

Economia del mercato mobiliare e
finanziamenti di aziende

Azioni e analisi fondamentale

Prof. Mario Comana - Università degli Studi di Bergamo

I titoli azionari

Gli strumenti di capitale: le azioni

- ***Definizione***

- valori mobiliari che rappresentano le quote di partecipazione dei soci al capitale della società emittente (art. 2325 c.c.). Offrono al possessore **diritti amministrativi** (partecipazione e intervento alle assemblee, esercizio del voto) e **patrimoniali** (diritto al dividendo in caso di distribuzione dell'utile, al riparto di liquidazione, di opzione e di recesso)

- ***Caratteristiche***

Le azioni sono titoli:

- *nominativi (eccetto azioni di risparmio)*
- *rappresentativi dell'identica frazione di capitale*
- *indivisibili*
- *trasferibili*

La classificazione (attuale) delle azioni*

Azioni ordinarie: sono la forma più tipica di azioni; conferiscono i diritti amministrativi e patrimoniali precedentemente esaminati.

Azioni privilegiate: offrono al possessore una maggiore partecipazione all'utile rispetto alle azioni ordinarie (non è disciplinata la misura di tale privilegio) e una preferenza nel rimborso di capitale nel caso di liquidazione della società. Di contro, limitano i diritti amministrativi alle sole assemblee straordinarie.

Azioni di risparmio: offrono vantaggi economici nella distribuzione degli utili e del rimborso del capitale, ma non prevedono l'esercizio dei diritti amministrativi; conservano, tuttavia, il diritto di impugnativa delle delibere. Possono essere emesse al portatore.

PRIMA DEL TUF: Alle azioni di risparmio era assicurato un dividendo minimo pari al 5% del valore nominale (e superiore di un importo pari al 2% del valore nominale di quello delle azioni ordinarie), con possibilità di recupero nei due anni successivi in caso di mancata assegnazione.

OGGI: TUF (art. 145) "L'atto costitutivo determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini del suo esercizio"

- *La somma delle azioni a voto limitato non deve essere > del 50% del capitale sociale*

** Ante entrata in vigore della Riforma del diritto societario (01/01/2004)*

Le azioni nella riforma del diritto societario

➤ **LIBERTA' (STATUTARIA) DI CREARE ULTERIORI CATEGORIE DI AZIONI**

Art. 2348 (Categorie di azioni) Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti.

Si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, *categorie di azioni fornite di diritti diversi* anche per quanto concerne la incidenza delle perdite.

Art. 2351 (Diritto di voto) Ogni azione attribuisce il diritto di voto.

Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di *azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni* non meramente potestative.

Il valore di tali azioni *non può complessivamente superare la metà del capitale sociale*.

Art. 2354 (Titoli azionari) *I titoli possono essere nominativi o al portatore*, a scelta del socio, se lo statuto e le leggi speciali non stabiliscano diversamente.

Altre categorie di azioni

Azioni di godimento:

(art. 2353 c.c.) possono essere attribuite ai possessori delle azioni rimborsate. Non offrono diritto di voto. Concorrono, in via postergata rispetto alle altre azioni, alla ripartizione dell'utile (dopo il pagamento di un dividendo pari all'interesse legale) e al rimborso del capitale (dopo il pagamento del valore nominale)

Azioni a favore dei dipendenti:

(art. 2349 c.c.) azioni assegnate ai prestatori di lavoro che:

- non possono essere emesse in misura superiore dell'utile conseguito dalla società;
- prevedono il pari aumento del capitale sociale.

Azioni quotate: il Testo TUF (D.lgs. 58/98) stabilisce una normativa ad hoc per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani o dell'Unione Europea.

Obblighi di comunicazione: (alla società partecipata e alla Consob)

- partecipazioni in misura $>$ del 2% (5%, 7,5%, 10% e successivi multipli di 5%)
- patti fra soci circa l'esercizio del diritto di voto (entro 5 gg dalla stipula con pubblicazione entro 10 gg)

Tutela azionisti di minoranza

Soglie per: convocazione assemblea su richiesta minoranza = 10%; denuncia al Collegio Sindacale = 2%; per azione sociale di responsabilità = 5%

I diritti di opzione

Definizione:

In occasione di aumenti di capitale (fatte salve le eccezioni previste dall'art. 2441 c.c*), le azioni e le obbligazioni convertibili di nuova emissione devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione delle rispettive partecipazioni al capitale. Così facendo, ogni azionista può mantenere immutata la propria quota di partecipazione.

* autorizzazione dell'assemblea straordinaria, offerta ai dipendenti, emissione a servizio di un prestito obbligazionario convertibile

Esempio: La società Gamma ha deciso di effettuare un aumento di capitale di 10 milioni di euro mediante l'emissione di azioni ordinarie concedendo agli azionisti il diritto di opzione in ragione di un diritto per ogni azione posseduta (rapporto di conversione = 1:1).

Il capitale sociale prima dell'aumento è costituito da nr. 3 milioni di azioni e il prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni è fissato in 10 euro.

- 1. Quante nuove azioni dovrà emettere la società per raccogliere le risorse finanziarie volute?*
- 2. Quanti diritti dovranno essere utilizzati per acquistare un'azione di nuova emissione?*
- 3. Se il prezzo di mercato delle azioni prima dell'aumento è pari a 15 euro, quale sarà l'effetto dell'opzione sui prezzi azionari? e quale il prezzo teorico del diritto d'opzione?*

I diritti di opzione: soluzione esercizio

1. Numero di nuove azioni = Entità dell'aumento di capitale sociale / Prezzo di sottoscrizione = $10.000.000 / 10 = 1.000.000$

2. Numero di diritti necessari = Numero di azioni esistenti / Numero di nuove azioni = $3.000.000 / 1.000.000 = 3$

Per ricevere una nuova azione l'azionista dovrà consegnare 3 diritti di opzione e versare nelle casse della società 10 euro

3. Per determinare *l'effetto sul prezzo azionario*, si ipotizzi che un azionista possieda solo 3 azioni e che decida di esercitare l'opzione.

Il valore complessivo delle azioni possedute è pari a 45 euro (nr. azioni x prezzo di mercato = $3 * 15 = 45$). Decidendo di esercitare l'opzione, l'azionista, dietro il rilascio di 3 diritti, riceve un'azione che vale 10 euro; pertanto, il valore della sua nuova posizione è pari a 55 euro (= valore della vecchia posizione + valore della nuova azione = $45 + 10 = 55$). Per determinare il nuovo valore di mercato delle azioni, si divide il valore della nuova posizione per il numero di azioni detenute dopo l'aumento di capitale sociale:

Nuovo valore di mercato delle azioni = Valore della nuova posizione / Numero di azioni detenute = $55 / 4 = 13,75$

Il valore teorico del diritto di opzione è così pari a Lire 1,25 (= $15 - 13,75$).

Se un investitore desiderasse sottoscrivere un'azione di nuova emissione, dovrebbe ritirare 3 diritti e, poi, acquistare l'azione. L'esborso complessivo sarebbe così pari a Lire 13,75, ovvero uguale al nuovo valore di mercato dell'azione:

Acquisto di una nuova azione = $(3 * 1,25) + 10 = 3,75 + 10 = 13,75$

Warrants

Definizione:

strumento finanziario costituito da una cedola che *dà diritto al portatore di sottoscrivere azioni di compendio a un prezzo stabilito entro un determinato periodo di tempo*. Vengono in genere emessi dalle società che prevedono di dover *aumentare il capitale a una data futura* oppure vogliono reperire nuove risorse finanziarie, utilizzando *azioni proprie già in portafoglio*.

Esempio:

una società che intende aumentare il capitale può decidere di vendere un certo numero di warrant per assicurarsi che le azioni di nuova emissione vengano sottoscritte, almeno in parte, tramite l'esercizio dei warrant. Quando si acquista un warrant, si versa una certa somma di denaro per acquisire il diritto di acquistare un numero definito di azioni (a un prezzo prefissato) quando saranno effettivamente emesse. Questa strategia è perciò conveniente solo quando si ritiene che il prezzo dell'azione aumenterà di valore.

La parità teorica è data dalla differenza tra il corso azionario e il prezzo di esercizio del warrant.

Nel calcolo del valore teorico si tiene conto anche dei dividendi futuri, che si ipotizzano uguali a quelli dell'ultimo stacco. Lo sconto/premio indica la differenza percentuale (favorevole o sfavorevole per l'investitore) tra il prezzo di mercato del warrant e il suo valore teorico. Nella maggior parte dei casi il warrant viene quotato autonomamente.

Warrants: un esempio

Warrant ABC 2003

Rapporto di esercizio (n. azioni di compendio per ogni warrant): 1/10

Prezzo di esercizio (*strike price*, prezzo di esercizio di un'azione ABC): € 15,0

Periodo di esercizio: (periodo entro cui acquistare l'azione ABC ogni 10 warrant): 31/12/2003

Prezzo corrente azione ABC: € 21,2

$$\text{Prezzo teorico warrant: } W = \frac{\text{€ } 21,20 - \text{€ } 15,00}{10} = \text{€ } 0,62$$

Se l'azione cresce dell'1% , il valore teorico del warrant cresce più che proporzionalmente in virtù dell'*effetto leva*. Infatti:

$$\text{Prezzo teorico warrant: } W_1 = \frac{\text{€ } 21,41 - \text{€ } 15,00}{10} = \text{€ } 0,64$$

$$\text{Delta dello warrant} = (0,64/0,62) - 1 = 3,2\%$$

Il prezzo teorico non coincide necessariamente con la quotazione di borsa, ma si discosta di poco.

Le principali differenze tra warrant e diritti di opzione

Profilo temporale:

Il warrant ha un periodo di esercizio più lungo del diritto di opzione (30 gg). Se il warrant non viene esercitato perde valore e viene estinto, mentre al possessore del diritto di opzione è concessa una prova di appello in base a modalità differenti (titolo quotato o no).

Profilo finanziario

Il prezzo di esercizio del warrant è spesso maggiore della quotazione della azione di compendio alla data di emissione del warrant stesso, mentre il prezzo di esercizio del diritto di opzione è sempre inferiore alla quotazione.

Le imprese che ricorrono al warrant soddisfano una esigenza finanziaria differita nel tempo, mentre il diritto di opzione concede solo la possibilità di risolvere una esigenza finanziaria immediata.

L'analisi fondamentale

A che servono analisi tecnica e analisi fondamentale?

Mercato perfetto

Informazioni perfettamente incorporate nei prezzi

Impossibile "battere" il mercato

Gestione passiva
(buy and hold)

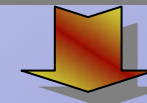
↪ minimizza costi di gestione
↪ minimizza costi transazioni

Mercato imperfetto

Inform. non perfettamente incorporate nei prezzi

Possibile "battere" il mercato

Gestione attiva
migliora al crescere di:
↪ informazioni disponibili
↪ capacità previsionale



Strumenti di analisi delle informazioni finanziarie:
Analisi tecnica
Analisi fondamentale

Analisi fondamentale vs. analisi tecnica

	Analisi fondamentale	Analisi tecnica
Ipotesi sottostanti	<ul style="list-style-type: none">➤ I prezzi dei titoli sono determinati dalle variabili economiche aziendali e da quelle macroeconomiche	<ul style="list-style-type: none">➤ Il mercato ha un andamento ciclico che tende a ripetersi nel tempo.
Aspetti analizzati	<ul style="list-style-type: none">➤ Bilanci aziendali e ogni altro dato rilevante➤ Dati macroeconomici e settoriali➤ Comportamenti <i>competitors</i>	<ul style="list-style-type: none">➤ Andamento dei prezzi e dei volumi delle contrattazioni passate
Orizzonte temporale	<ul style="list-style-type: none">➤ medio-lungo periodo	<ul style="list-style-type: none">➤ qualunque (preferibilmente medio-breve periodo)



Metodi complementari



Analisi fondamentale: *asset allocation* (scelta titoli migliori)
Analisi tecnica: *timing* (scelta momento adatto)

L'analisi fondamentale

Approcci ai modelli di valutazione dei titoli:

☆ **Valutazione assoluta** (*absolute valuation*): stima del valore intrinseco di un titolo

↪ *Discounted Cash Flow Models* (basati sull'attualizzazione dei futuri flussi di cassa)

🕒 **Valutazione relativa** (*relative valuation*): stima eseguita sulla base di benchmark (metodi dei cosiddetti “multipli”)

↪ *Price/Earnings (P/E)*

↪ *Price/Book Value (P/BV)*

↪ *Price/Cash Flow (P/CF)*

↪ *Price/Sales (P/S)*

↪ *Enterprise Value/Earnings Before Interests and Taxes (EV/EBIT)*

↪ *Enterprise Value/Operating Free Cash Flow (EV/OF CF)*

Discounted Cash Flow (DCF) Valuation

➤ Approccio basato sul principio del valore attuale

↪ ogni attività finanziaria ha un valore corrispondente al valore attuale dei futuri flussi di cassa

$$V_0 = \sum_{t=1}^n CF_t / (1+r)^t$$

↪ V_0 = valore attuale dei flussi di cassa

↪ n = durata della vita dell'attività

↪ CF_t = *cash flow* al tempo t

↪ r = tasso di attualizzazione in funzione della rischiosità dei CF futuri

🕒 Modelli del dividendo o *Dividend Discount Models (DDM)*

I modelli del dividendo o *Dividend Discount Models (DDM)*

- **Ipotesi di fondo:** il valore di una azione è uguale al valore attuale del flusso degli utili futuri distribuiti sotto forma di dividendi

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} E(d_t) / (1+K)^t$$

↳ $E(d_t)$ = valore atteso dei dividendi nei t periodi futuri

↳ K = rendimento atteso di equilibrio determinato utilizzando uno dei modelli di equilibrio dei mercati finanziari (CAPM, APT ecc.)

- ? **Obiezione:** il rendimento dell'investitore non dipende solo dal dividendo ma anche dall'eventuale *capital gain*

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E(d_t)}{(1+K)^t} + \frac{E(p_n)}{(1+K)^n}$$

dove

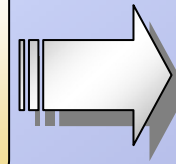
$$E(p_n) = \sum_{m=n+1}^{\infty} \frac{E(d_m)}{(1+K)^{m-n}}$$

I modelli del dividendo o *Dividend Discount Models (DDM)*

- **La formula del DDM nella pratica è inapplicabile**
(presuppone la conoscenza di tutti i futuri dividendi)

↳ Modello semplificato: attualizzazione dei dividendi in crescita costante

$$V_0 = \frac{d_0(1+g)}{1+K} + \frac{d_0(1+g)^2}{(1+K)^2} + \frac{d_0(1+g)^n}{(1+K)^n}$$



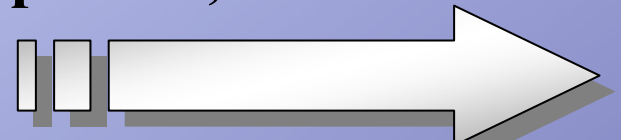
$$V_0 = \frac{E(d_1)}{K-g}$$

↳ $E(d_1)$ = valore atteso del dividendo a 12 mesi

↳ K = tasso di rendimento di equilibrio in funzione del rischio

↳ g = tasso di crescita costante del dividendo nel tempo

- **Semplice, e per questo diffusa nella pratica, tale formula sconta alcune forti semplificazioni**



Ipotesi dei modelli del dividendo

- I dividendi crescono al tasso costante g
 - ↳ La redditività dell'impresa (ROE), il tasso di distribuzione dei dividendi $(1-b)$ e il tasso di reinvestimento (b) sono costanti nel tempo
- Il flusso dei dividendi è perpetuo: $n = \infty$
- Il tasso di rendimento di equilibrio K è maggiore del tasso di crescita g
- Il rischio d'impresa non muta e quindi non muta il tasso K

I multipli

- **Assunto di base:** il prezzo di un titolo acquista importanza non nel suo valore assoluto, ma in relazioni a specifiche e fondamentali variabili economiche della società: utili, *cash flow*, *book value*, fatturato ecc.
- Il **rapporto tra il prezzo del titolo e tali variabili** prende il nome di **multiplo** e esprime quante lire l'investitore è disposto a pagare per ogni lira di utile, *cash flow* ecc.
- **Due approcci:**
 - ↳ **Approccio fondamentale:** multipli basati sulle stime dei fondamentali dell'impresa
 - ↳ Valutazione dei multipli sulla base dei multipli dei titoli **comparables** (concorrenti appartenenti allo stesso settore e caratterizzati da simili fondamentali)

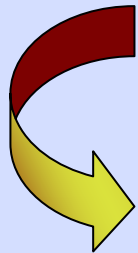
Prezzo/Utile (approccio fondamentale)

- Il P/E dipende dalle stesse variabili analizzate nei modelli di Discounted Cash Flow:

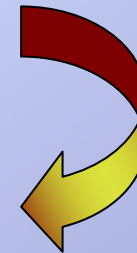
$$V_0 = \frac{E(d_1)}{(K-g)}$$

dove

$$E(d_1) = (1-b)U_1$$



$$\frac{V_0}{U_1} = \frac{1-b}{(K-g)} = P/E$$

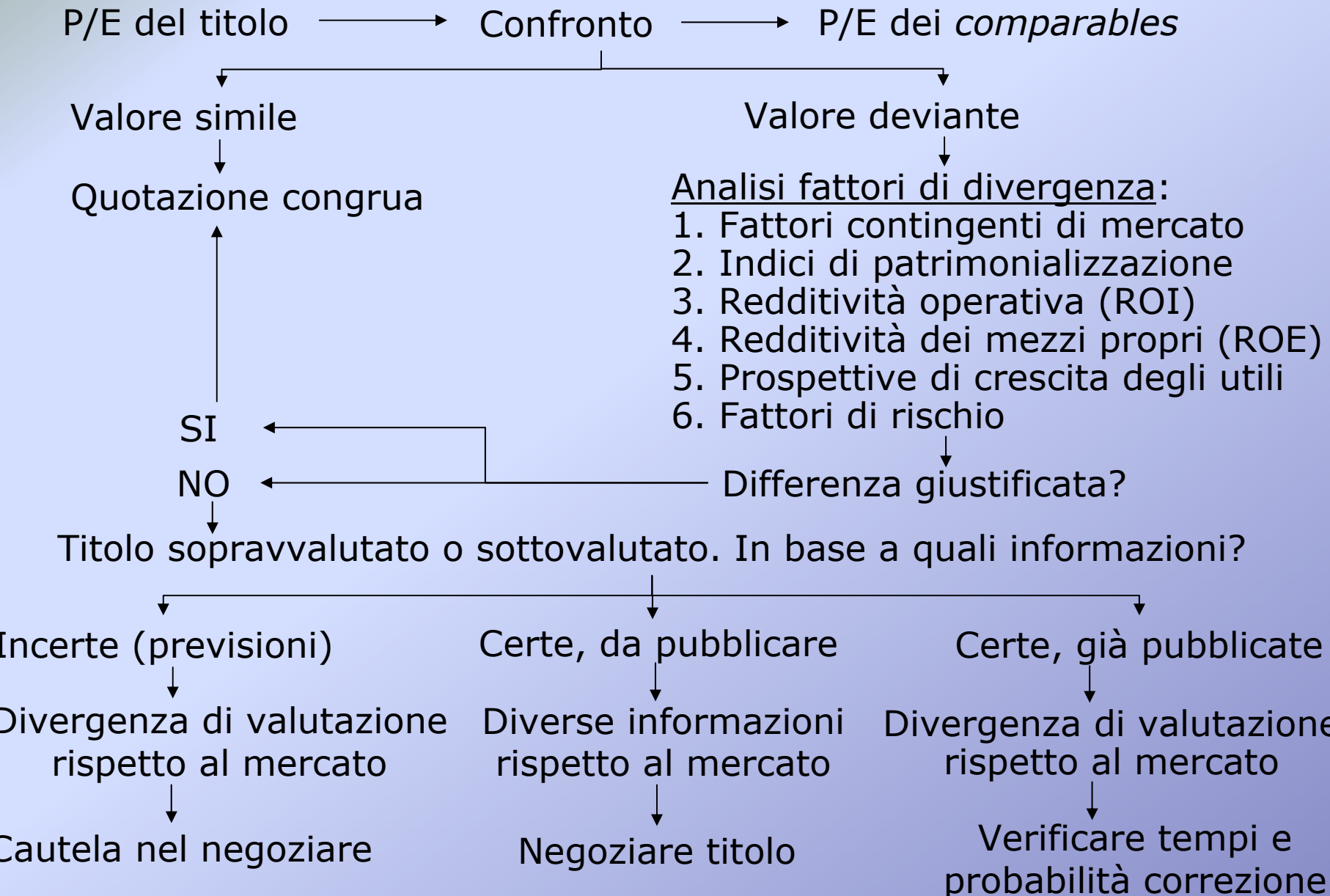


Approccio fondamentale: se il P/E teorico è maggiore (minore) del *price earnings ratio* corrente (prezzo attuale sull'utile stimato a 12 mesi) il titolo è sottovalutato (sopravvalutato)

Prezzo/Utile (interpretazione semplificata)

- Per avere un giudizio immediato e generale gli analisti non calcolano il P/E teorico, bensì:
 - ↪ il P/E quale rapporto fra prezzo corrente e utile per azione a 12 mesi, oppure
 - ↪ il P/E quale rapporto fra prezzo corrente e utile corrente
- Dopodiché effettuano confronti fra:
 - ↪ P/E storici e P/E corrente della società considerata
 - ↪ P/E corrente della società e P/E settoriale (*comparables*)
- Basta scegliere titoli con bassi P/E per guadagnare in borsa?
 - ↪ Alcune indagini empiriche degli anni '60 e '70 sembravano avvaloravano tale teoria mostrando una crescita superiore alla media nei titoli con bassi P/E
 - ↪ Ricerche recenti sembrano smentirla: le migliori performance sono in realtà dovute al maggiore rischio sistematico dei titoli con bassi P/E

Calcolo del P/E dei *comparables*



Altri multipli

P/CF (*Price/Cash Flow*)

- L'utilizzo al denominatore del *cash flow* (somma di utili netti, ammortamenti e accantonamenti) pone rimedio alle possibili distorsioni del P/E dovute alle politiche di accantonamento e ammortamento adottate in sede contabile

P/BV (*Price/Book Value*)

- A differenza del P/E non perde significatività in presenza di perdite
- Risente di tutti i lati negativi derivanti dalla natura contabile del denominatore

P/S (*Price/Sales*)

- Consente di calcolare anche il valore di imprese in difficoltà che, a seguito di perdite consistenti nel corso degli anni, hanno visto ridurre notevolmente il proprio *book value*
- Il fatturato è un parametro non soggetto ad aleatorietà

