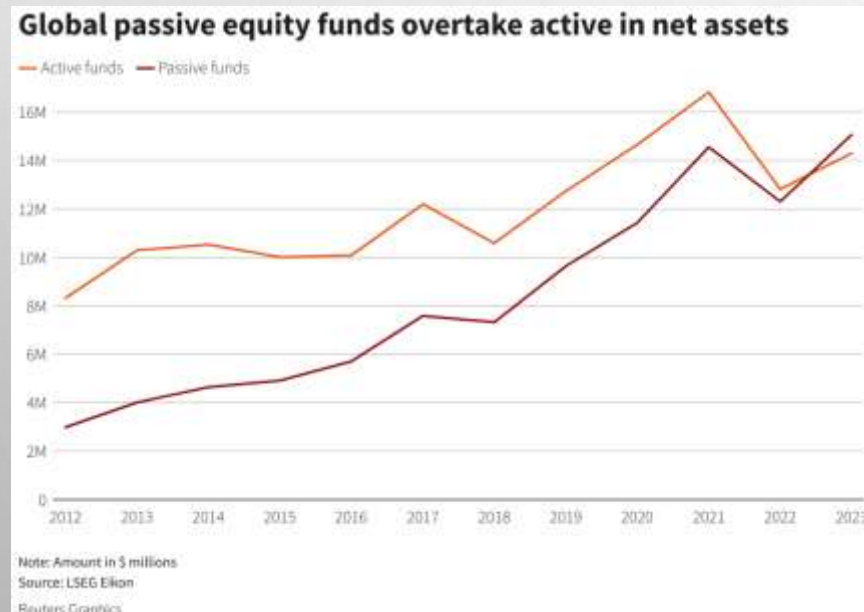


- Aste + negoziazione continua
 - Intermediati da operatori (*broker*) autorizzati
 - Regolamentazione interna ed esterna
 - Organizzati in segmenti (es. *small cap*)
 - Possibilità di *listing* multiplo
 - Spesso imprese private con fine di lucro e azionariato (es. LSE – QIA 10%, ...)
- Negoziazioni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

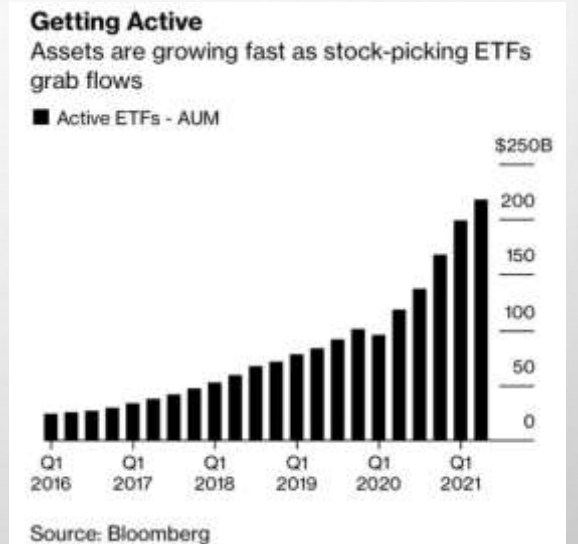
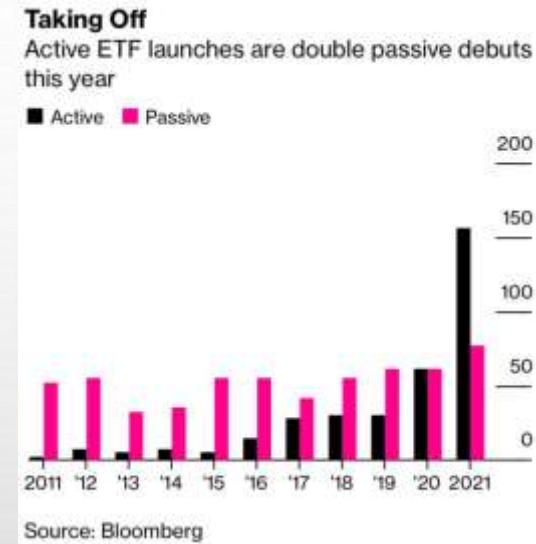
SCOPI E CARATTERISTICHE

Recentemente, ETF/ETC/ETN – ETP:

- **Portafoglio** di strumenti finanziari
- **Quotato e negoziato** come le azioni
- Costi di transazione e commissioni minimi
- Gestione **passiva** e “replica” di un *benchmark*



“Tempi difficili” stimolano la gestione attiva?



ASTE E NEGOZIAZIONE CONTINUA

Asta:

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

Negoziazione 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 e ordini più sofisticati (es. prezzo limitato)

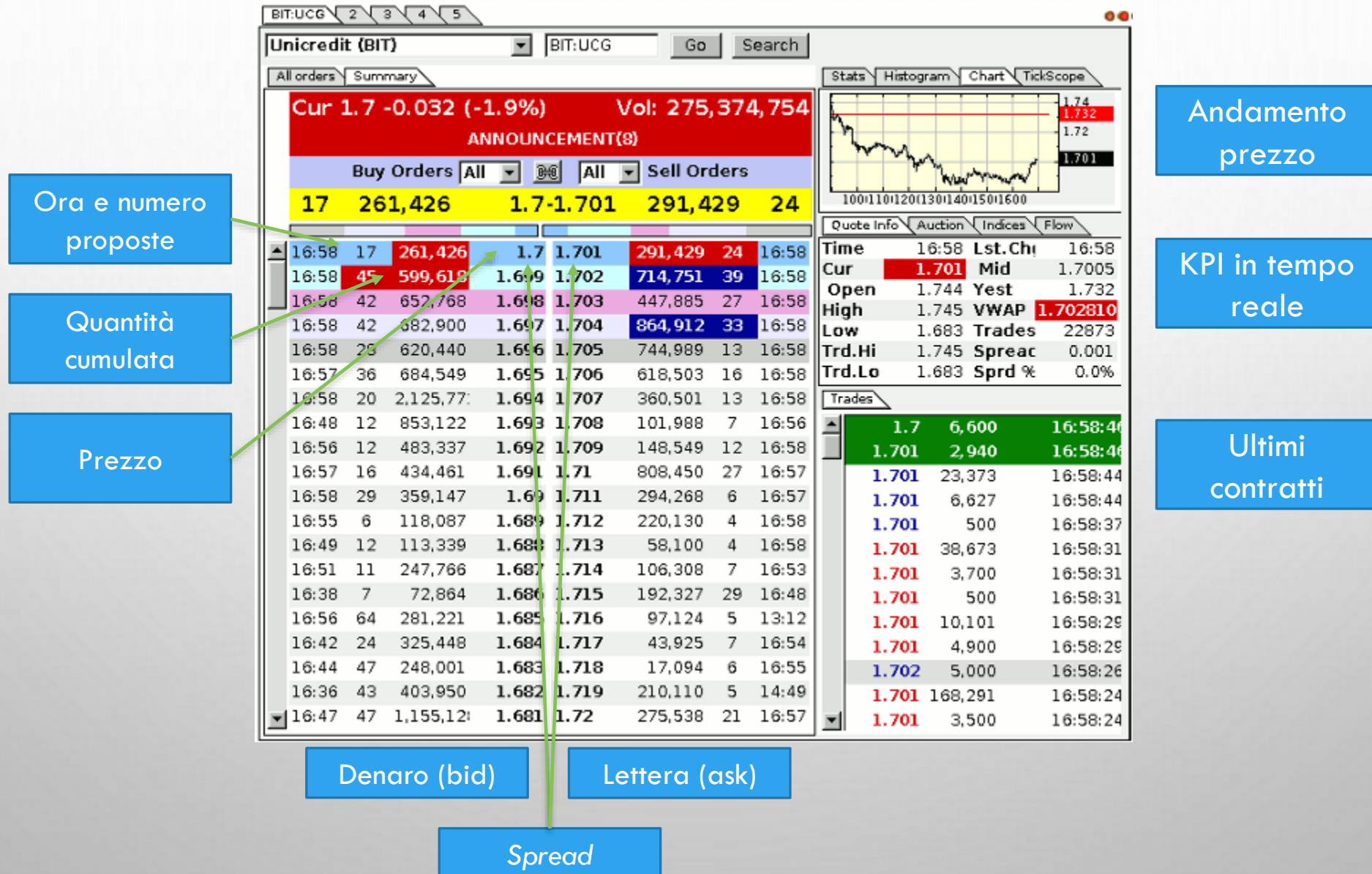
Tuttavia:

- 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



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 di stime del costo del capitale e della crescita (possibili alternative con utili/cashflow)
- costo del capitale superiore alla crescita



VALUTARE LE AZIONI

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

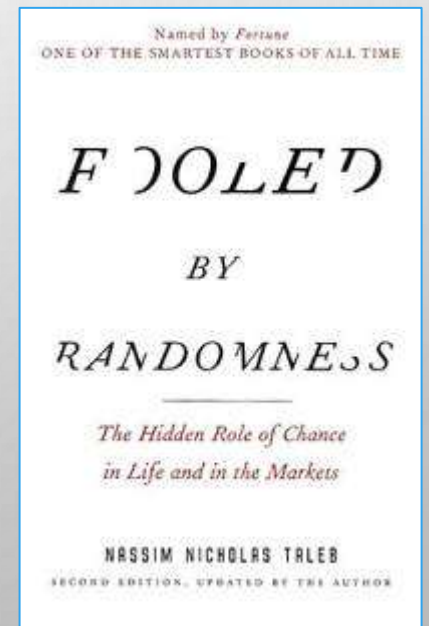
- Approcci semplificati basati su misure di confronto che incorporino le attese: imprese simili dovrebbero mostrare multipli simili nel lungo periodo (settore!)
- **P/E** confronta il prezzo dell'azione con gli utili prodotti dall'impresa: maggiori valori implicano che il mercato si attende una crescita 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)
- ...



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



The Callan Periodic Table of Investment Returns

Annual Returns for Key Indices Ranked in Order of Performance (2004–2023)

ESEMPI

1. PERFORMANCE
VOLATILITÀ

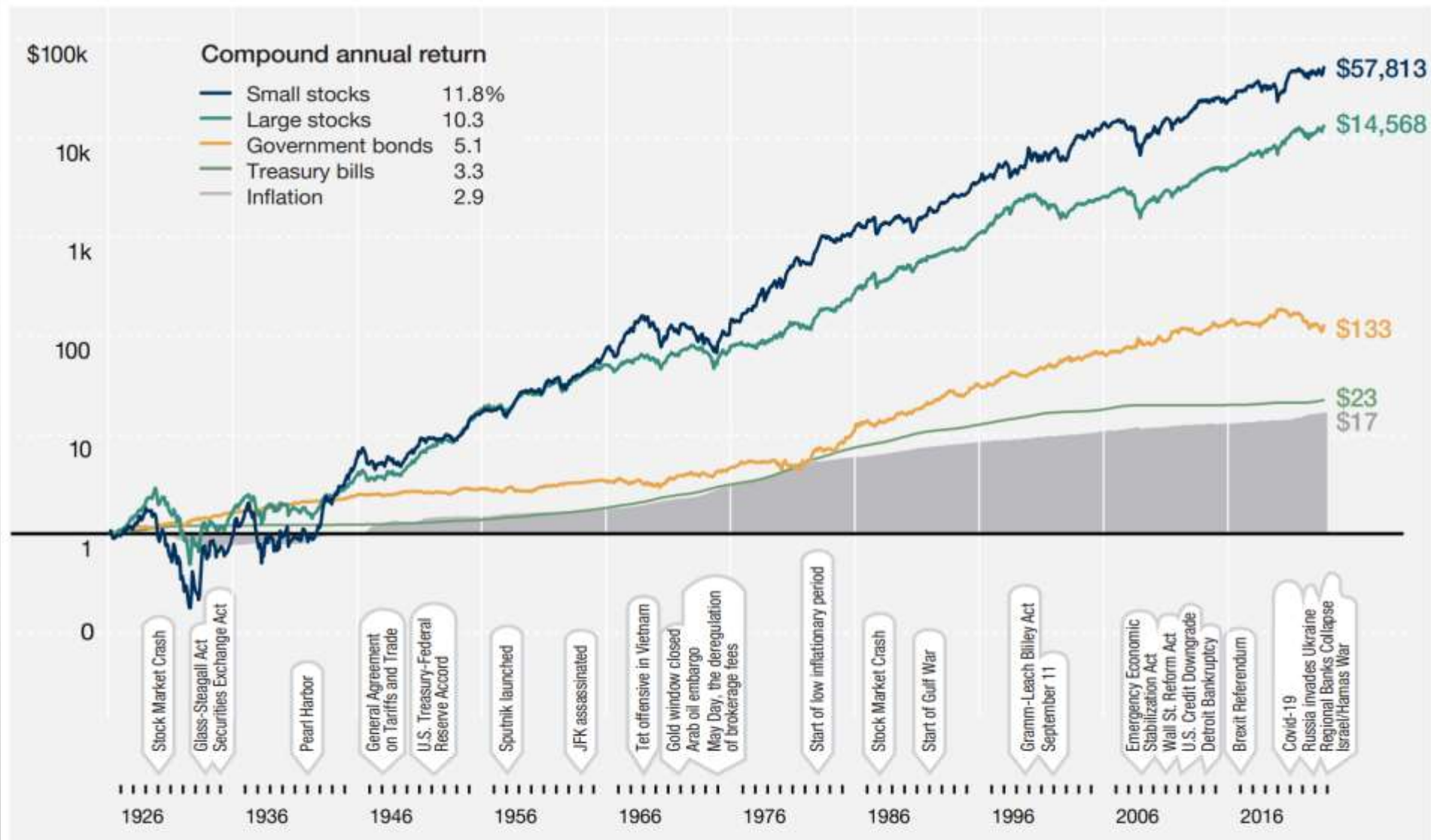
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Real Estate 37.96%	Emerging Market Equity 34.00%	Real Estate 42.12%	Emerging Market Equity 39.38%	U.S. Fixed Income 5.24%	Emerging Market Equity 78.51%	Small Cap Equity 26.85%	U.S. Fixed Income 7.84%	Real 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%	Small Cap Equity 19.96%	Large Cap Equity 28.71%	Cash Equivalent 1.46%	Large Cap Equity 26.29%
Emerging Market Equity 25.55%	Real Estate 15.35%	Emerging Market Equity 32.17%	Developed ex-U.S. Equity 12.44%	Global 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%	Developed ex-U.S. Equity 24.21%	U.S. Fixed Income 0.01%	Small Cap Equity 25.52%	Large Cap Equity 18.40%	Real Estate 26.09%	High Yield -11.19%	Developed ex-U.S. Equity 17.94%
Developed ex-U.S. Equity 20.38%	Developed ex-U.S. Equity 14.47%	Developed ex-U.S. Equity 25.71%	Global ex-U.S. Fixed 11.03%	Cash Equivalent 2.06%	Real Estate 37.13%	Emerging Market Equity 18.88%	Global ex-U.S. Fixed 4.36%	Developed ex-U.S. Equity 16.41%	Developed 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%	Developed ex-U.S. Equity 22.49%	Emerging Market Equity 18.31%	Small Cap Equity 14.82%	U.S. Fixed Income -13.01%	Small Cap Equity 16.93%
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%	Developed 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%	Global ex-U.S. Fixed -2.15%	Real Estate 21.91%	Global ex-U.S. Fixed 10.11%	Developed ex-U.S. Equity 12.62%	Developed ex-U.S. Equity -14.29%	High Yield 13.44%
Global 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%	Developed ex-U.S. Equity -3.04%	Real Estate 4.06%	Global ex-U.S. Fixed 10.51%	Large Cap Equity -4.38%	Emerging Market Equity 16.44%	Developed ex-U.S. Equity 7.59%	High Yield 5.28%	Large Cap Equity -18.11%	Emerging Market Equity 9.83%
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%	Developed ex-U.S. Equity 8.95%	Small Cap Equity -4.18%	High Yield 15.81%	Cash Equivalent 0.07%	Cash Equivalent 0.03%	Small Cap Equity -4.41%	Developed ex-U.S. Equity 2.75%	Real Estate 10.36%	Real Estate -5.63%	High Yield 14.32%	U.S. Fixed Income 7.51%	Cash Equivalent 0.05%	Global ex-U.S. Fixed -18.70%	Real Estate 9.67%
Large Cap Equity 10.88%	High Yield 2.74%	Global ex-U.S. Fixed 8.16%	High Yield 1.87%	Developed ex-U.S. Equity -43.56%	Global 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 7.50%	Small Cap Equity -11.01%	U.S. Fixed Income 8.72%	High Yield 7.11%	U.S. Fixed Income -1.54%	Emerging Market Equity -20.09%	Global ex-U.S. Fixed 5.72%
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%	Global ex-U.S. Fixed 4.95%	Developed ex-U.S. Equity -12.21%	Global ex-U.S. Fixed 4.09%	Emerging Market Equity -2.60%	Global ex-U.S. Fixed -3.09%	Global ex-U.S. Fixed -6.02%	Global ex-U.S. Fixed 1.49%	U.S. Fixed Income 3.54%	Developed ex-U.S. Equity -14.09%	Global ex-U.S. Fixed 5.09%	Cash Equivalent 0.67%	Emerging Market Equity -2.54%	Small Cap Equity -20.44%	U.S. Fixed Income 5.53%
Cash Equivalent 1.33%	Global 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%	Global ex-U.S. Fixed -3.08%	Developed ex-U.S. Equity -4.32%	Emerging Market Equity -14.92%	Cash Equivalent 0.33%	Cash Equivalent 0.86%	Emerging Market Equity -14.57%	Cash Equivalent 2.28%	Real Estate -9.04%	Global ex-U.S. Fixed -7.05%	Real Estate -25.10%	Cash Equivalent 5.01%

The Callan Periodic Table of Investment Returns conveys the strong **case for diversification** across asset classes (stocks vs. bonds), capitalizations (large vs. small), and equity markets (U.S. vs. global ex-U.S.). The Table highlights the uncertainty inherent in all capital markets. Rankings change every year. Also noteworthy is the difference between absolute and relative performance, as returns for the top-performing asset class span a wide range over the past 20 years.

A printable copy of The Callan Periodic Table of Investment Returns is available on our website at callan.com/periodic-table/.

ESEMPI

2. PERFORMANCE E VOLATILITÀ



Past performance is no guarantee of future results.

Past performance is no guarantee of future results. Hypothetical value of \$1 invested at the beginning of 1926. Assumes reinvestment of income and no transaction costs or taxes. This is for illustrative purposes only and not indicative of any investment. An investment cannot be made directly in an index. © Morningstar 2024 and Precision Information, dba Financial Fitness Group 2024. All Rights Reserved.

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

ESEMPI

3. VALUTAZIONE

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

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

ESEMPI

4. VALUTAZIONE

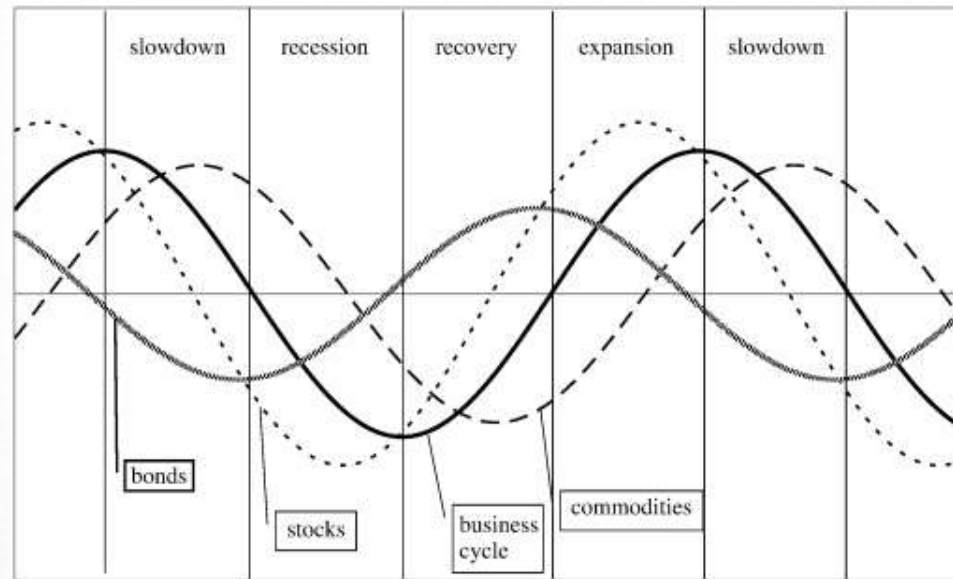
Titolo	Prezzo	Dividendo	k_e
MPS	0.2428	0.0245	5%
Campari	6.445	0.07	7%
ENEL	3.232	0.15	25%
Fondiarìa-SAI	1.916	0.40	15%
Sal. Ferragamo	25.19	0.33	10%

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

Titolo	G
ENEL	20.36%
Sal. Ferragamo	8.69%
Campari	5.91%
MPS	-5.09%
Fondiarìa-SAI	-5.88%

ESEMPI

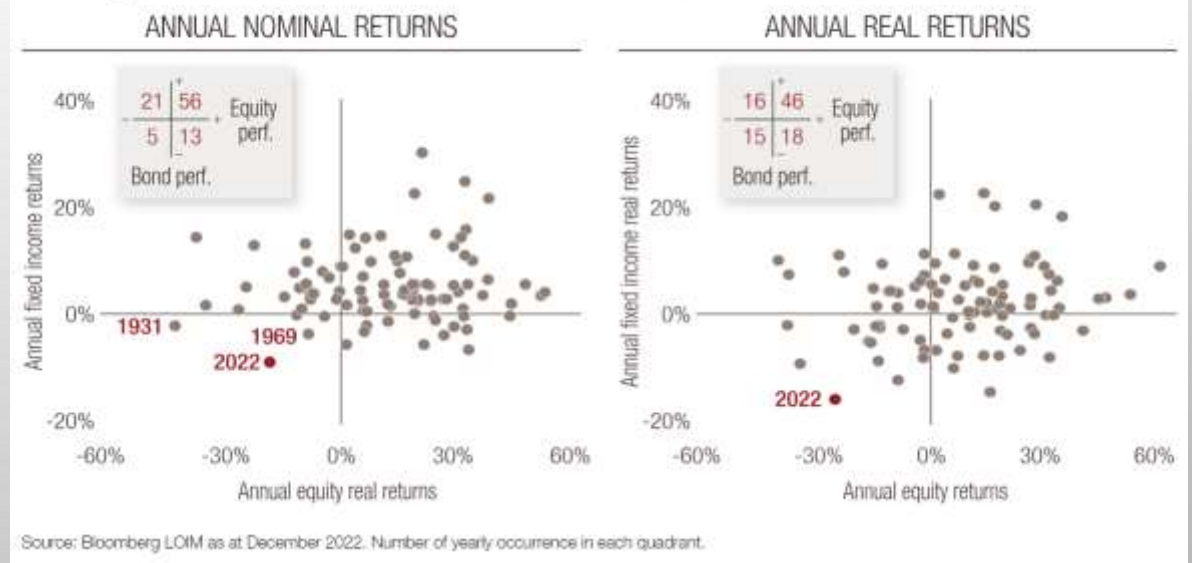
5. PASSATO E FUTURO



The Past 45 Years: Rolling 24-Month Correlation Between Stocks and Bonds



FIG 1. Equities and bonds: annual nominal and real returns, 1928-2022



Source: Bloomberg LOIM as at December 2022. Number of yearly occurrence in each quadrant.

ESEMPI

