



# Corso di Educazione Finanziaria

Prof. LAMBERTI LUCIO |

## Gli investimenti a medio/lungo termine: le azioni e i prodotti ibridi

Con l'acquisto di azioni partecipiamo alla vita dell'azienda, acquisendo diritti non solo economici, ma anche amministrativi e sociali come il diritto al voto.

Ogni azione rappresenta in particolare l'unità minima in cui si divide il capitale sociale di una azienda. Se il capitale sociale di 1.000.000 è suddiviso in 10.000 azioni, e abbiamo comprato 100 azioni, avremo l'1% dei voti e l'1% dei diritti patrimoniali. Mentre l'azienda è attiva avremo diritto in particolare all'1% degli utili realizzati e distribuiti agli azionisti e in caso di chiusura all'1% del valore di realizzo.

Si può chiedere il recesso anticipato? No.

Solo in caso di eventi straordinari che mutano la natura della azienda, è previsto il diritto al recesso. Questo per tutelare soprattutto gli azionisti di minoranza che si potrebbero trovare in difficoltà non condividendo la decisione degli organi aziendali. Il diritto di recesso in questi casi è espressamente previsto dal codice civile, e/o dallo Statuto.

Si pensi ad esempio al cambio di attività. Abbiamo investito in una società che si occupa di mobili e arredamento, e la maggioranza decide di cambiare l'oggetto sociale per occuparsi di gioco d'azzardo. Potrei non essere d'accordo e chiedere in questo caso la liquidazione del valore al momento della mia partecipazione.

Un altro caso intuibile è il trasferimento della sede all'estero.

Questi sono tuttavia casi estremi che si verificano raramente.

In generale quando investo in una azienda dalla stessa posso aspettarmi un flusso di dividendi nel tempo, generalmente una volta l'anno (ma sempre più spesso si pagano frazioni semestrali o trimestrali). Non si tratta di un ammontare quindi fisso ma dipende da due variabili: la produzione di utili da parte dell'azienda, e la decisione degli amministratori di distribuire parte di questi utili agli azionisti.

Le aziende più grandi e con un modello di business più stabile tendono a dare un dividendo stabile in rapporto al valore dell'azienda sul mercato (dividend yield). Questo per facilitare il gradimento dell'investimento da parte soprattutto degli investitori istituzionali.

Ad esempio



Anche se ricevo dividendi il mio orizzonte di investimento raramente coincide con quello dell'azienda e potrei aver bisogno di rientrare di una parte o di tutto l'impegno. Essendo uno strumento finanziario negoziabile, posso ad un certo punto decidere di vendere le mie azioni sul mercato di riferimento.

In questo caso il mio risultato complessivo sarà dato dalla somma dei dividendi percepiti e dalla differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita.



Due categorie particolari di azioni, previste dall'ordinamento italiano sono le azioni privilegiate e le azioni di risparmio.

Le azioni privilegiate sono azioni che godono di un privilegio nella distribuzione degli utili, ad esempio con la previsione di un dividendo minimo garantito, e/o nel rimborso del capitale in caso di scioglimento della società. La emissione deve essere prevista nell'atto costitutivo, con indicazione dei contenuti del privilegio.

Le azioni di risparmio sono una fattispecie particolare perché hanno particolari privilegi a fronte della rinuncia al diritto di voto.

## I mercati e gli indici azionari

I mercati azionari sono ormai internazionali e globali. I più grandi al mondo per numero e controvalore delle azioni quotate sono negli Stati Uniti, anche se la geografia degli scambi e delle quotazioni sta cambiando notevolmente negli ultimi anni.



Gli indici di borsa sono indicatori che rappresentano l'andamento dei prezzi delle principali azioni quotate su un mercato. I prezzi possono essere equi pesati o pesati in base al valore complessivo di borsa e/o all'ammontare disponibile per le transazioni (la quota che viene chiamata 'flottante').

Negli Stati Uniti gli indici più conosciuti sono il Dow Jones, lo SP 500 e il Nasdaq.

Il Dow Jones (nome completo Dow Jones Industrial Average) è il più noto indice azionario della borsa di New York (il NYSE, New York Stock Exchange), creato da Charles Dow, padre dell'analisi tecnica e fondatore del The Wall Street Journal, e da Edward Jones, statistico finanziario americano.

## Dow Jones



Inizialmente rappresentava l'andamento di 12 azioni ed era stato creato per capire l'andamento dell'attività industriale, in seguito è stato esteso alle 30 maggiori imprese statunitensi.

La prima quotazione, nel 1896 a 40.96, nel 1896 quotava 28.48, il suo minimo storico assoluto. Nel 1972 l'indice supera quota 1.000 per la prima volta. Durante gli anni 80 l'indice superò i 2.000 punti e il 19 ottobre 1987 perse, in un solo giorno, il 22.61%. Questo ribasso, tuttora il più grande calo avvenuto in un solo giorno, è conosciuto come "Black Monday" dagli investitori di tutto il mondo.

Nel tempo questo indice ha perso di rappresentatività per il numero ridotto di azioni (rispetto alla varietà notevole di imprese quotate) e per il meccanismo di equa pesatura. Tuttavia, viene ancora utilizzata soprattutto per le analisi di tipo macroeconomico e storico, essendo l'unico con una profondità temporale così ampia. Le prime rilevazioni risalgono agli albori dell'Ottocento.

Oggi si usa come proxy del mercato soprattutto Standard & Poor 500, noto nella forma abbreviata di S&P 500, è il più importante indice azionario statunitense. È stato

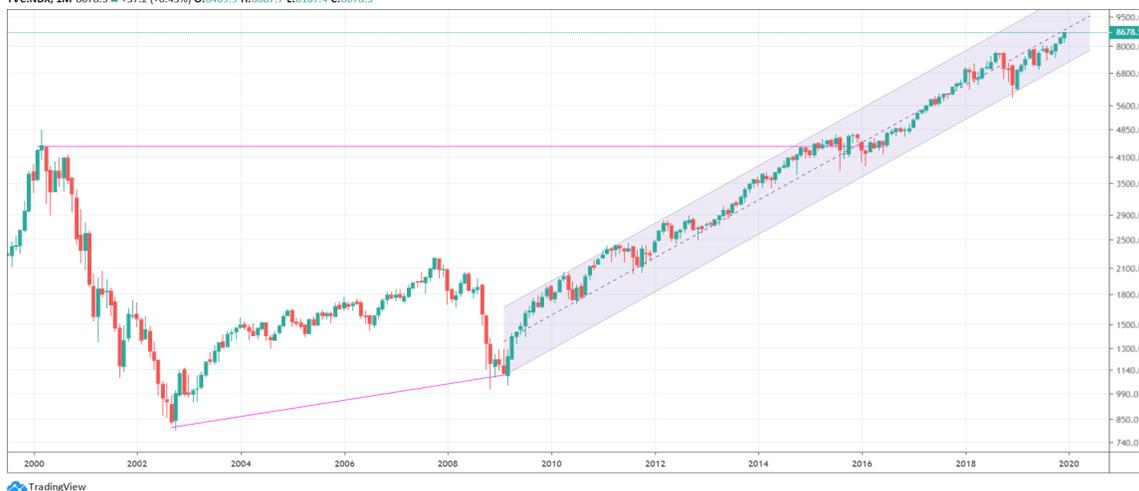
creato da Standard & Poor's nel 1957 e segue l'andamento di un paniere azionario formato dalle 500 aziende statunitensi a maggiore capitalizzazione.



NASDAQ, acronimo di National Association of Securities Dealers Automated Quotation (lett. "Associazione nazionale degli operatori in titoli con quotazione automatizzata") è il primo esempio al mondo di mercato borsistico elettronico, cioè di un mercato costituito da una rete di computer.

L'indice Nasdaq Composite comprende le azioni di tutte le società quotate in borsa NASDAQ (per un totale di oltre 5000). Il valore di mercato viene calcolato come segue: il numero totale di azioni della società viene moltiplicato per il valore di mercato corrente di una singola azione.

InvestingHaven.com published on TradingView.com, December 22, 2019 11:39:03 UTC  
TVC:NDX, 1M 8678.5 ▲ +37.2 (+0.43%) O:8409.9 H:8687.7 L:8167.4 C:8678.5



Per il mercato italiano il FTSE MIB (acronimo di Financial Times Stock Exchange Milano Indice di Borsa) è il più significativo indice azionario della Borsa Italiana.

È il paniere che racchiude le azioni delle 40 società italiane, quotate sull'MTA o sul MIV con maggiore capitalizzazione, flottante e liquidità che rappresentano oltre l'80% della capitalizzazione complessiva e quasi il 90% del controvalore degli scambi.

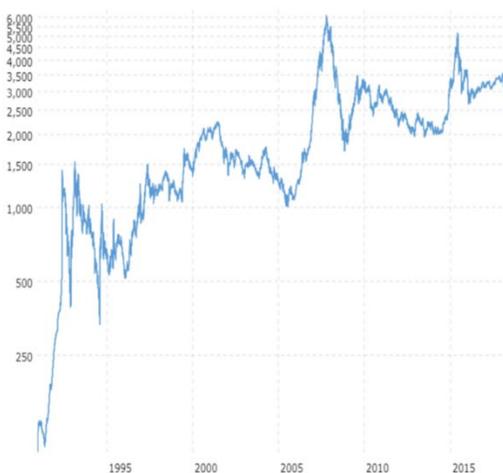


Con la globalizzazione è cresciuto il peso delle borse asiatiche, anche se il volume degli scambi e del valore di borsa complessivo non è salito ancora in modo comparabile con l'incremento del peso relativo delle economie.

## In Cina

### SSE Composite

L'indice SSE Composite comprende tutte le azioni (A e B) scambiate nella Borsa di Shanghai. L'indice, gestito direttamente dalla piazza azionaria cinese, è stato lanciato il 15 luglio 1991.



## In India

L'indice principale della Borsa indiana é il Nifty 50.  
E' costituito dalle azioni di 50 società indiane selezionate sia per la loro capitalizzazione globale che per la loro rappresentatività dell'attività economica del paese.



## La redditività degli strumenti azionari nel tempo

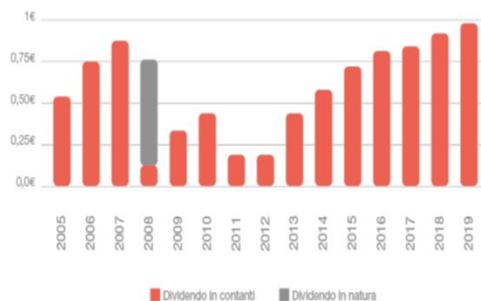
Prima ancora di parlare di redditività storica della classe azionaria (che ne giustifica come vedremo l'utilizzo nelle nostre scelte di investimento) familiarizziamo con alcuni dei termini che potremmo incontrare quando investiamo in azioni.

Abbiamo già accennato al dividend yield o rendimento annuale derivante dalla distribuzione dei dividendi.

### Alcuni termini usati comunemente

**Il dividend yield o dividendo per azione**

**Il dividendo pagato dalla azienda rispetto al prezzo di mercato**



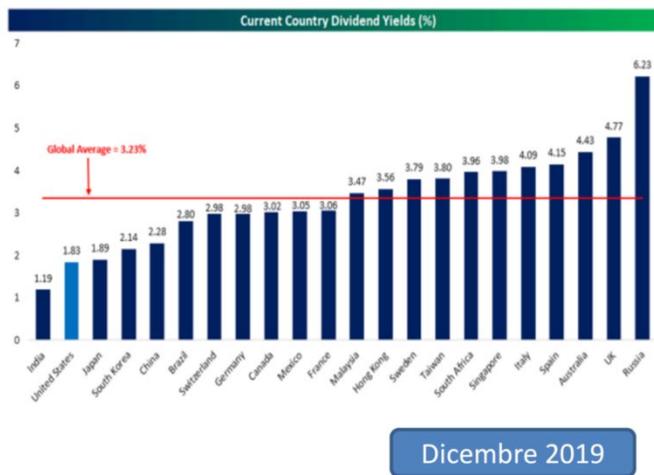
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dividendo per azione (€)	0,54	0,75	0,90	0,15	0,35	0,45	0,20	0,30	0,45	0,60	0,72	0,80	0,85	0,90	0,9

Le abitudini di distribuzione variano molto tra paesi diversi, sia per la differenza di imprese, sia per l'impostazione culturale più o meno propensa alla distribuzione periodica dei risultati. Possiamo verificare agevolmente questo fenomeno, ma comparando il dividend yield medio di mercati diversi.

Alcuni termini usati comunemente

Il dividend yield o dividendo per azione di un mercato

Il dividend yield medio pagato dalle aziende costituenti un indice di mercato



India e Cina nel 2019 erano i paesi che distribuivano meno dividendi, mentre UK e Australia sono tra i paesi maturi finanziariamente che hanno una distribuzione stabile di risultati.

Un altro termine molto usato, derivante dalla tradizione contabile anglosassone, è il cosiddetto price-earning (o prezzo per unità di utile). È un indicatore di convenienza e di attesa. Se il rapporto è elevato vuol dire che ci sono poche alternative o che ci aspettiamo un incremento degli utili nei prossimi anni (si pensi alle aziende in forte crescita). Viceversa, in caso opposto.

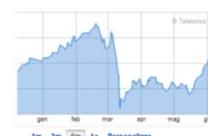
Alcuni termini usati comunemente

Il price/earning o prezzo su utili di una azienda

Rappresenta quanti anni di utili sono necessari per eguagliare il prezzo pagato

#### Dati fondamentali

Capitalizzazione	76.912.967.127
P/E [2018]	16,088
Ultimo dividendo	0,16 - 20/01/2020
Dividend Yield	2,11%
EPS [2018]	0,471
Settore	Servizi di pubblica utilità
Beta	0,734
Deviazione Standard	2,28
Value at Risk	5,304
Volatilità annuale	36,195

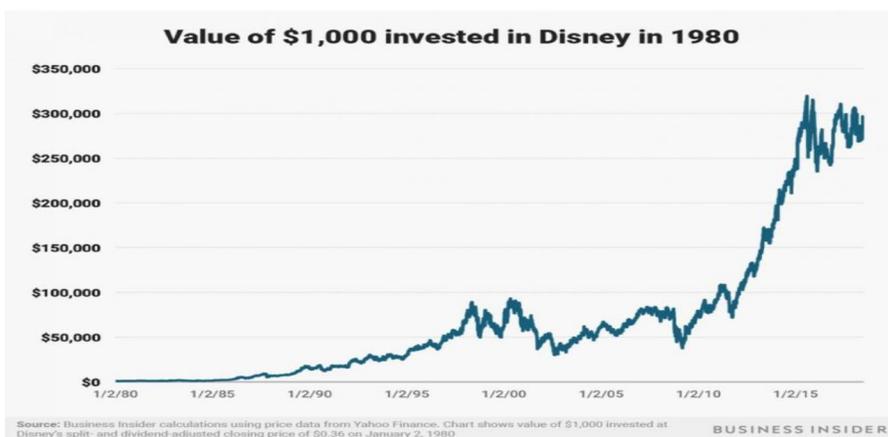


Questi termini e altri multipli sono utilizzati per valutare la convenienza di una azione o di un mercato da parte degli analisti. Valutare per scegliere è un compito comunque ancora più complesso rispetto all'investimento obbligazionario e necessita l'attività di specialisti, la conoscenza del mercato e non può essere improvvisata.

Ma lo sforzo di diversificare in questa classe di attivi è davvero utile per un investitore? Considerando utili distribuiti e variazione nel tempo del prezzo delle azioni, si aggiunge valore o si aggiunge solo e troppo rischio?

Se guardiamo l'andamento del prezzo dei singoli titoli possiamo avere deduzioni opposte. Estremamente positivo dagli inizi della quotazione per alcuni, anche considerando il rischio, estremamente improduttivo e rischioso per altri.

Senza scomodare grafici di aziende che operano in settori estremamente innovativi e tecnologici che hanno avuto rendimenti da capogiro negli anni duemila, anche la partecipazione ad una azienda che opera in settori consolidati come Disney dal 1980, avrebbe prodotto risultati impressionanti (300 volte l'investimento) per nulla comparabile con un investimento obbligazionario nello stesso periodo.

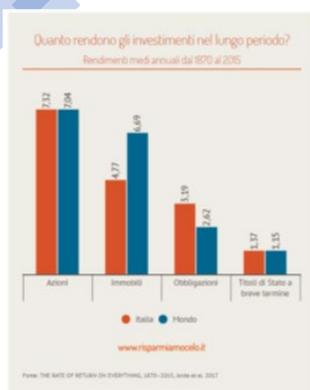


È altrettanto vero che aziende consolidate in settori anche stabili hanno potuto dare risultati opposti. Si pensi all'azzeramento del valore di Enron che all'inizio del 2001 era la settima azienda degli Stati Uniti.



Guardare singoli casi rischia di darci una visione sbagliata dell'investimento in azioni, e darci eccessiva euforia o senso di rischio. Le singole scelte dipendono da tanti fattori, molti di difficile interpretazione e gestione dal singolo investitore non professionale.

La valutazione va sempre fatta su un investimento diversificato nella classe di strumenti finanziari scelta, e con il giusto orizzonte temporale. Vi sono numerosi studi. Ne ho scelto in particolare uno che analizza un arco temporale molto ampio, dal 1870 al 2015.



The Rate of Return on Everything, 1870-2015\*

Oscar Jorda<sup>1</sup> Katharina Knoll<sup>2</sup> Dmitry Kuvshinov<sup>3</sup>  
Moritz Schularick<sup>1</sup> Alan M. Taylor<sup>4</sup>

March 2019



La teoria ci dice che un investimento più volatile e rischioso deve dare nel tempo rendimenti maggiori. La verifica sul campo su un intervallo così lungo non fa che confermarlo.

**Nel tempo il rendimento di un investimento azionario ha avuto un premio medio tra il 4% e il 6% a seconda del paese**

Premio al rischio

La differenza di rendimento annuale reale tra asset rischiosi e Titoli di Stato a breve termine

Paese	Azioni vs Titoli di Stato	Immobili vs Titoli di Stato
Australia	6,48	5,25
Belgium	6,08	3,94
Denmark	4,56	5,53
Finland	9,9	9,5
France	4,54	7,82
Germany	4,2	5,17
Italy	5,95	3,4
Japan	5,7	6,15
Netherlands	6,31	6,5
Norway	5,05	11,5
Portugal	4,85	6,79
Spain	5,96	5,12
Sweden	6,42	6,74
Switzerland	6,09	4,86
UK	6,05	4,21
USA	6,94	4,58
Media	5,89	5,54

Fonte: THE RATE OF RETURN ON EVERYTHING, 1870-2015, Jorda et al. 2017

Il suggerimento è sempre lo stesso. Tempo, pazienza e diversificazione.

## I prodotti ibridi e derivati

Accanto alle obbligazioni e ai contratti di partecipazione, vi sono molti prodotti ibridi che prevedono la presenza simultanea di entrambe le tipologie di contratto.

La forma più conosciuta è l'obbligazione convertibile. Il loro possessore ha la facoltà di decidere se rimanere creditore della società emittente per tutta la durata del prestito, oppure se, in determinati periodi, convertire il proprio status da creditore a socio (azionista) sulla base di un rapporto di cambio predeterminato (nel regolamento di emissione). A fronte di questo accetta un rendimento a scadenza in caso di non conversione un po' più basso.

Gli elementi caratteristici di tale obbligazione sono:

- il metodo di conversione: diretto (qualora le azioni di compendio siano dello stesso emittente delle obbligazioni) o indiretto (qualora le azioni di compendio siano emesse da una società diversa dall'emittente delle obbligazioni);
- il prezzo di conversione (o rapporto di conversione) che esprime il numero di azioni ottenibili per ogni obbligazione;
- il periodo di conversione, che rappresenta il periodo (o i periodi) a partire dal quale è possibile chiedere la conversione.

Esempio:

Si consideri un prestito obbligazionario convertibile caratterizzato da un rapporto di conversione pari a 1/2 (ossia 1 azione ogni 2 obbligazioni possedute), convertibile solo alla scadenza. Al termine della obbligazione il titolare potrà scegliere se farsi rimborsare o convertire in azione.

Supponendo che il valore nominale di ogni obbligazione sia pari a € 100,00, risulta:

$$\text{prezzo di conversione} = € 100,00 \times 1/2 = € 50,00$$

L'obbligazionista avrà vantaggio a convertire l'obbligazione qualora il prezzo di mercato dell'azione sia superiore a € 50,00.

Vi sono poi tantissime forme di obbligazioni strutturate. Nonostante il loro termine richiami nell'investitore l'idea di un contratto di credito, possono essere qualcosa di estremamente diverso. Cedola o valore nominale possono essere legati ad azioni, indici, verificarsi di eventi.

Oggi questi strumenti sono molto diffusi anche sul mercato delle famiglie nonostante la complessità. Si pensi allo sviluppo di alcune categorie di certificati che si caratterizzano per una struttura molto esposta ai rischi estremi (reverse convertible). In questi casi l'investitore, in cambio di un rendimento maggiore, si assume il rischio che l'azione o il mercato di riferimento scenda al di sotto di una determinata valutazione. Al verificarsi dell'evento negativo a scadenza o nel corso della vita della

obbligazione (a seconda del contratto) l'investitore sopporterà la perdita derivante dalla riduzione di valore.

Va da sé che questi strumenti vanno compresi bene e conosciuti in tutti gli elementi anche a bassa probabilità prima di essere oggetto di investimento.

Una ultima categoria di strumenti sono i cosiddetti derivati. Lo strumento derivato o semplicemente derivato in finanza è un titolo che deriva il proprio valore da un altro asset finanziario oppure da un indice, che è definito sottostante.

## Le polizze a contenuto finanziario

Gli strumenti finanziari analizzati possono essere oggetto di investimento diretto o indiretto, mediante l'utilizzo di gestioni patrimoniali o fondi comuni. Una forma alternativa di investimento finanziario è quella che utilizza contenitori di tipo assicurativo.

La norma assicurativa distingue l'attività di settore in Rami. Quelli che ci interessano ai fini degli investimenti sono le polizze ramo vita e le polizze multianno.

Le polizze sulla vita si dividono in diversi gruppi, o Rami, con specifiche caratteristiche. Comune a tutte è l'impegno della società assicurativa di versare al beneficiario (possono essere più di uno) un capitale o una rendita al verificarsi di un evento (decesso o invalidità) che riguarda la vita della persona assicurata o di chi ha sottoscritto il contratto (le due figure possono coincidere). Il maggiore vantaggio delle polizze vita è rappresentato dall'esenzione dall'imposta di successione del capitale erogato al beneficiario in caso di morte. Inoltre, le polizze vita sono "non sequestrabili" e "non pignorabili", ossia godono di un regime speciale giustificato dall'obiettivo della protezione del capitale che è riconosciuto a chi destina parte dei suoi soldi per un fine individuale, il risparmio, che è però anche "sociale" in quanto rafforza la stabilità finanziaria del sistema, individui compresi.

La polizza vita ramo I è un investimento a capitale garantito, i cui rendimenti dipendono dall'andamento di un patrimonio separato dal patrimonio dell'azienda assicurativa in cui confluiscono tutti i premi versati, accompagnato da una assicurazione vita. Le gestioni separate investono in titoli obbligazionari a lunga scadenza e prevalentemente in titoli di Stato. A differenza dei fondi comuni di investimento e degli ETF, il cui patrimonio è valutato giorno dopo giorno in base al valore di mercato, le polizze ramo I valorizzano gli attivi delle gestioni separate a costo storico.

Per il servizio di gestione e la garanzia del capitale, la compagnia assicurativa trattiene un compenso. Può trattarsi di una percentuale del rendimento del patrimonio separato (ad esempio l'80%) o consistere in una decurtazione fissa (ad esempio la Compagnia trattiene l'1,50% l'anno).

Le polizze di ramo III, che comprendono le polizze index linked e unit linked non devono, garantirti la restituzione del capitale. Proprio per questo, anche gli investimenti sottostanti sono diversi dal ramo I: non più in prevalenza titoli di Stato, ma anche investimenti più “aggressivi”.

Nel caso delle index linked, il capitale che ti verrà restituito sarà più alto o più basso a seconda dell’andamento di un indice di Borsa o un paniere di azioni. Nelle unit linked, il capitale che ti verrà restituito dipenderà dall’andamento di un fondo comune, che può essere costruito ad hoc dalla compagnia o può essere un fondo comune presente sul mercato.

La polizza ramo V è una polizza a capitalizzazione, che non prevede quindi il corredo di una assicurazione vita ma solo la gestione garantita di un capitale.

I prodotti multiramo (o ibridi) consentono al cliente di ripartire l’investimento in due componenti: la componente investita in gestioni separate e quella investita in fondi di investimento; o, più nello specifico, una polizza vita rivalutabile tradizionale (ramo I), e una polizza ramo III.