

***GLI STRUMENTI FINANZIARI:
TIPOLOGIE, CRITERI e
MODALITA' DI VALUTAZIONE***

EMM A - Lezione 3

Prof. C. Schena – Università dell'Insubria

Richiami preliminari:

- **Attività finanziaria:** è un rapporto contrattuale, in cui le prestazioni delle controparti sono espresse in moneta e sono differenziate nel tempo; compare nel bilancio di DUE operatori (a differenza delle attività reali)
 - Esempi: finanziamenti bancari, certificati di deposito emessi da banche, BOT, Azioni, future, ecc.....**QUINDI QUALSIASI SPECIE DI CONTRATTO FINANZIARIO di tipo BILATERALE o STANDARDIZZATO**

I contratti finanziari

- Si distinguono dagli altri contratti per:
 - **oggetto** della transazione = potere d'acquisto
 - prestazione di una parte traslata nel **tempo**
 - scambio di denaro con **promesse** "di fare" o "di dare"
 - realizzati a titolo **oneroso**

Gli elementi negoziali del contratto

- Definiscono la natura del rapporto tra i contraenti cioè il tipo di **redistribuzione dei rischi** reali gravanti sui prenditori di fondi (grado di coinvolgimento del fornitore di fondi nelle vicende del prenditore)
- Danno origine a diverse tipologie contrattuali

4 ARCHETIPI DI CONTRATTO:

di indebitamento (rischio di credito), di partecipazione (condivisione rischio di impresa), derivati (traslazione di rischi finanziari), di assicurazione (traslazione di rischi legati al patrimonio o alla persona)

STRUMENTI FINANZIARI (SF)

- Costituiscono un “sotto-insieme” delle attività finanziarie, che **esclude** tutte le AF **non di mercato** o, comunque, **non negoziabili** (es. mutuo)
- Gli **strumenti finanziari** sono costituiti dalle AF che possono essere **vendute/collocate e negoziate/scambiate sui mercati regolamentati**:
 - la legislazione vigente individua specificamente gli **SF** (termine che sostituisce la figura dei “valori mobiliari” prevista dalla preesistente normativa)
- Agli **SF** si applicano disposizioni concernenti il trattamento, la circolazione, la diffusione tra il pubblico
 - (a differenza di quanto accade per le AF di tipo bilaterale scambiate sul circuito indiretto di finanziamento)

Tipologie di strumenti finanziari

Gli strumenti del mercato finanziario si dividono in:

- **strumenti di debito**
 - strumenti di mercato monetario
 - obbligazioni
- **strumenti di capitale** (azionari)
- **strumenti derivati**

Gli strumenti di mercato monetario

Sono quegli strumenti finanziari che si caratterizzano per una **durata non superiore a un anno**.

La breve durata all'emissione rende elevato il loro livello di **liquidità**.

I buoni ordinari del tesoro (BOT) rappresentano lo strumento di mercato monetario più noto e diffuso.

Il ricorso al mercato da parte delle imprese tramite strumenti di:

■ **Indebitamento:**

- *A breve termine* (strumenti di MERCATO MONETARIO = b.t.):
 - Accettazione bancaria
 - Commercial paper (PCC)
 - Cambiali finanziarie
- *A medio-lungo termine* (strumenti di MERCATO FINANZIARIO):
 - Certificati di investimento
 - Obbligazioni
 - Obblig. convertibili e c.w
 - Subordinati e ibridi
 -

■ **Capitale rischio: di**

- Azioni ordinarie
- Azioni privilegiate
- Azioni di risparmio
-

La definizione giuridica degli SF (D.L415/96; TUIF 1998):

- azioni, obbligazioni, titoli di Stato e altri titoli rappresentativi di capitale di rischio o di debito negoziati sul mercato dei capitali (mk finanziario)
- quote di fondi comuni di investimento
- titoli negoziati sul mercato monetario
- qualsiasi altro titolo negoziato che permetta di acquisire uno dei precedenti strumenti e i relativi indici
- i contratti derivati (future, swap, option)
- le combinazioni degli strumenti suddetti

CARATTERISTICHE TECNICHE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI

- Elementi distintivi
- Caratteristiche tecnico-economiche necessarie ai fini della valutazione

Ci consente di rispondere alla domanda "Come si determinano i prezzi e i rendimenti dei diversi titoli?, ovvero perché i rendimenti di titoli diversi sono diversi?"

Elementi distintivi degli SF (e della generalità delle AF):

- ***Natura dell'emittente:***
 - rischio di credito in base alla diversa tipologia e standing dell'emittente – eventualmente espresso dal *rating* - (es. Stato, IF, imprese industriali)
- ***Valuta di denominazione:***
 - rischio di cambio
- ***Scadenza*** (durata contrattuale):
 - indeterminata (es. azioni, ibridi);
 - determinata, con eventuale opzione di rimborso anticipato (es. riacquisto delle obbligazioni da parte dell'emittente)

Segue: Elementi distintivi degli SF

■ **Modalità di emissione:**

emissione: offerta al pubblico; collocamento privato (inv.istit.); a fermo, con consorzio; meccanismi d'asta per titoli di Stato; ecc.

■ **Modalità di esecuzione delle prestazioni:**

■ rimborso: a scadenza, anticipato, ecc.

■ remunerazione:

■ *rendimento dei tit. di debito* = remunerazione periodica in base ad un tasso i nominale predefinito, che può essere fisso o variabile (in base a parametri di indicizzazione)

■ *dividendi e capital gain per tit. azionari* = remunerazione variabile derivante da dividendi (utili e delibera assembleare) e da *capital gain*

■ altre condizioni

Segue: Elementi distintivi degli SF

- **Trattamento *fiscale*:** importante ai fini della determinazione del *rendimento netto* per l'investitore e, quindi, del *costo effettivo* per l'emittente
 - tassazione indiretta: imposta di bollo e di successione su *trasferimenti di proprietà* (ad es. tit. Stato esenti da imposta di successione)
 - tassazione diretta: imposta su *redditi prodotti/percepiti* (interessi, dividendi, capital gain) differenziata per tipologia di strumento e di percettore

- **Liquidità/negoziabilità**

Caratteristiche degli SF

Caratteristiche tecnico-economiche
utili ai fini della valutazione degli SF:

- liquidità/negoziabilità
- rischio
- rendimento

I requisiti per la circolazione degli strumenti finanziari

- La liquidità
- La negoziabilità
- La mobilità

La liquidità dei titoli

- **GRADO DI LIQUIDITA'** = attitudine a generare mezzi di pagamento (trasformazione in moneta)
- **Tipologie:**
 - **liquidità naturale** = determinata dalle condizioni contrattuali (scadenza, flussi di cassa per K e i , ecc.)
 - **liquidità artificiale** = determinata dalla possibilità di smobilizzo anticipato
- **Fattori di influenza:**
 - il grado di negoziabilità dello strumento

La negoziabilità teorica:

La negoziabilità è un elemento in grado di aumentare la liquidità del titolo: ne determina la liquidità effettiva

La *negoziabilità teorica* di uno SF è determinata da *fattori tecnico-giuridici*: i titoli, per essere negoziabili, devono presentare determinate caratteristiche:

- **Titoli autonomi (di massa):**
 - **negoziabilità elevata = rapidità e sicurezza nella circolazione**
- Contratti specifici (bilaterali):
 - negoziazione non agevole
 - Soluzioni: *securitization*; circolazione scritturale

Negoziabilità effettiva

L'effettivo grado di negoziabilità dipende:

- dall'esistenza di mercati secondari in cui sia possibile smobilizzare lo specifico SF
- dalle caratteristiche di tale mercato secondario (spessore, efficienza, ecc.): volumi e frequenza delle contrattazioni, quotazione del titolo, ...

La mobilità

Uno SF è **mobilizzabile** e, quindi, liquidabile SE può essere oggetto di transazioni successive a quella di emissione

UNA RIFLESSIONE

sulla “tipizzazione” degli strumenti finanziari e sul grado di negoziabilità:

- il caso delle *obbligazioni strutturate*: la scarsa trasparenza sulle condizioni contrattuali può determinare un *mispricing* (prezzo di emissione superiore al valore teorico); il fenomeno si accentua in presenza di un mercato secondario non spesso e non efficiente
- l’evoluzione degli strumenti in base alla riforma del diritto societario

IL RISCHIO

- Il rischio è connaturato con qualsiasi SF (prestazione futura e, quindi, incerta) ed è individuato dalla *differenza tra rendimento atteso e rendimento effettivo* dello SF: **variabilità e volatilità del rendimento atteso.**
 - Volatilità = dispersione dei rendimenti rispetto alla media (scarto quadratico medio *ossia* deviazione standard)

- segue - *Il rischio*

Con riferimento agli SF dobbiamo fare riferimento al concetto di

- ***rischio speculativo*** (ad es. oscillazione dei prezzi/tassi di mercato):
 - può essere **eliminato o ridotto** con operazioni e strumenti di *hedging*,
 - è **simmetrico**: può essere a favore o a sfavore (rischio di guadagno e rischio di perdita)

Viceversa il *rischio puro* (o "non diversificabile") riguarda la persona o il patrimonio: es. furto

- non può essere eliminato o neutralizzato con contratti di segno opposto; è sempre a sfavore

Le configurazioni di rischio degli strumenti di debito (titoli a reddito fisso)

- il rischio emittente (incapacità di far fronte agli impegni)
- il rischio di cambio
- rischio di liquidità del mercato (difficoltà di smobilizzo anticipato)
- rischio monetario o di inflazione (variazione del livello assoluto dei prezzi: ↓ potere d'acquisto)
- rischio di reinvestimento (condizioni di reinvestimento delle *cedole periodiche*, che influenzano il rendimento effettivo *ex post* delle somme originariamente investite)
- rischio di interesse o di prezzo (titoli con cedole e *zero-coupon*)

Il rischio di prezzo (o "di interesse")

Le variazioni dei **tassi** di i modificano il **prezzo** (*valore attuale*) al quale lo SF può essere liquidato prima della scadenza (relazione inversa tra tassi e prezzo dei titoli a reddito fisso). Più in particolare:

- se il titolo *non è detenuto sino alla scadenza*:
 - rischio di una riduzione delle quotazioni di vendita del titolo per effetto di variazioni al rialzo dei tassi di mercato
- se il titolo *è detenuto sino alla scadenza*:
 - mancato guadagno in caso di rialzo dei tassi di mercato su strumenti analoghi, derivante dalla non ricomposizione del proprio portafoglio

Le configurazioni di rischio dei titoli azionari

- Anche per azioni il rendimento è determinato dalla variabilità e volatilità del risultato atteso (dividendi e capital gain)
- Queste oscillazioni modificano i flussi di cassa attesi e, quindi, il rendimento
- Tipologie di rischio:
- ***DIVERSIFICABILE***
 - specifico = legato alla performance dell'emittente
 - di settore = andamento del settore economico di appartenenza dell'emittente
- ***NON DIVERSIFICABILE***
 - di mercato o sistematico (β)

Il rendimento di uno strumento finanziario

- Componenti:
 - flussi di cassa generati dall'attività finanziaria durante il periodo di detenzione (*holding period*)
 - variazione subita dal prezzo dell'attività nel medesimo periodo
- Importanza del valore temporale del denaro (potere d'acquisto)
- Valutazione del beneficio economico / indice di redditività
 - rapporto tra le prestazioni nette percepite e la spesa sostenuta inizialmente per l'acquisto

Il valore attuale

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{E(FC_t)}{(1+i)^t}$$

dove:

- **V** = valore attuale
- **n** = *holding period*
- **E(FC_t)** = flussi di cassa attesi
- **i** = tasso di sconto o di attualizzazione

Il rendimento dei titoli a reddito fisso zero-coupon

In capitalizzazione semplice (durate ≤ 1 anno)	In capitalizzazione composta (durate > 1 anno)
$VR = P(1 + r_{0,n}t)$ $r_{0,n} = \frac{VR - P}{P \times t}$	$VR = P(1 + r_{0,n})^t$ $r_{0,n} = \sqrt[t]{VR/P} - 1$

- **P** = prezzo del titolo;
- **VR** = valore di rimborso o di vendita;
- **$r_{0,n}$** = tasso di rendimento richiesto dal mercato per investimenti con scadenza pari a **n**

Il rendimento dei titoli a reddito fisso con flussi di cassa

- Al momento dell'emissione o dello stacco della cedola

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{V}{(1+r)^n}$$

- P = prezzo
- V = valore di rimborso
- C_t = cedola periodica
- n = numero cedole
- r = *yield to maturity*

Il rendimento dei titoli a reddito fisso con flussi di cassa (segue)

- In altri momenti
 - il prezzo pagato P è incrementato del rateo di interessi in maturazione
 - attualizzare le cedole e il valore residuo tenendo conto dei giorni effettivi

- Rendimento effettivo ex-ante
 - Assunzioni:
 - detenzione del titolo sino alla scadenza
 - reinvestimento delle cedole ad un tasso di interesse pari al rendimento effettivo calcolato

Il rendimento dei titoli a tasso variabile

- Processo di attualizzazione dei flussi di cassa futuri scontati ad un tasso di interesse richiesto dal mercato
- Assunzioni in merito alle seguenti variabili
 - flussi di cassa che l'investitore deve attualizzare
 - periodo durante il quale effettuare l'attualizzazione dei flussi di cassa
 - tasso di mercato richiesto dall'investitore

I modelli di valutazione delle azioni

- I modelli di attualizzazione dei dividendi (DDM)
- I modelli prezzi/utili (P/E = price/earnings)

Dividend Discount Models (DDM)

- L'investitore acquista azioni per ottenere:
 - dividendi
 - *capital gains*

$$P_0 = \sum_t \frac{E(D_t)}{(1 + k_E)^t} + \frac{E(P_T)}{(1 + k_E)^T}$$

ma le azioni non hanno scadenza e quindi

$$P_0 = \sum_t \frac{E(D_t)}{(1 + k)^t}$$

.. non è una formula "pratica"

- richiede di stimare la serie dei dividendi
- richiede di stimare il rendimento richiesto
- se i dividendi fossero costanti? (*zero growth models*): $D_1 = D_2 = \dots = D_T = D$
- si potrebbe allora scrivere:

$$P_0 = D/k \text{ ovvero una perpetuità}$$

Constant growth model

- In realtà le società cercano di aumentare il dividendo progressivamente
- Se il tasso di crescita (g) è costante, possiamo scrivere (*modello di Gordon*):

$$P_0 = \frac{D_1}{k_E - g}$$

Rapporto PE e crescita

- Il P/E = PREZZO DI UN'AZIONE / UTILE PER AZIONE è un indicatore semplice da calcolare e che consente di stimare il valore che il mercato attribuisce all'azienda (se il mercato sopravvaluta o sottovaluta eccessivamente il titolo).
- Il rapporto PE è funzione:
 - diretta del payout (p). Il Payout Ratio (POR) indica la % dell'utile netto destinato agli azionisti sotto forma di dividendo: $\text{DIVIDENDO PER AZIONI} / \text{UTILE NETTO PER AZIONE} \%$
 - inversa della rischiosità (livello di k_E)
 - diretta del tasso di crescita (g)
- Confronti fra rapporti PE:
 - fra Paesi diversi (attenzione alle variabili sottostanti: tassi di interesse e crescita attesa)
 - nel tempo
 - tra aziende (rapportando il P/E aziendale al P/E medio di settore è possibile capire se l'azienda è in linea o meno con l'andamento del proprio settore di mercato).