

AZIONI E OBBLIGAZIONI:

**CARATTERISTICHE
E
STIME DEL VALORE**

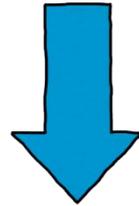
Docente: Prof. Massimo Mariani

SOMMARIO

- Le obbligazioni: definizioni e caratteristiche
- Particolari tipologie di obbligazioni
- La valutazione delle obbligazioni zero-coupon
- La valutazione delle obbligazioni con cedole
- Le azioni: definizioni e caratteristiche
- L'operazione di aumento di capitale
- Particolari tipologie di azioni
- La valutazione delle azioni
- La valutazione delle azioni con tassi di crescita dei dividendi
- Stima di g
- Stima di r
- La valutazione delle azioni: un modello alternativo

INTRODUZIONE

OBIETTIVO DELLA LEZIONE



DESCRIVERE E VALUTARE LE PRINCIPALI ATTIVITA' FINANZIARIE



AZIONI



OBBLIGAZIONI

LE OBBLIGAZIONI : PROFILI NORMATIVI

ARTICOLO **2412 C.C.**

Una SPA o una SAPA può emettere titoli obbligazionari nei limiti del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato ;

Se le obbligazioni sono:

DEROGHE

- * *destinate ad **investitori istituzionali** soggetti a vigilanza prudenziale;*
- * *garantite da **ipoteca di I°** su immobili della società sino a 2/3 del valore;*
- * *emesse da società da **società quotate** in un mercato regolamentato limitatamente alle obbligazioni quotate.*

LE OBBLIGAZIONI: DEFINIZIONE

**TITOLI DI DEBITO CHE ATTRIBUISCONO AL SOTTOSCRITTORE LA
QUALITA' DI CREDITORE NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE**

**FORMA DI FINANZIAMENTO A MEDIO LUNGO TERMINE PER
L'IMPRESA**

L'impresa emette obbligazioni, titoli che rappresentano frazioni di un'operazione di finanziamento, al fine di reperire capitali.

Agli investitori spetta il rimborso del valore nominale alla scadenza ed eventualmente una remunerazione periodica, le cedole .

OBBLIGAZIONI ZERO COUPON

Obbligazioni prive di cedola il cui rendimento è dato dal margine esistente tra prezzo di sottoscrizione e prezzo di rimborso

**IL VALORE DELL'OBBLIGAZIONE E' DATO DALL'ATTUALIZZAZIONE
DEL SINGOLO FLUSSO CHE SI MANIFESTA ALLA SCADENZA DEL
TITOLO**

$$VA = \frac{F_T}{(1+r)^T}$$

OBBLIGAZIONI CON CEDOLE

GARANTISCONO UNA REMUNERAZIONE PERIODICA (LA CEDOLA) PIU' IL RIMBORSO ALLA SCADENZA DEL VALORE NOMINALE

$$VA = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C}{(1+r)^T}$$

OBBLIGAZIONI CON CEDOLE

IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE RIFLETTELE CONDIZIONI ESISTENTI AL MOMENTO DELLA VALUTAZIONE E NON RISULTA INFLUENZATO DAL RENDIMENTO DELLE CEDOLE



$r_c = r$ il titolo è
negoziato **alla pari**



$VA = VN$



$r_c > r$ il titolo è
negoziato **sopra la pari**



$VA > VN$



$r_c < r$ il titolo è
negoziato **sotto la
pari**



$VA < VN$

TIPOLOGIE DI OBBLIGAZIONI

I. OBBLIGAZIONI INDICIZZATE

Il rendimento e/o prezzo di rimborso dell'obbligazione è ancorato a parametri di indicizzazione

 *Parametri reali collegati ad un indice ISTAT;*

 *Parametri monetari collegati al costo del denaro;*

 *Parametri valutari collegati alle parità di cambio.*

TIPOLOGIE DI OBBLIGAZIONI

II. OBBLIGAZIONI DROP LOCK

Obbligazioni il cui rendimento è a tasso variabile e convertibili a titoli a tasso fisso qualora si verifichi una diminuzione del tasso di rendimento al di sotto di una soglia pattuita (trigger rate).

III. OBBLIGAZIONI A RATA COSTANTE E DURATA VARIABILE

Non hanno una scadenza predeterminata ma variabile all'interno di un intervallo di tempo.

Gli interessi corrisposti sono indicizzati ed in relazione alla variabilità di quest'ultimo parametro, si determina di conseguenza il periodo di rimborso della quota capitale .

TIPOLOGIE DI OBBLIGAZIONI

IV. OBBLIGAZIONI BULL AND BEAR

Garantiscono per la quota interessi un rendimento fisso contrattualmente prestabilito, mentre il valore di rimborso della quota capitale dipende da un indice di rendimento azionario.

V. OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI

Attribuiscono il diritto ai sottoscrittori di ricevere il rimborso della quota capitale sottoforma di titoli azionari, mediante un rapporto di conversione prestabilito al momento del collocamento iniziale delle obbligazioni.

TIPOLOGIE DI OBBLIGAZIONI

VI. OBBLIGAZIONI CUM WARRANT

Incorporano uno speciale diritto, il warrant, di sottoscrivere azioni od obbligazioni ad un prezzo prefissato , inoltre il warrant è scindibile dall'obbligazione e può essere negoziato separatamente e possiede una durata di solito superiore a quella del titolo principale .

VII. OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI (HIGH YIELD)

Sono emesse da imprese con rischio di credito elevato e date le condizioni contrattuali (prevedono la corresponsione di elevati rendimenti per gli investitori), possono essere assimilate al capitale intermedio.

TIPOLOGIE DI OBBLIGAZIONI

VIII.OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI (HIGH YELD)

*Obbligazioni ad alto rendimento sono usualmente accompagnate da **financial covenant**, ovvero clausole contrattuali che impediscono il peggioramento delle condizioni finanziarie dell'emittente a danno degli obbligazionisti e **asset related covenant**, ovvero limitazioni poste alle scelte del management al fine di tutelare il patrimonio dell'impresa emittente.*

LE AZIONI: DEFINIZIONE

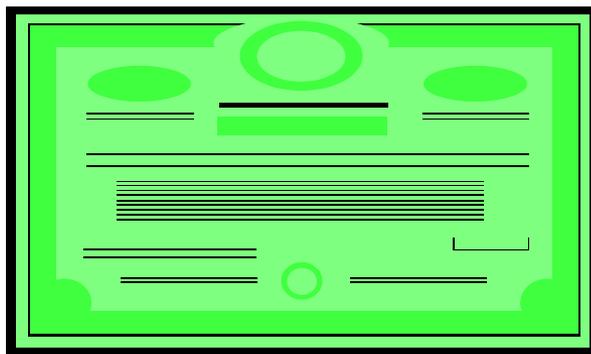
**RAPPRESENTANO DEGLI STRUMENTI DI PARTECIPAZIONE AL
CAPITALE DI RISCHIO (IL PATRIMONIO NETTO) DI SPA E SAPA
GARANTISCONO**



Diritto di voto in assemblea

Diritto di partecipazione
agli utili

Diritti d'opzione alla
sottoscrizione di nuove
azioni in caso di
aumenti di capitale



LE AZIONI

VALORE NOMINALE	→	FRAZIONE DEL CAPITALE SOCIALE
VALORE CONTABILE	→	FRAZIONE DEL PATRIMONIO NETTO
VALORE DI MERCATO	→	VALORE EQUO DI COMPRAVENDITA

AUMENTO DEL CAPITALE

MODALITA' DI RACCOLTA DEL CAPITALE DI RISCHIO IN MOMENTI SUCCESSIVI ALLA COSTITUZIONE

- ✓ **Aumento a titolo gratuito** *manovra contabile: trasferimento delle riserve al capitale sociale;*
- ✓ **Aumento a pagamento** *ogni nuova azione emessa comporta un'entrata monetaria ;*
- ✓ **Aumento misto** *vengono attribuite parte delle azioni gratuitamente e parte a pagamento.*

AZIONI SPECIALI

AZIONI PRIVILEGIATE

Attribuiscono al possessore la prelazione rispetto agli azionisti ordinari nel riparto degli utili e nel rimborso del capitale in caso di scioglimento della società a fronte di una limitazione nell'esercizio dei diritti amministrativi;

AZIONI A VOTO LIMITATO

ai sensi dell'art. 2351 c.c. possono essere emesse nei limiti del 50% del capitale sociale ed attribuire diritti di voto parziali o escludere del tutto tali diritti.

AZIONI SPECIALI

AZIONI DI RISPARMIO

Possono essere emesse esclusivamente da società quotate in borsa, con il tetto, comprensivo anche delle azioni a voto limitato del 50% del capitale sociale e non conferiscono il diritto di voto in nessuna delle assemblee degli azionisti;

AZIONI CORRELATE

sono correlate alla performance di uno specifico comparto di attività o affare rientrante nella complessiva gestione aziendale .

LA VALUTAZIONE DELLE AZIONI

VALORE AZIONE = valore attuale dei dividendi attesi
+
valore attuale del prezzo di realizzo alla data
della dismissione

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(1+r)} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{DIV_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

LA VALUTAZIONE DELLE AZIONI

NEL CASO DI UN PERIODO DI DETENZIONE ILLIMITATO E DI DIVIDENDI COSTANTI NEL TEMPO

$$P_0 = \frac{DIV}{r}$$

NEL CASO DI UN PERIODO DI DETENZIONE ILLIMITATO E DI DIVIDENDI VARIABILI NEL TEMPO

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

LA VALUTAZIONE DELLE AZIONI CON TASSI DI CRESCITA DEI DIVIDENDI POSITIVI

LA FORMULA DI GORDON

consente di determinare il prezzo di un'azione nell'ipotesi che il dividendo cresca nel tempo ad un tasso costante e positivo g ;

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(r - g)}$$

LA VALUTAZIONE DELLE AZIONI CON TASSI DI CRESCITA DEI DIVIDENDI

CRESCITA DIFFERENZIATA DEI DIVIDENDI

Questa è un ipotesi più aderente alla realtà in quanto l'azienda generalmente sperimenta un periodo di forte crescita iniziale e un periodo di consolidamento della crescita , il prezzo delle azioni è determinato da:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_0 \times (1+g_1)^t}{(1+r)^t} + \frac{DIV_{T+1}}{(1+r)^T \times (r-g_2)}$$

STIMA DI g

**DESCRIVE IL GRADO DI RITENZIONE DEGLI UTILI
MOLTIPLICATO PER IL RENDIMENTO CHE GLI UTILI POSSONO
MATURARE SE TRATTENUTI ED INVESTITI NELL'IMPRESA**

Un'impresa intraprende investimenti solo se accantona parte degli utili che genereranno un rendimento derivante dal loro reimpiego

g \equiv tasso di ritenzione degli utili \times rendimento su utili accantonati

STIMA DI r

**NOTO g , IL TASSO r PUO' ESSERE CALCOLATO COME
SEGUE:**

$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + g$$

La formula evidenzia una relazione importante:
a parità di r , la componente "crescita" del
rendimento atteso può aumentare a scapito
della componente "immediata".

E' chiaro che r e g sono legati tra loro, e che un
errore di stima del primo parametro è destinato
a ripercuotersi sull'intera operazione di
attualizzazione attraverso r .

Dove:

- il primo addendo
*rappresenta il
rendimento
immediato del
titolo azionario*
- il secondo
*addendo esprime
il tasso di
crescita dei
dividendi*

UN MODELLO ALTERNATIVO

UN MODELLO PIU' COMPLETO

se l'impresa non è in crescita → utili = dividendi
se l'impresa in crescita crea valore solo in funzione del rendimento delle opportunità d'investimento

$$P_0 = \frac{EPS}{r} + VAN \text{ opportunità di crescita (VANOC)}$$

- * *Mentre il primo addendo (EPS / r) cresce se gli utili sono positivi, il secondo (VAN opportunità di crescita) cresce solo se il reinvestimento crea valore .*

CONCLUSIONI

DESCRIZIONE E VALUTAZIONE DELLE PRINCIPALI ATTIVITA' FINANZIARIE



*Acquistando **obbligazioni**, il risparmiatore fornisce alle aziende risorse a titolo di **capitale di debito** e diviene **creditore** della società;*

*Investendo in **azioni**, fornisce **capitale di rischio** e assume la qualifica di **azionista** .*