

I mercati finanziari

I mercati finanziari: classificazione

Complesso di scambi aventi per oggetto gli strumenti finanziari e costituiscono un luogo fisico o virtuale nel quale vengono scambiati tali strumenti.

Possono essere classificati in base a:

- Natura degli strumenti negoziati: creditizi e mobiliari: presenza o meno dei requisiti di trasferibilità/negoziabilità.
- Il rapporto tra le controparti:
 - nei mercati creditizi è fortemente personalizzato, rapporti definiti su base bilaterale destinati a prolungarsi su tutta la durata contrattuale;
 - nel mercato mobiliare la posizione di investitore è instabile ed il rapporto con l'emittente è più impersonale.
- Significato de prezzi:
 - Creditizi, rapporto bilaterale con negoziazione diretta del prezzo;
 - Mobiliari, prezzi sono negoziati sulla base di proposte competitive, di acquisto e di vendita, in cui il grado di liquidità delle negoziazioni rappresenta un fattore di performance del mercato. Vantaggio di poter dar luogo al circuito "secondario".

...Segue

- **Durata e funzione degli strumenti: mercati monetari** (strumenti con termine entro 12 mesi, funzione di gestione delle liquidità) **e di capitali** (medio/lungo termine, impieghi con ciclo economico di rientro non breve).
- In relazione alla funzione dei circuiti finanziari che il mercato alimenta. Si assume che:
 - nel mercato monetario, che ha per oggetto strumenti a breve termine, prevalga la funzione di gestione della liquidità degli operatori (impresa e intermediari finanziari): si impiegano temporanee eccedenze di fondi e si finanziano temporanei fabbisogni;
 - nel mercato dei capitali, che ha per oggetto strumenti a medio lungo termine, siano alimentati, invece, sia funzionale a soddisfare fabbisogni per investimenti in capitale fisso che hanno un ciclo economico di rientro non breve.
- **Svolgimento temporale dello scambio: cash** (negoziazione si strumenti di base con consegna e pagamento immediati) vs. **derivati** (strumenti complessi rientranti nella categoria dei mercati a termine);

...Segue

- Attività del mercato mobiliare: primari (scambi in sede di emissione titoli tra emittente e investitore, funzione di fissare un prezzo ovvero informativa) vs **secondari** (negoziazioni che hanno per oggetto titoli già in circolazione);
- Taglio delle transazioni e natura degli operatori: dettaglio (investitori persone fisiche, operazioni contenute) vs. **ingrosso** (investitori professionali ed istituzionali, operazioni controvalore elevato, MTS)
- **Sistema di negoziazione di pricing: ad asta** (order driven: gli ordini di acquisto e vendita sono incrociati sulla base di priorità di prezzo e di tempo) vs. **market making** (quote driven: presenza di un intermediario che espone le proposte di prezzo e le relative quantità che è disposto a vendere o acquistare);

La funzione dei mercati mobiliari

- Contribuire all'efficiente allocazione delle risorse finanziarie ai fini della formazione del capitale produttivo. In particolare:
 - **Funzione di finanziamento**: emissione e collocamento dei titoli sul mercato corrispondono ad una provvista fondi;
 - **Funzione di pricing** e di determinazione del rendimento atteso sui titoli. Effetto sulla domanda di fondi: influenza sul processo allocativo;
 - **Funzione di liquidità** dei titoli: attraverso il mercato secondario, indipendentemente dalla loro durata contrattuale. Ciò comporta minore rischio quindi rendimento atteso più basso e minore costo del capitale che di traduce in una più estesa finanziabilità degli investimenti;
 - **Funzione di riduzione dei costi di transazione**: costi operativi ridotti per via di economie di scala, efficienza tecnica. Costi di informazione per via degli obblighi informativi posti dal mercato;
 - **Funzione di trasferimento del controllo delle società di capitali**: rafforzamento della posizione di controllo attraverso migliori performance.

La struttura dei mercati mobiliari

La struttura si articola intorno a tre componenti:

- **Soggetti**: interni al mercato (intermediari, gestori, autorità di controllo) ed esterni (emittenti ed investitori);
- **Gli strumenti scambiati**;
- **Le procedure di negoziazione e di regolamento dello scambio.**

Il mercato monetario

Esistono due accezioni diverse di mercato monetario:

- Insieme delle transazioni su titoli a breve scadenza, fino a 12 mesi;
- Insieme delle transazioni che agevolano l'aggiustamento delle posizioni di liquidità dei diversi operatori e che necessitano quindi di operazioni rapide. In questa accezione ampia rientrano anche le operazioni tra banche e Banca Centrale e quelle del mercato interbancario.

La presenza di un mercato monetario efficiente consente di ridurre il costo-opportunità della detenzione di riserve di liquidità (caratterizzate da rendimenti molto bassi o nulli).

Per svolgere tale funzione i titoli devono presentare alcune caratteristiche:

- **Scadenza nominale breve o brevissima;**
- **Alta negoziabilità sul mercato secondario:** tagli accessibili, alta qualità dell'emittente, presenza di forme di organizzazione efficiente del mercato secondario;
- **Impersonalità dei rapporti tra emittenti e sottoscrittori:** tipica in generale di tutti i titoli trasferibili.

I principali strumenti finanziari del mercato monetario

- **Buoni del Tesoro e CTZ** (Enti pubblici) e **Carte commerciali** o Commercial Papers (emessi da privati e da banche): ovvero delle obbligazioni a breve termine.
- **I contratti pronto contro termine (PCT)**: dove il cedente (in questo caso quasi sempre un istituto bancario) cede dei titoli (di solito per un periodo compreso fra 1 mese ed i 6 mesi, raramente si arriva a 12 mesi), e si impegna a riacquistarli ad una cifra determinata alla scadenza prefissata. L'interesse su questo genere di contratto di solito viene pagato anticipatamente.
- **Titoli di certificati di deposito**: anche essi sono titoli di credito, nominativi o al portatore, emessi per finanziare le necessità di “cassa” degli istituti bancari, che vengono emessi praticamente a flusso continuo. Questi titoli documentano semplicemente un deposito vincolato fino alla scadenza prestabilita e hanno un rendimento fisso o variabile collegato esclusivamente a parametri finanziari ben definiti (LIBOR, EURIBOR, tasso nominale dei BOT etc etc).
- **Accettazione Bancaria**: è un titolo di credito che rappresenta il futuro pagamento di una determinata somma a favore del possessore. Strumento utilizzato quasi esclusivamente nell'ambito del commercio internazionale.

Il mercato dei cambi

Caratteristiche:

- L'oggetto delle transazioni è la disponibilità di fondi denominati in valute diverse da quella domestica; sul mercato dei cambi vengono pertanto definiti i prezzi della moneta nazionale in termini di monete estere.
- Il trasferimento fisico della valuta è assolutamente marginale, si attuano normalmente trasferimenti contabili.
- Per la natura delle operazioni svolte è un mercato prevalentemente all'ingrosso.
- Le operazioni svolte sono riconducibili ai contratti a pronti (liquidati entro 2 giorni), a termine (liquidati entro 12 mesi) ed ai contratti derivati tipo future, swap e option.

Funzione:

- Rende possibile il reperimento delle valute necessarie per regolare gli scambi commerciali tra operatori di paesi diversi (tutela dal rischio di cambio con i contratti a termine);
- Rende possibile investimenti in capitali nei mercati azionari e obbligazionari esteri e in qualunque altro strumento finanziario;
- I movimenti delle valute creano la possibilità di generare profitti o perditi in base alle previsioni sul loro andamento lasciando spazio ad azioni speculative.

Gli operatori del mercato dei cambi

- Operatori che utilizzano la valuta estere per concludere iniziative economiche o finanziarie: es. importatori ed esportatori;
- Speculatori che operano per trarre profitto prevedendo l'andamento futuro dei cambi;
- Arbitraggisti: si inseriscono nelle imperfezioni del mercato per ottenere profitti contenuti, ma certi (es. diversa quotazione dello stesso tasso di cambio su piazze diverse);
- Intermediari: agevolano l'incontro tra domanda ed offerta (definizione del prezzo double way);
- Banche Centrali: gestione delle riserve valutarie ed azioni di politica economica e di tutela della moneta nazionale.

Il mercato dei capitali

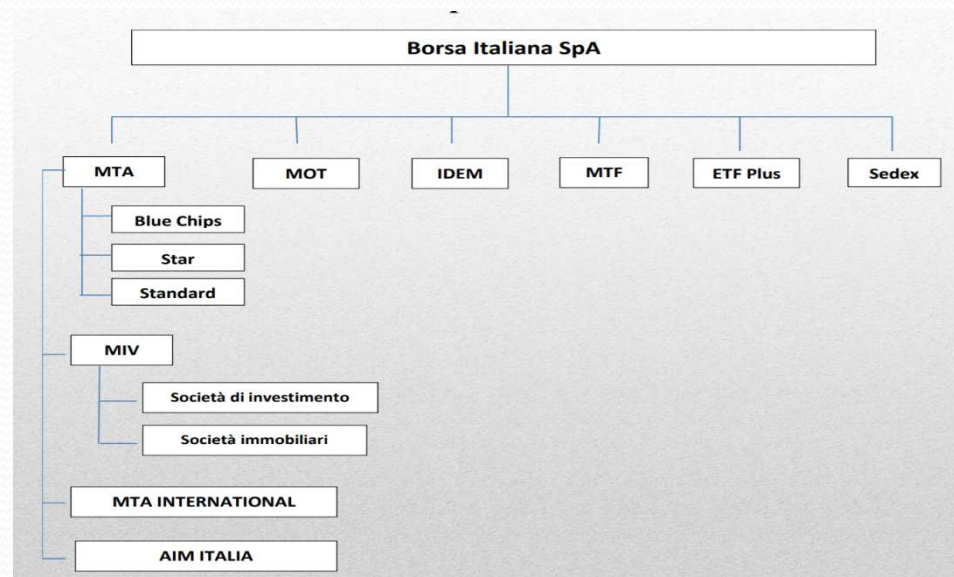
Comprende le negoziazione dei titoli aventi durata superiore ai 12 mesi. Si suddivide in due grandi settori: i titoli azionari ed i titoli di debito emessi sia dallo Stato che da società private. Questi titoli rappresentano la fonte prioritaria per il finanziamento degli investimenti in capitale fisso.

Caratteristiche della Borsa:

- presenza di un soggetto giuridico proprietario e responsabile della gestione del mercato (assetto pubblico o privato), in Italia il processo di privatizzazione della Borsa si è concluso nel 1998;
- Esistenza di una struttura fisica e logistica di un mercato;
- Definizione dei requisiti per l'ammissione alla quotazione riguardanti sia le società sia i titoli. Per la Borsa italiana i principali sono:
 - Capacità di generare ricavi in condizioni di autonomia gestionale;
 - Titoli liberamente trasferibili;
 - Esistenza del flottante (25% del capitale diffuso tra il pubblico);
 - Capitalizzazione di mercato pari ad almeno 5 milioni di euro;
 - Definizione di procedure standardizzate per le negoziazioni, per la fissazione del prezzo e per la liquidazione (es. asta a chiamata);
 - Esistenza di organi di controllo super partes (es. Consob).

L'assetto dei mercati mobiliari italiani

- I mercati mobiliari sono articolati in due diverse strutture societarie:
 - **Borsa Italiana Spa**: società a cui fa capo la gestione dei mercati regolamentati (azioni, obbligazioni, titoli di Stato, contratti derivati al dettaglio);
 - **Mercato Telematico dei Titoli di Stato Spa**: negoziazione all'ingrosso dei titoli di stato e delle obbligazioni corporate.



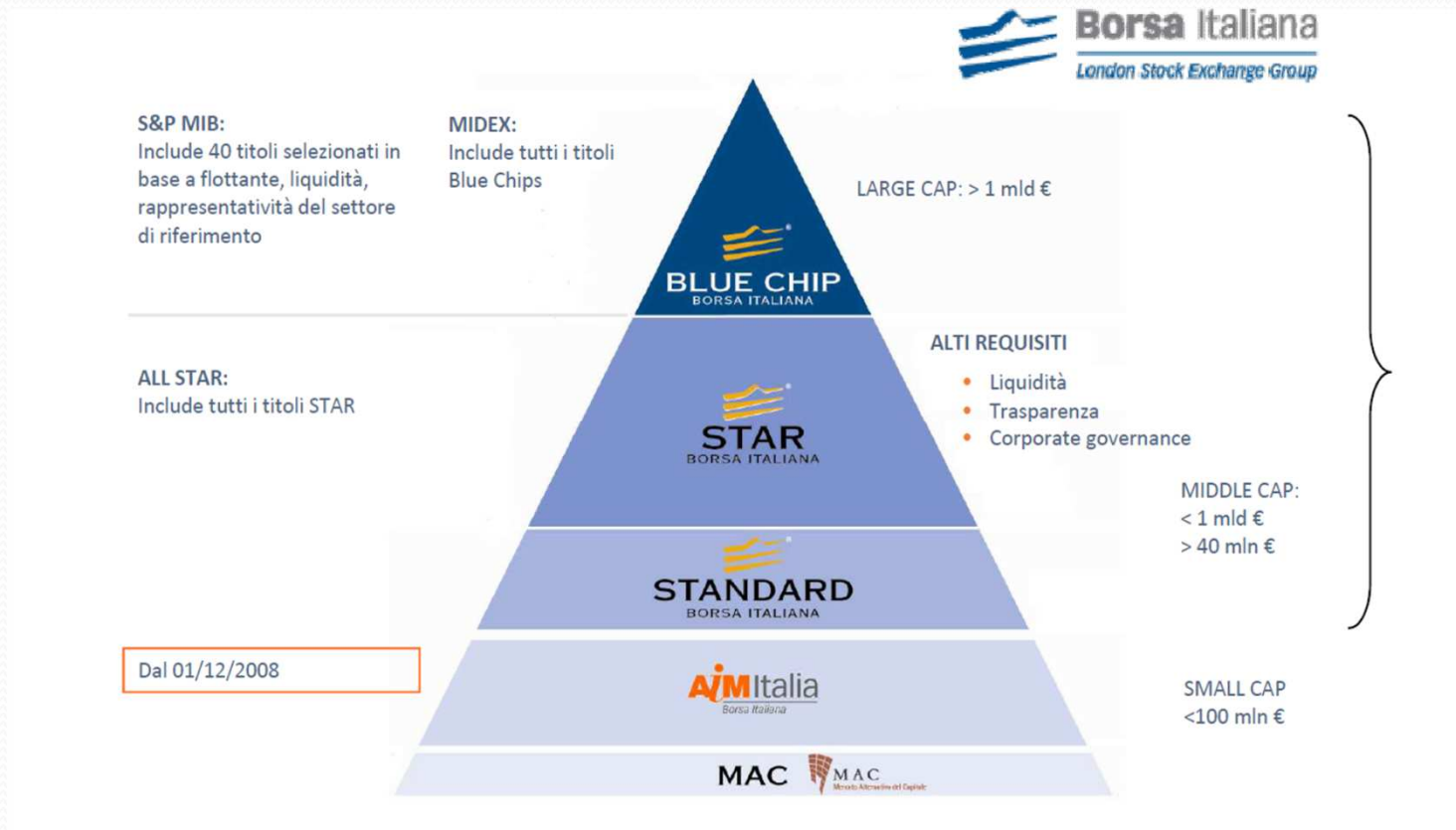
Mercato azionario

- Il mercato Telematico Azionario (MTA): è il mercato principale in cui sono quotati, oltre alle azioni e agli strumenti con contenuto azionario (obbligazioni convertibili, warrant) anche i certificati rappresentativi di quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi. Al suo interno poi si articola per segmenti di emittenti definiti in base alle caratteristiche dimensionali ed economiche:
 - blue chips, cioè i titoli di alta capitalizzazione (oltre 1mld di €);
 - star, costituito da emittenti di capitalizzazione tra 40 e 1mld e rispondenti ad alti requisiti informativi di corporate governance e di liquidità;
 - segmento ordinario rappresentato da tutti gli altri emittenti.

Indice	Descrizione
FTSE Italia All-Share	Rappresenta i titoli delle società appartenenti agli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap ed FTSE Italia Small Cap.
FTSE MIB	Misura la performance dei primi 40 titoli italiani per dimensione e liquidità.
FTSE Italia Mid Cap	Rappresenta i 60 titoli delle società con maggior capitalizzazione, escludendo i componenti del FTSE MIB.
FTSE Italia Small Cap	È composto dalle altre azioni, al di fuori dell'indice FTSE MIB e del FTSE Italia Mid Cap, che rispettano requisiti minimi di liquidità e flottante.
FTSE Italia Micro Cap	Tutte le azioni non rappresentate dall'Indice FTSE Italia All-Share per carenza di liquidità.
FTSE Italia STAR	Rappresenta le società appartenenti al segmento STAR. Contemporaneamente le società STAR fanno parte anche degli altri indici a seconda della loro dimensione e liquidità.
Indici settoriali	Le società sono comprese anche in indici settoriali, a seconda della loro attività.

- MIV – Mercato degli Investment Vehicles: Mercato dedicato ai veicoli di investimento;
- MTA International: il segmento dell'MTA dedicato ad azioni di emittenti di diritto estero già negoziate in altri mercati regolamentati europei;
- AIM Italia: Mercato dedicato alle PMI a bassa capitalizzazione che prevede requisiti di accesso semplificati calibrati sulle esigenze delle stesse.

Struttura del mercato azionario



Altri mercati

- SEDEX, il segmento in cui si negoziano strumenti come covered warrant e certificates;
- MOT, il mercato obbligazionario telematico in cui si negoziano obbligazioni (eccetto quelle convertibili in azioni), titoli di Stato, euroobbligazioni e ABS, cioè titoli derivanti da cartolarizzazione di crediti, al dettaglio;
- TAH, After hours, il mercato telematico in cui è possibile negoziare dopo la chiusura della Borsa, ma solo per gli strumenti dell'MTA (azioni) e del SEDEX (covered warrant e certificates);
- ETFplus, il mercato telematico in cui si negoziano quote o azioni di OICR (SGR e Sicav);
- IDEM, il mercato degli strumenti derivati (future e contratti di opzione su valute, tassi di interesse e strumenti finanziari). Fanno eccezione i forward che pur essendo dei contratti derivati sono negoziati in mercati OTC, over the counter, cioè non regolamentati.

Perché quotarsi

Un'azienda sceglie di quotarsi in Borsa per:

- raccogliere importanti risorse finanziarie per accelerare lo sviluppo della Società e, in particolare, per finanziare la crescita organica e le acquisizioni;
- diversificare le fonti di finanziamento, riducendo la dipendenza dal sistema del credito;
- utilizzare le azioni come moneta per acquisizioni e alleanze strategiche;
- aumentare la credibilità della società grazie alla presenza di qualificati investitori nel capitale;
- aumentare la visibilità della società e rafforza la sua credibilità nei confronti di clienti e fornitori a livello internazionale;
- dare un valore oggettivo e trasparente alla Società;
- dare flessibilità e liquidità all'azionariato consentendo ad alcuni soci di liquidare, in tutto o in parte, la loro partecipazione;
- motivare e coinvolgere il management nei risultati di un'impresa — aumentare lo standing e la visibilità della Società.

Il mercato obbligazionario

- E' l'insieme delle transazioni aventi per oggetto titoli debito aventi durata superiore ai 12 mesi, tipicamente dai 3 ai 10 anni. Gli emittenti principali sono il tesoro e le banche.
- I titoli del debito al dettaglio vengono scambiati sul Mot gestito da Borsa italiana. Oltre ai titoli di Stato e internazionali, sulla piattaforma vengono scambiate obbligazioni convertibili, come bond societari, obbligazioni sovranazionali e Abs
- La piattaforma si divide in due segmenti, DomesticMOT ed EuroMOT. Il primo segmento sono scambiati titoli di Stato italiani, nell'EuroMOT vengono invece esclusivamente negoziati bond che possono essere liquidati sui mercati esteri, come titoli di Stato stranieri, euro-obbligazioni della Repubblica italiana, bond sovranazionali ed Eurobond.
- Il modello è quello order driven. Borsa Italiana lo definisce un sistema "in cui tutti i partecipanti al mercato possono inserire la propria proposta di acquisto o vendita concorrendo direttamente alla formazione del prezzo.
- Il mercato si divide in mercato primario e secondario

L'efficienza dei mercati finanziari

In campo economico e finanziario, l'efficienza può essere misurata sotto 3 diverse angolature:

- **Efficienza allocativa**: i mercati garantiscono un'allocazione tra le unità richiedenti secondo un ordine di priorità che a parità di rischio premia i rendimenti maggiori. Condizioni di un mercato efficiente:
 - la necessità che tutti gli attori del mercato siano informati sulle opportunità disponibili;
 - l'esigenza che tutti gli attori del mercato, siano orientati nelle loro scelte da funzioni obiettivo convergenti verso la massimizzazione della propria funzione utilità: (selezione degli investimenti fondati su un sistema di prezzi (rendimenti) in grado di riflettere tempestivamente tutte le informazioni disponibili sulla situazione economica-finanziaria del prenditore). In tale ipotesi, il sistema dei prezzi svolge una funzione critica di vari aspetti:
 - riveste un ruolo allocativo, facendo affluire le risorse là dove sono più scarse;
 - una funzione distributiva, determinando, in base alle risorse disponibili, le quantità scambiabili;
 - una funzione informativa, aggregando informazioni e convogliandole al mercato

Segue...

- **Efficienza informativa**: affinché le risorse siano distribuite in modo ottimale (efficienza allocativa), è strumentale e condizione necessaria un principio di efficienza informativa. I mercati garantiscono che le informazioni sulle unità richiedenti siano liberamente accessibili a tutti gli investitori.
- Un mercato – in termini statici - può essere efficiente sotto il profilo informativo se:
 - i prezzi riflettono costantemente tutta l'informazione disponibile, e dato un certo set di informazioni, non è possibile ottenere un beneficio economico facendo leva su di esso;
 - gli operatori agiscono razionalmente in modo da massimizzare la propria funzione di utilità.
- In termini dinamici, il livello di efficienza informativa è inversamente proporzionale ai tempi di diffusione necessari al mercato per integrare nei prezzi nuove informazioni e alla lunghezza del percorso che le informazioni devono compiere perché si possa raggiungere un nuovo stato di equilibrio.

Segue...

- Esistono 3 stadi di efficienza informativa:
 - **efficienza debole**, corrisponde allo stato in cui le attese di rendimento degli investitori e, di riflesso, i prezzi incorporano tutte le informazioni storiche. Ciò vuol dire che non c'è informazione relativa al passato dell'emittente e alla storia dei prezzi dello strumento che possa consentire di trarre un beneficio di prezzo. Soltanto chi dispone di informazioni a carattere prospettico può trarre profitto da eventuali operazioni di arbitraggio;
 - **efficienza semiforte**, presuppone che i rendimenti-prezzi riflettano l'informativa pubblica. Sulla base di tale informazione quindi non è possibile conseguire profitti basati su aspettative di variazione dei prezzi, i quali hanno già incorporato completamente il valore dell'informativa disponibile (non solo dell'informazione storica, ma anche relativa agli scenari economici e alle prospettive dell'emittente);
 - **efficienza forte**, in cui i prezzi incorporano tutta l'informativa disponibile (sia pubblica che privata, sia storica che prospettica); essa porta a negare la possibilità di anticipare il mercato e quindi di negoziare valori mobiliari a condizioni vantaggiose sul piano economico. Nonostante le regole di trasparenza, permangono informazioni "private" sfruttabili a proprio vantaggio degli insider trader.

Segue...

- Efficienza operativa:
 - efficienza tecnica: cioè la necessità che gli intermediari razionalizzino la propria struttura dei costi in modo da limitare il peso degli oneri di transazione;
 - efficienza funzionale: condizioni atte ad agevolare l'incontro fra domanda e offerta e ad accrescere, di riflesso, la significatività del sistema dei prezzi e la loro attitudine a informare rapidamente e in modo efficiente gli operatori interessati

Indicatori di performance dei mercati

- **Spessore**: esistenza di ordini di acquisto e vendita basati su prezzi sia superiori che inferiori a quello corrente secondo una distribuzione ampia e fitta;
- **Ampiezza**: consistenza del volume di ordini da eseguire per ogni possibile livello di prezzo;
- **Elasticità**: tempestività con cui il mercato reagisce ai segnali impliciti nelle variazioni di prezzo.

Esiste un rapporto di reciproca influenza tra le condizioni di funzionalità dei mercati e l'efficienza informativa.

I processi dell'intermediazione finanziaria

- **Scambio diretto e autonomo**: i datori ed i prenditori di risorse finanziarie scambiano senza fare ricorso ad alcun intermediario;
- **Scambio diretto e assistito**: i datori ed i prenditori di fondi sono controparti dirette, ma sono assistiti da un intermediario senza la cui presenza lo scambio non avrebbe luogo (non negoziano autonomamente). Intermediazione mobiliare;
- **Scambio indiretto o intermediato**: il trasferimento di risorse finanziarie si realizza mediante l'intervento di uno o più intermediari che assumono il ruolo di "scambista intermedio" che si costituisce debitore nei confronti del datore primario di risorse finanziarie e creditore verso il prenditore finale. Interposizione dello stato patrimoniale. Intermediazione creditizia.

Le caratteristiche dello scambio finanziario

- Lo scambio finanziario è costituito da prestazioni monetarie di segno opposto e distanziate nel tempo;
- L'estensione temporale implica che le due prestazioni abbiano un diverso grado di incertezza: la prestazione del datore è certa mentre quella del prenditore è comunque aleatoria, poiché è subordinata all'incertezza del suo comportamento e delle condizioni economico-finanziarie future, che gli consentiranno o meno di adempiere alle obbligazioni assunte
- L'incertezza della prestazione differita è sia esterna che interna al contratto;
- Il livello di incertezza dipende dalla qualità e quantità delle informazioni e dalle capacità previsionali che il datore di fondi riesce ad ottenere sul profilo di rischio della controparte. Per una decisione di investimento appropriata occorre si disponga, nella fase pre-scambio, dell'informazione maggiore (completezza) e migliore (affidabilità) possibile sia nel controllo dell'andamento dell'investimento e del comportamento del prenditore (fase postscambio)

Imperfezioni dello scambio diretto

- Presenza di asimmetrie informative: il rapporto tra i potenziali scambisti è strutturalmente caratterizzato da una situazione di asimmetria informativa a svantaggio dell'investitore potenziale. Questa situazione di adeguatezza dell'informazione riguarda sia la quantità che la qualità (attendibilità/incertezza) delle informazioni.
- Inoltre, questi subisce anche il rischio di comportamento opportunistico (moral hazard) della controparte, che è in grado di sfruttare la propria condizione di superiorità informativa.
- L'informazione insufficiente (incompleta e inaffidabile) e l'aspettativa di comportamenti opportunistici agisce negativamente sulle decisioni di investimento dei datori di risorse. (poiché l'incertezza impedisce anche un'attendibile valutazione del rischio prospettico).
 - **L'azzardo morale** o l'opportunismo post-contrattuale prevede che le parti interessate allo scambio (principale e agente) abbiano ex ante informazioni eguali circa ogni aspetto rilevante ai fini del contratto, ma l'asimmetria informativa si manifesti successivamente alla definizione del contratto.
 - Si ha un problema di **selezione avversa** (opportunismo pre-contrattuale) quando, prima del contratto, l'agente ha migliori informazioni sulle proprie caratteristiche (o sulle caratteristiche del bene oggetto dello scambio) rispetto al principale (le azioni dell'agente sono invece facilmente verificabili).

Segue...

- **Divergenza nelle preferenze:** diversa propensione al rischio ed alla liquidità degli scambisti. Lo scambio può realizzarsi solo se le preferenze sono convergenti (rischio e propensione alla liquidità).
 - l'offerta di fondi per tipi di investimento a basso rischio e a scadenza breve eccede la domanda;
 - viceversa la domanda di fondi per progetti imprenditoriali ad alto rischio e a scadenza protratta eccede l'offerta.

In questo modo il mercato realizza un volume di scambi inferiore al fabbisogno complessivo ed è quindi incompleto

- **Razionalità limitata:** il comportamento dei soggetti non è completamente razionale, ma è condizionato dall'incompletezza dei modelli decisionali utilizzati oltre che dall'utilizzo di modelli semplificati e criteri approssimativi (razionalità limitata), ciò contribuisce a condizionare l'efficienza delle scelte di scambio e quindi del funzionamento del mercato. La disponibilità di informazione è condizione necessaria ma non sufficiente della razionalità della decisione
- **Costi di transazione:** oneri che il soggetto sostiene per effettuare e gestire lo scambio. Costo unitario di transazione: volume, ripetitività e frequenza.

Fattori di superamento dell'imperfezione dei mercati

I mercati finanziari fondati sullo scambio diretto sono imperfetti, e ciò costituisce una ragionevole spiegazione dell'esistenza degli intermediari, che contribuiscono a migliorare il sistema di scambio rendendo possibile il trasferimento di risorse fra soggetti che, diversamente, si sarebbero astenuti dallo scambio.

Fattori che riducono le imperfezioni:

- **Organizzazione del mercato**: caratteristica soprattutto dei mercati regolamentati tende a diminuire le asimmetrie informative (obblighi di trasparenza, standard informativi, etc).
- **Norme comportamentali nei mercati regolamentati**: si stabiliscono standard deontologici che riducono i comportamenti opportunistici.
- **Sviluppo di una logica fiduciaria**: la necessità di preservare le relazioni fiduciarie impedisce l'insorgere di comportamenti opportunistici o perversi.
- **Diversificazione/specializzazione degli strumenti finanziari** (es. derivati, mercati secondari) per mitigare la divergenza delle preferenze degli scambisti;
- **Riduzione dei costi di transazione** (accentramento delle negoziazioni, perfezionamento tecnologico, sviluppo delle funzioni di market making, etc)