

Lezione Cinque

Il mercato azionario e la
sua valutazione

I titoli azionari

Un'azione ordinaria è un titolo rappresentativo della partecipazione al capitale di una società.

Gli azionisti hanno diritto a una percentuale dei profitti realizzati dalla società proporzionale alla quota di partecipazione al capitale posseduta. Inoltre, in caso di fallimento, essi hanno il diritto di partecipare alla ripartizione delle somme che residuano dalla liquidazione delle attività dell'impresa dopo che tutti gli altri finanziatori (creditori in particolare) sono stati rimborsati (**diritti patrimoniali/economici**).

Oltre a questi diritti patrimoniali, le azioni ordinarie attribuiscono anche **diritti amministrativi**, il più importante dei quali è il diritto di voto per l'adozione delle delibere assembleari (nomina degli amministratori, modifiche statutarie, approvazione del bilancio ecc.).

Le diverse tipologie di azioni

Accanto alle **azioni ordinarie** una società può emettere altre tipologie di azioni che si differenziano le une dalle altre in ragione degli specifici diritti amministrativi e patrimoniali che incorporano.

In Italia, a seguito della riforma del diritto societario del 2003, le possibilità offerte in tal senso alle società sono enormemente aumentate. Oggi, per esempio, è possibile emettere azioni con diritto di voto limitato a specifici argomenti, come l'approvazione del bilancio, o azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di determinate condizioni (azioni a voto condizionato). Inoltre, possono essere emesse azioni che attribuiscono un privilegio patrimoniale rispetto alle azioni ordinarie.

Il mercato azionario

Il mercato azionario è il luogo (non necessariamente fisico) dove sono negoziati i titoli azionari. Generalmente si usa distinguere il mercato in primario e secondario. Sul mercato primario sono collocate le azioni di nuova emissione, mentre sul mercato secondario sono negoziati i titoli già in circolazione.

Solo sul mercato primario le imprese emittenti raccolgono nuove risorse finanziarie; quando si verifica una transazione sul mercato secondario lo scambio di risorse finanziarie avviene tra due investitori, senza alcun coinvolgimento dell'emittente originario.

Il mercato azionario italiano

In Italia, il mercato di borsa è un mercato regolamentato secondo le norme comunitarie e nazionali e fa capo a Borsa Italiana SpA, cioè ad una società di gestione che ha la funzione di definire le regole di funzionamento del mercato e di organizzarne e gestirne l'attività. Borsa Italiana SpA, come società di gestione, è un soggetto privato, facente capo ad azionisti privati. L'organizzazione e la gestione del mercato azionario sono quindi riconducibili ad un criterio di mercato e ad un approccio imprenditoriale.

Il mercato di borsa italiano

Il mercato azionario di Borsa Italiana si articola in diversi mercati specifici:

- il Mercato Telematico Azionario (MTA) è di gran lunga quello più importante. A inizio 2007 erano quotate 296 società, per una capitalizzazione complessiva di circa 130 miliardi di euro. Al suo interno, MTA si articola poi in tre segmenti:
 - Blue Chip, titoli ad alta capitalizzazione
 - STAR, segmento mid size per titoli ad elevati requisiti
 - Standard, residuale.
- il Mercato Expandi per i titoli delle PMI
- il Mercato Trading After Hours (TAH), circuito di negoziazione al di fuori degli orari di apertura del mercato.

I segmenti del MTA



Le contrattazioni sul MTA

- Sul mercato MTA, le negoziazioni avvengono attraverso un circuito telematico, denominato “Sistema telematico delle Borse Valori italiane”, a cui possono accedere solo gli intermediari autorizzati. Le negoziazioni avvengono prevalentemente per conto terzi, e quindi attraverso intermediari che agiscano come *broker*.
- Per quanto riguarda il sistema di contrattazione e la formazione del prezzo, si utilizza un sistema “misto”, in cui cioè opera sia il meccanismo dell’**asta a chiamata**, sia il criterio dell’**asta continua**. I due meccanismi, peraltro, non operano simultaneamente e nell’ambito della giornata un ruolo più significativo è senz’altro ricoperto dalle contrattazioni di tipo continuo.
- Significativo è anche il ruolo dello **specialista** per i titoli sottili.

Gli indici azionari

- Un indice di mercato è il valore composto di un gruppo di titoli negoziati in un mercato secondario. Le fluttuazioni di un indice di mercato offrono agli investitori informazioni utili sull'andamento di un ampio range di titoli. L'indice azionario più antico e famoso a livello internazionale è il Dow Jones Industrial Average (DJIA). Questo indice è basato sulle prestazioni delle azioni di 30 grandi società industriali quotate sul NYSE. I principali indici calcolati sul mercato azionario italiano sono il MIBTEL e lo S&P/MIB. Il MIBTEL riflette l'andamento di tutte le azioni nazionali quotate in Borsa ed è diffuso con intervalli temporali di un minuto.
- Sul sito di Borsa Italiana SpA – www.borsaitaliana.it – è possibile reperire informazioni di dettaglio sulla composizione e le modalità di calcolo di tutti gli indici rilevati sul mercato italiano.

La valutazione: principio di fondo

- Il valore di un investimento si ottiene calcolando il valore attuale di tutti i flussi di cassa che l'investimento genererà nella sua vita
- I flussi di cassa tipici per un titolo azionario sono
 - Il prezzo di acquisto
 - i dividendi, ovvero gli utili che annualmente la società decide di distribuire agli azionisti
 - il prezzo di vendita

Modello uniperiodale di calcolo del rendimento

Dove

- P_0 = prezzo corrente delle azioni
- Div_1 = dividendo corrisposto alla fine del primo anno
- k_e = **rendimento richiesto sugli investimenti in capitale di rischio**
- P_1 = prezzo di vendita presunto delle azioni alla fine del primo periodo

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1 + k_e)} + \frac{P_1}{(1 + k_e)}$$

Modello uniperiodale: esempio

- Si consideri il caso dell'azione Terna per la quale ci si attende la distribuzione di dividendi pari a **0,16** ed un prezzo di **60** euro tra un anno. Richiedendo il mercato in media un rendimento annuale del 12% per azioni di questo tipo, il prezzo di equilibrio che l'azione dovrebbe avere oggi e' pari a

$$P_0 = \frac{0,16}{1+0,12} + \frac{€60}{1+0,12} = €0,14 + €53,57 = €53,71$$

- Se il prezzo di mercato odierno fosse pari a **50** euro che segnale (acquisto/vendita) si otterrebbe? E se fosse **58** euro?
 - Aspettative
 - Valutazione del rischio associato all'investimento

Misura di volatilità dei rendimenti: lo scarto quadratico medio

- Passaggio da un approccio di tipo deterministico a uno di tipo probabilistico (stati del mondo)

- Rendimento medio atteso:

$$\bar{r} = \sum_{i=1}^n r_i \times \rho_i$$

- Deviazione standard stimata del rendimento:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2 \times \rho_i}$$

Lo scarto quadratico medio - applicazione

Titolo A		Titolo B		Titolo C	
p(i)	r(i)	p(i)	r(i)	p(i)	r(i)
30%	14%	30%	20%	10%	14%
40%	12%	40%	12%	80%	12%
30%	10%	30%	4%	10%	10%
r medio	12%		12%		12%

Lo scarto quadratico medio: applicazione ai rendimenti ex post

- Spesso nella pratica le previsioni circa i rendimenti attesi sono di difficile formulazione; al fine del calcolo del rischio dello strumento si sostituiscono ai rendimenti attesi la serie storica di rendimenti passati afferenti allo stesso strumento

- Rendimento medio storico: $\bar{r} = \sum_{i=1}^n \frac{r_i}{n}$

- Deviazione standard stimata del rendimento:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(r_i - \bar{r})^2}{n}}$$

Lo scarto quadratico medio: applicazione ai rendimenti ex post

Per il calcolo della deviazione standard (o scarto quadratico medio) si procede nel modo seguente:

- Dai prezzi delle singole azioni, si estrapolano i rendimenti (le variaz. % dei prezzi)
- Si procede alla stima del rendimento medio e degli scarti dei singoli rendimenti dal dato medio
- Si procede al calcolo della media degli scarti al quadrato
- La radice quadrata del valore sopra restituisce la **deviazione standard dei rendimenti**, cioè il **rischio dell'azione**



L'intero processo può essere svolto utilizzando la formula di excel: **dev.st.pop**

Data	Fiat	Ras	Mediobanca	Telecom	Fiat	Ras	Mediobanca	Telecom
	Prezzi				Variaz. % dei prezzi			
01/01/1991	31191	14085	9970	1606				
01/01/1992	27433	16697	10450	1888	-12,05%	18,54%	4,81%	17,56%
01/01/1993	23302	16541	9963	1630	-15,06%	-0,93%	-4,66%	-13,67%
01/01/1994	39736	23141	12614	4024	70,53%	39,90%	26,61%	146,87%
01/01/1995	54364	14902	11294	4341	36,81%	-35,60%	-10,46%	7,88%
01/01/1996	46636	16322	9396	4093	-14,22%	9,53%	-16,81%	-5,71%
01/01/1997	41455	14234	7124	6338	-11,11%	-12,79%	-24,18%	54,85%
01/01/1998	51480	17212	11974	11229	24,18%	20,92%	68,08%	77,17%
01/01/1999	56460	23915	22968	14051	9,67%	38,94%	91,82%	25,13%
01/01/2000	58262	19787	19822	27207	3,19%	-17,26%	-13,70%	93,63%
dev standard					27,44%	24,25%	38,50%	49,90%