

# Lezione 6

# Gli strumenti di partecipazione

## 05/10/2023

Prof. Gian Paolo Stella  
Economia degli Intermediari Finanziari

A.A. 2023-2024

# Definizioni

- I titoli azionari (o titoli di capitale) sono strumenti finanziari che rappresentano la partecipazione al capitale di una società.
- Questi titoli attribuiscono al possessore il diritto alla condivisione degli utili e dei rischi di un'impresa costituita in forma di società per azioni, società in accomandita per azioni o cooperativa a responsabilità limitata.
- Ogni azione rappresenta un'uguale frazione del capitale sociale, perciò tutte le azioni hanno uguale valore nominale.
- Il possessore di un titolo azionario acquista la qualifica di socio dell'impresa emittente in misura proporzionale alla quantità di azioni possedute e al numero totale di azioni in cui si suddivide il capitale sociale.

# Definizioni

- Esistono diverse tipologie di azioni:
  - ***Ordinarie***;
  - ***Privilegiate***: sono una categoria di azioni che garantiscono al possessore alcuni privilegi nella ripartizione degli utili e nella restituzione del capitale in caso di liquidazione della società, e per contro hanno una limitazione dei diritti amministrativi;
  - ***Risparmio***: Le azioni di risparmio possono essere emesse solo dalle società quotate in mercati regolamentati italiani e/o europei, presentano privilegi di natura patrimoniale e, a fronte di ciò, scontano un'assenza totale del diritto di voto.

# Definizioni

- Il *valore nominale* dell'azione è dato dalla porzione di capitale sociale corrispondente alla singola azione.
- Per *valore contabile (Book Value)* si intende il rapporto fra il numero di azioni in circolazione e il patrimonio netto della società.
- Il *valore di mercato (o prezzo)* dell'azione, si forma mediante l'incontro sul mercato fra l'offerta e la domanda del titolo e risente, oltre che dallo stato di salute attuale dell'impresa, anche dalle sue prospettive future di reddito.
- Riportiamo un breve esempio riepilogativo:

La società Alfa SPA presenta un capitale sociale così suddiviso:

- capitale sociale = 2,0 milioni di euro;
- numero di azioni emesse = 1 milione di azioni;
- valore nominale unitario = 2 euro (per azione).

Chi possedesse 10 000 azioni deterrebbe  $10\,000 \cdot \text{€ } 2,00 = \text{€ } 20\,000,00$  di capitale, ovvero  $(20\,000,00/2\,000\,000) \cdot 100 = 1\%$  del capitale sociale di Alfa SPA.

# Definizioni

- I titoli azionari attribuiscono al possessore diritti di natura sia patrimoniale sia amministrativa.
- Fra i primi è compresa la partecipazione, in proporzione al numero di azioni possedute, al risultato economico realizzato dall'impresa, qualora il risultato economico sia positivo.
- A differenza dei titoli di debito le azioni non prevedono una remunerazione periodica predefinita: la distribuzione degli utili (dividendi) avverrà infatti solo a seguito del soddisfacimento dei diritti vantati dai creditori della società e qualora l'assemblea non abbia deliberato di destinare tali utili al reinvestimento in azienda.
- Questo comporta che i titoli azionari siano più rischiosi, a parità di altre caratteristiche, di un titolo obbligazionario.

# *Dividend Discount Model*

- La valutazione del rendimento di un titolo azionario è differente se fatta *ex ante* o *ex post*.
- Se la valutazione del rendimento del titolo azionario viene fatta *ex ante* verranno utilizzati modelli DDM (*Dividend Discount Model*).
- Questi modelli si basano sulla valutazione dei titoli azionari in termini di dividendi assumendo che:
  - I. I dividendi siano distribuiti con cadenza annuale e, in particolare, che il primo dividendo venga distribuito esattamente a un anno di distanza dal momento in cui viene effettuata la valutazione;
  - II. Il tasso di rendimento ( $r$ ) richiesto dal mercato sia costante e dato da due componenti: una componente che rappresenta il rendimento privo di rischio e una componente che rappresenta il premio per il rischio.

# *Dividend Discount Model*

- Per ricavare una prima formula di valutazione dei titoli azionari si osservi che il prezzo di una azione, in un generico istante, deve essere uguale al valore attuale dei flussi di cassa futuri che genererà.
- In particolare il prezzo dell'azione all'istante 0 deve essere uguale al valore attuale del dividendo e del prezzo atteso per l'azione all'anno 1.

Dove:

- ✓  $Div_1$  = Dividendo per azione atteso nell'anno 1;
- ✓  $P_1$  = Prezzo dell'azione all'istante 1;
- ✓  $P_0$  = Prezzo dell'azione all'istante 0;
- ✓  $r$  = Tasso di rendimento richiesto dal mercato.

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1 + r}$$

- Questa relazione è valida anche se dovessimo analizzare i prezzi attesi per l'azione all'istante 1;

$$P_1 = \frac{DIV_2 + P_2}{1 + r}$$

- Estendendo a  $t$  periodi avremo:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_T}{(1+r)^T}$$

# *Esempio*

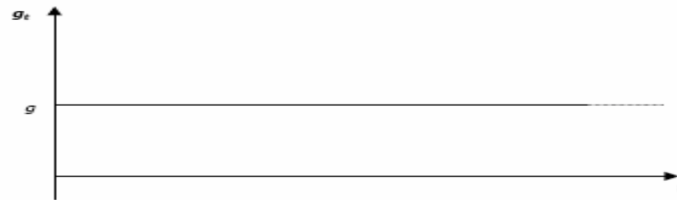
- Secondo le attuali previsioni, nei prossimi tre anni la società Barbaliscia S.p.A pagherà dividendi per 3€ (Div<sub>1</sub>); 3,24€ (Div<sub>2</sub>); 3,50€ (Div<sub>3</sub>).
- Al termine dei tre anni (T =3), potete preventivare di vendere le vostre azioni a un prezzo di mercato di 94,48€ (P<sub>3</sub>).
- Considerando un rendimento atteso del 12% (r), a quanto ammonta il prezzo delle azioni?
- Obiettivo: Determinare il prezzo (P<sub>0</sub>).
- Svolgimento: Applicando la formula precedente su 3 anni avremo;

$$P_0 = \frac{3}{(1+0,12)^1} + \frac{3,24}{(1+0,12)^2} + \frac{3,50+94,48}{(1+0,12)^3} = 75\text{€}$$



# *Modello di Gordon Shapiro*

- La realtà ci insegna come sia difficile pensare di avere le stime del flusso di dividendi su un orizzonte temporale infinito come richiesto dal DDM di base.
- Quindi, il problema è nella stima dell'andamento dei dividendi distribuiti nel lungo periodo.
- Il sentiero di crescita dei dividendi proposto da Gordon-Shapiro è il primo tentativo per rimediare a questa lacuna del modello DDM.
- L'intuizione di Gordon-Shapiro consente di determinare il valore dei titoli di una società con un tasso di crescita costante dei dividendi.
- Le ipotesi sulle quali si poggia questo modello sono:
  - Il tasso di crescita dei dividendi ( $g$ ) è costante;



- Il tasso di crescita dei dividendi ( $g$ ) deve essere per ipotesi minore rispetto al tasso di interesse di mercato ( $r$ ), pertanto  $r > g$ .
- L'equazione del nuovo modello sarà:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g} = \frac{D_0(1 + g)}{r - g}$$

# *Esempio*

- Viene analizzato un titolo che si attende paghi un dividendo annuo di 3€ ( $\text{Div}_1 = D_1$ );
- Da oggi all'infinito viene scambiato a 100€ ( $P_0$ );
- Quale sarà la previsione del mercato circa la crescita dei dividendi se il tasso di interesse è del 12% ( $r$ )?
- Obiettivo: Calcolare il tasso di crescita dei dividendi ( $g$ ).
- Svolgimento: Riprendendo la formula precedente otterremo:

$$P_0 = \frac{D_1}{(r-g)}; 100 = \frac{3}{(0,12-g)}; g = 0,09$$

- Quindi, il mercato prevede una crescita dei dividendi del 9% annuo per sempre.

# Rendimento Atteso

- Nelle slide precedenti abbiamo analizzato come è possibile valutare il corso di un'azione *ex ante*, mentre ora dimostreremo come sia più semplice farlo *ex post*.
- In particolare, il rendimento atteso rappresenta il profitto, espresso in percentuale, che un investitore prevede di ottenere da uno specifico investimento su un dato periodo di tempo.
- È anche detto tasso di capitalizzazione del mercato.
- La formula del rendimento ( $r$ ) è data:

$$\frac{Div_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

Dove:

- ✓  $Div_1$  = Dividendo per azione ricevuto all'anno 1;
- ✓  $P_1$  = Prezzo dell'azione all'istante 1;
- ✓  $P_0$  = Prezzo dell'azione all'istante 0.

- È possibile scomporre la formula del rendimento in due componenti:

1. *Dividend Yield*:  $\frac{Div_1}{P_0}$

2. *Capital Gain*:  $\frac{P_1 - P_0}{P_0}$

# Esempio

- Le azioni della Troiso Electronics sono scambiate oggi a 100€ ( $P_0$ ) per azione;
- Gli analisti attendono di vedere crescere il prezzo dell'azione fino a €110 ( $P_1$ ) fra un anno;
- A quanto ammonta il rendimento atteso, se il dividendo ( $Div_1$ ) nel prossimo anno sarà di €5?
- Obiettivo: Calcolare il rendimento atteso;
- Svolgimento: Applichiamo la formula relativa al rendimento atteso:

$$\text{Rendimento atteso} = \frac{Div_1 + P_1 - P_0}{P_0} = \frac{5 + 110 - 100}{100} = 15\%$$

# Rielaborazione Gordon Shapiro

- Generalizzando la formula vista precedentemente in T periodi, otteniamo:

$$P_o = \sum_1^T \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_T}{(1+r)^T}$$

- È importante ricordare che la formula precedente è applicabile soltanto nel caso *ex post*, in quanto è necessario conoscere sia l'ammontare di tutti i dividendi sia il prezzo dell'azione all'istante T.
- Applicando il metodo di Gordon-Shapiro in questo caso avremo:

$$R = \frac{DIV_1}{V_0} + g = \frac{DIV_0(1+g)}{V_0} + g$$

Dove:

- ✓  $Div_1$  = Dividendo per azione nell'anno 1;
- ✓  $Div_0$  = Dividendo per azione nell'anno 0;
- ✓  $V_0$  = Prezzo corrente del titolo;
- ✓  $g$  = Tasso di crescita dei dividendi;
- ✓  $R$  = Tasso di rendimento atteso.

- In questo caso, il tasso di rendimento atteso (R) è dato dal *dividend yield* e dal **tasso di crescita dei dividendi**.

# Metodo dei Multipli

- L'utilizzo dei multipli di mercato si prefigge come obiettivo quello di stimare il valore di un'attività sulla base dei prezzi (attraverso le serie storiche) registrati da attività simili.
- La stima del valore di un'impresa avviene individuando i prezzi di imprese che possono essere riconducibili all'impresa target.
- Secondo questo modello, i prezzi di mercato sono la migliore approssimazione del valore dell'impresa.
- La metodologia, pur risultando semplice e immediata, richiede un'approfondita analisi.

# Metodo dei Multipli

L'uso dei multipli avviene secondo due metodi:

- **Metodo delle società comparabili:** fa riferimento a i prezzi registrati da un campione di società quotate considerate comparabili, da cui si deducono i multipli per valutare l'impresa-obiettivo;
- **Metodo delle transazioni comparabili:** fa riferimento ai prezzi di negoziazione derivati da acquisizioni/fusioni di società quotate considerate comparabili.