

Take Home Exam

Data di consegna 20.12.2007

Sistema Finanziario

1 Individuare, all'interno dell'appendice statistica del Bollettino mensile di Novembre della BCE (www.ecb.int) le seguenti grandezze relative alla situazione consolidata dell'Eurosistema: (i) oro e crediti in oro, Operazioni di rifinanziamento a istituzioni creditizie, (iii) banconote in circolazione, (iii) conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria). Discutere poi:

- Gli effetti di una operazione di rifinanziamento sulla base monetaria
- A che tassi vengono svolte le operazioni di rifinanziamento
- Che significato ha il tasso EONIA e che rapporto esiste tra questo tasso e i tassi di remunerazione della riserva obbligatoria.
- Quale è attualmente il requisito di riserva obbligatoria
- Quale era ad agosto 2007 il totale delle passività delle istituzioni creditizie dell'Eurosistema soggette a riserva

Nel medesimo Bollettino si identifichino i valori di stock di base monetaria M1, M2 e M3 a data recente:

- Quali sono le componenti che differenziano i tre aggregati ?
- Che cosa sono le operazioni di mercato aperto e quali effetti hanno sulla base monetaria ?
- Si elenchino i principali canali di creazione e distruzione di base monetaria.

Valutazione titoli obbligazionari

2a Al 1 gennaio dell'anno X i tassi spot a 1,2,3,5 e 10 anni sono: $r_1 = 3.54\%$, $r_2 = 3.65\%$, $r_3 = 3.855\%$, $r_5 = 4.05\%$, $r_{10} = 4.525\%$. Si ipotizzi che per le scadenze intermedie i tassi spot siano calcolabili per interpolazione lineare.

Tralasciando gli effetti fiscali e quelli legati al *rating* dell'emittente, si calcoli per un *coupon bond* a cedola annuale posticipata del 5 % di durata decennale: (i) il valore di emissione, (ii) la *duration*, (iii) la *modified duration*. Utilizzando la *modified duration* si calcoli la variazione di prezzo per uno *shift* parallelo della curva dei tassi di 100 b.p. (in entrambe le direzioni).

Si calcoli infine il tasso di rendimento a scadenza (*yield to maturity*) del *coupon bond* e si dimostri che il montante dato dal reinvestimento di ogni singolo flusso a tale tasso eguaglia il montante del valore di emissione sul periodo di **dieci** anni.

2b Utilizzando la medesima curva dei tassi dell'esercizio precedente si costruisca un *bond* a flusso cedolare irregolare, di durata 10 anni, emissione e rimborso alla pari, tale che le cedole dei primi cinque anni siano il doppio di quelle dei secondi cinque.

E' possibile calcolare il valore di questo *bond* all'inizio del sesto anno ? Che ipotesi sono necessarie per procedere ? Quali teoria sottintende l'ipotesi ?

Calcolate sulla base della *spot curve* dell'esercizio precedente i tassi *forward* annuali fino al quinto anno. E' possibile calcolare dei tassi *forward* per periodi di investimento quinquennali ? Se si quanti e quali sono ?

2c Assumete che le due società Alfa e Beta siano impegnate nell'emissione di obbligazioni alle seguenti condizioni:

	Alfa	Beta
Ammontare (MLN/€)	1.000	100
Prezzo di emissione	99	100
Scadenza	15	15
Garanzia	Ipoteca	Nessuna
Facoltà di rimborso anticipato (call) dopo anni	10	7
Call price	111	106
Coupon Rate	9%	11%

Elencate quattro possibili motivi per cui la cedola offerta da Alfa è inferiore a quella di Beta. Se le due società hanno il medesimo rating come emittenti, è ragionevole affermare che le due emissioni avranno lo stesso *rating* ?

2d Alla data del 1.1.2006 sul mercato i seguenti titoli di un emittente il cui rating implica un *credit spread* di 50 b.p. esprimono i seguenti prezzi:

	scadenza	cedola	prezzo
Zero coupon	31.12.2006		97.0874
Coupon bond	31.12.2007	3%	99.0642
Coupon bond	31.12.2008	5%	102.8665

E' possibile da questa tabella calcolare i tassi spot per investimenti privi di rischio per i prossimi tre anni ? Se si quali sono ? Se no, perché ?

Siete in grado di rintracciare sui siti delle principali società di *rating* (www.standardandpoors.com; www.moodys.com ; www.fitchratings.com) la distribuzione per classi di rating delle obbligazioni *corporate* europee e la stima della percentuale di *default* a 5 anni collegata a ciascuna classe ? Secondo voi, l'emittente di questa domanda, approssimativamente che *rating* ha ?

Valutazione titoli azionari

3a Le tavole seguenti illustrano il Piano Industriale per i prossimi quattro anni del Gruppo Industriale Pollo. Si proceda ad un valutazione, alla data del 1.1.2008, con il metodo dell' *unlevered discount cash flow* (DCF) tenendo conto delle seguenti indicazioni.

- le immobilizzazioni finanziarie sono rappresentate esclusivamente da una partecipazione del 70% in una società immobiliare, non consolidata. L'immobile relativo ha un valore di 75 MLN/€e la società ha debito per 10 MLN/€
- il costo del capitale di debito è del 7%
- il Beta di un gruppo di *comparables* è di circa 1.1
- le prospettive di crescita di lungo periodo del business sono mediamente buone, anche se si può sostenere che il *competitive advantage period* della società termini con l'ultimo anno di Piano.

Si effettui una analisi di sensibilità sui parametri del *weighted average cost of capital* (WACC) e del tasso di crescita di lungo periodo.

3b Si calcolino inoltre, sulla base del valore ottenuto, i principali multipli utilizzati nell'analisi finanziaria con riferimento agli anni 2007, 2008 e 2009. Che differenza c'è tra multipli storici (*trailing*) e multipli prospettici (*leading*) ? Quali sono maggiormente significativi ? Si evidenzi il rapporto tra dividendi distribuiti e valore delle società (*dividend yield*).

Dati Economici Consolidati Gruppo Pollo

MLN/€	2007	2008	2009	2010	2011
Vendite	250	270	320	350	355
crescita yoy	6.4%	8.0%	18.5%	9.4%	1.4%
Costo del venduto *	(132) -52.8%	(138) -51.1%	(160) -50.0%	(175) -50.0%	(177) -49.9%
Costi di vendita e pubblicità *	(25) -10.0%	(31) -11.5%	(40) -12.5%	(41) -11.7%	(43) -12.1%
Costi generali ed amministrativi *	(18) -7.2%	(19) -7.0%	(22) -6.9%	(22) -6.3%	(23) -6.5%
EBIT	75 30.0%	82 30.4%	98 30.6%	112 32.0%	112 31.5%
(oneri)/proventi finanziari e delta cambi (oneri)/proventi straordinari	(4)	(3)	(4)	(4)	(5)
EBT	71 28.4%	79 29.2%	94 29.5%	108 30.7%	107 30.1%
Imposte Minorities	(34)	(35)	(43)	(48)	(48)
NET PROFIT	37 14.8%	43 16.0%	51 15.9%	59 16.9%	59 16.5%
tax rate	-48%	-45%	-46%	-45%	-45%
* di cui :					
Ammortamenti beni materiali	(15)	(15)	(17)	(17)	(17)
Ammortamenti beni immateriali	(2)	(2)	(2)	(3)	(2)

Dati Patrimoniali Consolidati Gruppo Pollo

MLN/€	2007	2008	2009	2010	2011
Imm. Immateriali	5	7	7	7	8
Imm. Materiali	27	48	50	51	51
Imm. Finanziarie	12	12	12	12	12
IMMOBILIZZAZIONI	44	67	69	70	71
Rimanenze	63	68	83	91	96
as % of turnover	25%	25%	26%	26%	27%
Clienti	75	81	96	105	107
as % of turnover	30%	30%	30%	30%	30%
(Fornitori)	(66)	(69)	(80)	(53)	(53)
as % of COGS	50%	50%	50%	30%	30%
Altre attività a B/T	22	22	23	32	34
(Altre passività a B/T)	(22)	(18)	(22)	(23)	(26)
CCN	72	84	100	153	157
TFR e altri fondi a M/L	(13)	(13)	(14)	(15)	(16)
CAPITALE INVESTITO NETTO	103	138	155	208	212
PATRIMONIO NETTO	62	85	106	130	139
MINORITIES					
Cash	(12)	(14)	(11)	(8)	(11)
Debiti finanziari a M/L	27	44	40	46	36
Debiti finanziari a B/T	25	22	20	39	48
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	41	52	49	77	73

check

N.B. eventuali discrepanze nei totali sono dovute a differenze di arrotondamento.

4 Securitization

- Quale differenza esiste tra *market value* ABS (*asset backed securities*) e *cash flow* ABS ?
- Fornite degli esempi di attivi solitamente smobilizzati tramite operazioni di *securitization* a seconda dell'*originator*
- Indicate le modalità tipiche di *credit enhancement* utilizzate in una operazione di cartolarizzazione, evidenziando per ciascuna di esse i principali vantaggi e svantaggi in termini di *rating* dell'operazione e di costo
- Si descrivano i principali rischi legali attinenti ad una operazione di cartolarizzazione avente ad oggetto mutui immobiliari ed in particolare le principali difese relativamente all'insolvenza dei soggetti coinvolti (*originator*, SPV, debitori ceduti)

IPO

5a Dal sito della Borsa Italiana (www.borsaitalia.it) si ricavi l'elenco delle operazioni di (i) IPO, (ii) Aumenti di capitale, (iii) offerte secondarie, (iv) OPA per l'anno 2006. Complessivamente i flussi canalizzati dalla Borsa sono stati positivi o negativi ? Di quanto ?

Con riguardo alle IPO:

- Si dividano in tre gruppi per ammontare collocato (< 50 MLN/€ 50-200 MLN/€ > 50 MLN/€) e si mostri l'ammontare complessivo del collocato di ciascun Gruppo diviso per Offerta di sottoscrizione ed Offerta di Vendita. Commentare.
- Si identifichino le operazioni che non hanno avuto collocamento presso il pubblico, ma esclusivamente presso investitori istituzionali. Si commentino le ragioni che possono essere alla base di una tale scelta
- Si verifichi quale è stata la performance di mercato delle società neoquotate nel 2006 al termine del primo giorno e del primo mese di negoziazioni. Commentare. E' possibile calcolare l' IPO *discount* medio ?

Quali criteri dovrebbero guidare la scelta di allocazione degli ordini ricevuti nella fase di *bookbuilding* di una IPO ? L'applicazione di criteri corretti può aiutare il successo dell'operazione ?

OPA

6a Una società quotata Q il cui capitale è composto da 1.000 azioni è controllata di diritto dal socio A, che ne estrae benefici privati del controllo per 250 € La capitalizzazione complessiva in Borsa è di 1.250 € La media delle quotazioni nell'ultimo anno è stata 0.6 €

Il soggetto B intende acquisire il controllo di Q. B è in grado di gestire Q meglio di A, così da incrementarne il valore di 300 € Tuttavia ha anche maggiori possibilità di estrarre benefici privati del controllo, così che, ragionevolmente, sarà in grado di "depredare" Q di una ricchezza complessiva di 400 €

- Se B acquista tutte le azioni di A al prezzo di 1.8 € che effetto si produce per gli azionisti di minoranza di Q in assenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria ?
- In presenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria che obblighi all'acquisto di tutte le azioni delle minoranze al prezzo dell'acquisto della maggioranza cosa succede ?

- In presenza di una disciplina dell'OPA obbligatoria che obblighi all'acquisto di tutte le azioni delle minoranze alla media tra il prezzo medio di Borsa degli ultimi 12 mesi e il prezzo dell'acquisto della maggioranza cosa succede ?

Quali sono le finalità di una disciplina dell'OPA obbligatoria ?

Si descrivano i diversi tipi di benefici privati del controllo nel caso di società controllate da un unico soggetto e nel caso di società "*public companies*" ad azionariato diffuso.