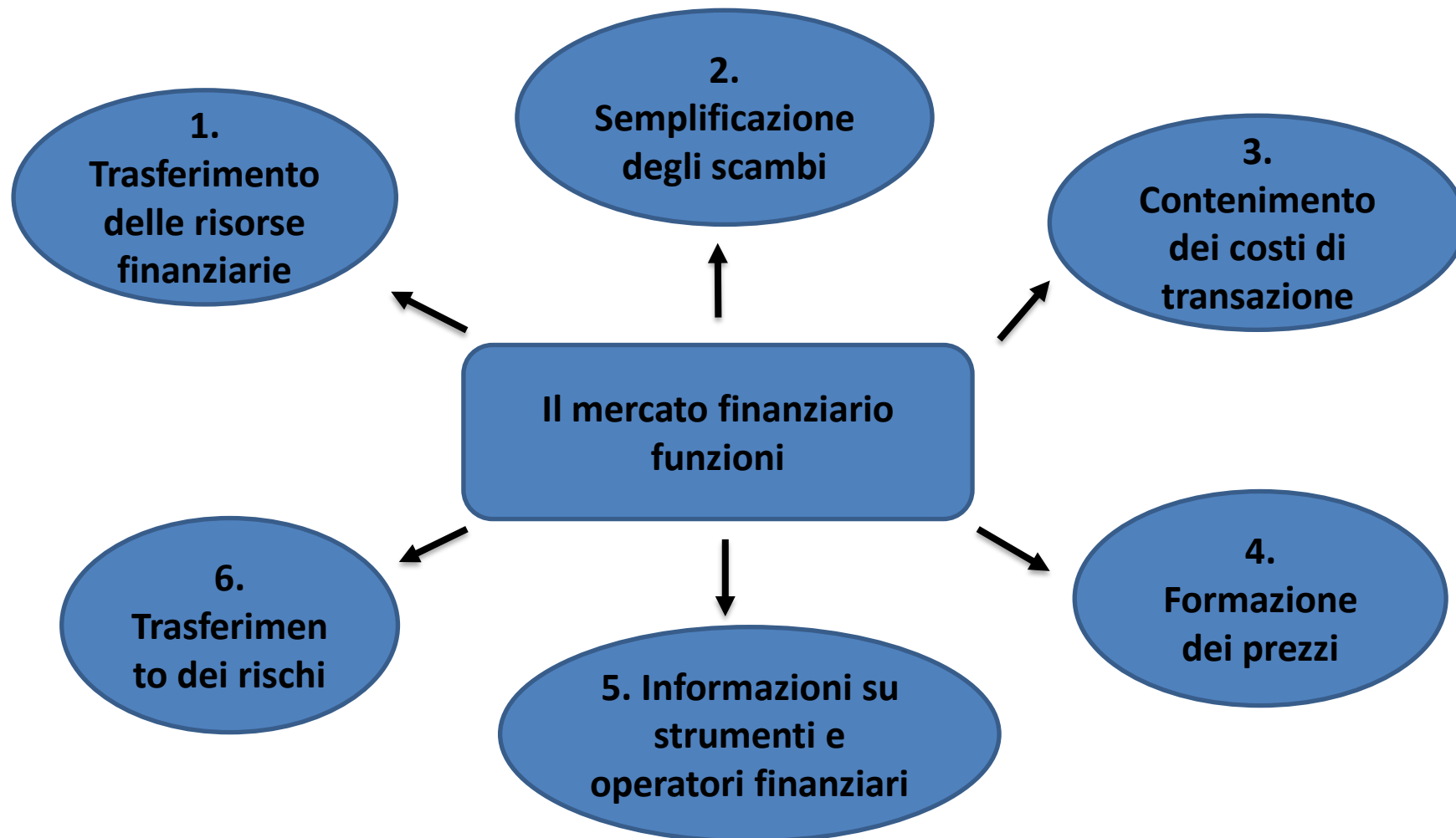

I mercati finanziari

Prof. Domenico Curcio

Cattedra di Mercati e investimenti finanziari

I mercati finanziari - funzioni



I mercati finanziari - classificazione

Il mercato finanziario è lo spazio economico in cui domanda e offerta di strumenti e servizi finanziari si incontrano.

La classificazione maggiormente utilizzata distingue tra:

- Mercato creditizio
- Mercato mobiliare
- Mercato assicurativo
- Mercato dei servizi di pagamento

I mercati finanziari – classificazione

- Dei titoli di debito, dei titoli azionari, dei cambi
- Creditizi e mobiliari
- Primari e secondari
- Regolamentati e OTC
- Monetario e dei capitali

I mercati finanziari – classificazione

Criterio di classificazione	Mercato
Strumenti trattati	Monetario Obbligazionario Azionario Degli strumenti derivati
Momento dello scambio	Primario Secondario
Natura istituzionale	Pubblico Privato
Ordinamento	Regolamentato Non regolamentato (OTC)
Dimensione geografica	Nazionale Internazionale
Dimensione unitaria degli scambi (taglio)	All'ingrosso Al dettaglio
Procedura di regolamento	A contante (a pronti) A termine
Struttura logistica	Fisica Telematica

I mercati finanziari – efficienza

Funzioni dei mercati finanziari

- Trasferimento delle risorse finanziarie
- Trasferimento dei rischi

- Formazione dei prezzi
- Informazioni su strumenti e operatori finanziari

- Semplificazione degli scambi
- Contenimento dei costi di transazione

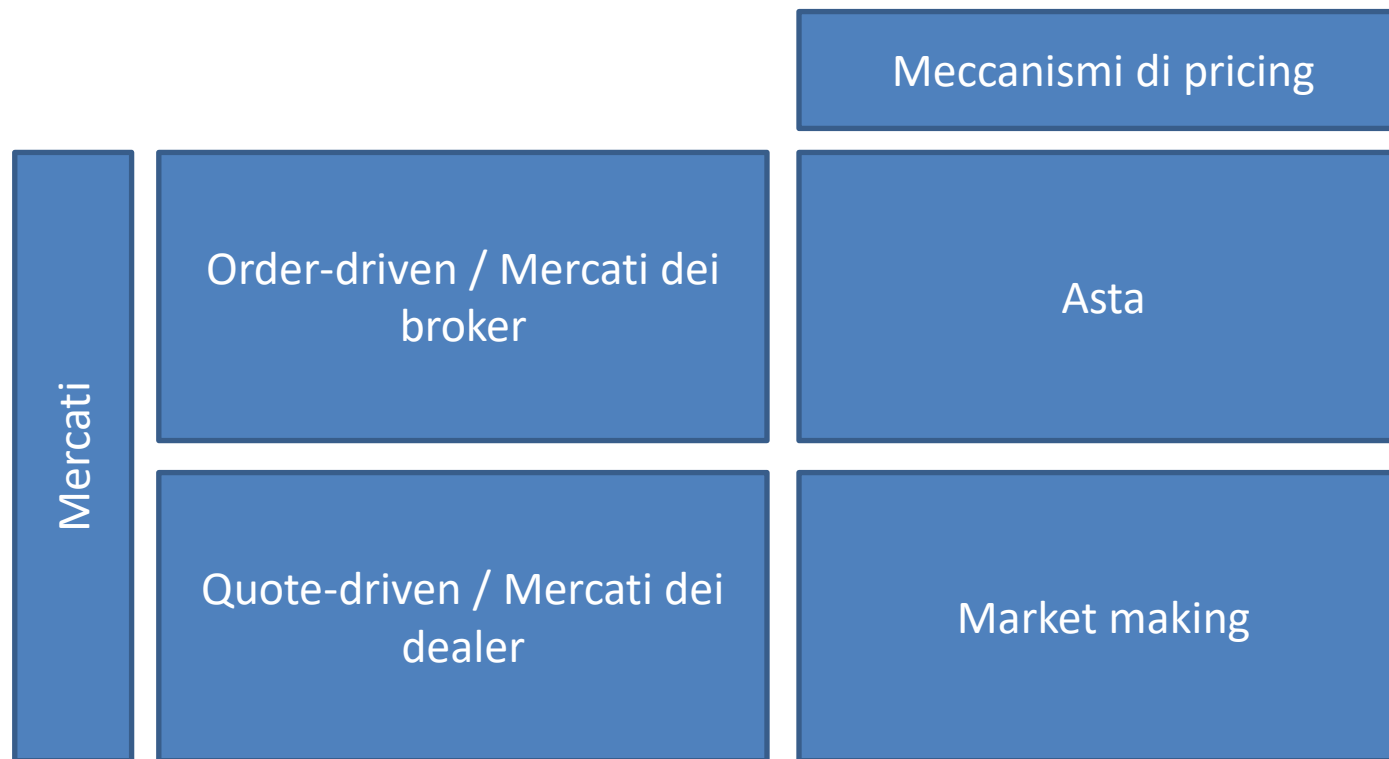
Definizioni di efficienza

Efficienza allocativo-funzionale

Efficienza informativa

Efficienza tecnico-operativa

I mercati finanziari – forme organizzative



I mercati finanziari – fasi di funzionamento

Fasi	Descrizione
Ammissione alla contrattazione	L'istituzione che regola gli scambi e l'autorità di vigilanza preposta provvedono alla verifica delle condizioni per l'ingresso nel mercato regolamentato dell'emittente e degli strumenti da negoziare
Conferimento dell'ordine	Il soggetto economico interessato all'operazione conferisce l'incarico all'intermediario abilitato, dando le istruzioni relative all'operazione
Esecuzione dell'ordine	L'intermediario individua la controparte e definisce le clausole contrattuali sulla base delle quali regolare l'operazione
Liquidazione	Definisce gli obblighi delle controparti circa l'operazione conclusa. Può essere lorda o netta.
Regolamento	Effettivo scambio degli strumenti finanziari. Può avvenire secondo due schemi: rolling settlement o «a contanti» (operazioni realizzate in una stessa giornata sono liquidate e quindi regolate entro un numero di giorni prestabilito) e account settlement o «a termine» (tutte le transazioni riferite ad un certo orizzonte temporale saranno liquidate e quindi regolate in una sola giornata).

Il mercato primario: le forme organizzative

	Collocamento privato	Collocamento pubblico	Asta (competitiva o marginale)
Offerta	L'emittente concorda preventivamente con gli investitori le caratteristiche dell'emissione (prezzo e quantità) e poi procede all'offerta	L'emittente comunica tutte le caratteristiche: prezzo e quantità	L'emittente comunica tutte le caratteristiche dell'emissione tranne il prezzo
Richiesta	Gli investitori esprimono le loro proposte in termini di quantità	Gli investitori esprimono le loro proposte in termini di quantità	Gli investitori esprimono le loro proposte in termini di quantità e prezzo
Aggiudicazione	Assegnazione al prezzo indicato dall'emittente. Eventuale ricorso a regole secondarie in caso di eccesso di domanda.	Assegnazione al prezzo indicato dall'emittente. Eventuale ricorso a regole secondarie in caso di eccesso di domanda	Individuazione dei partecipanti che hanno offerto le migliori condizioni e assegnazione a un unico prezzo, quello più basso (asta marginale), o a prezzi (rendimenti) differenti (asta competitiva)

Il mercato secondario: le forme organizzative

Tipologie di strutture

Mercati fisici

Esiste un edificio dove gli operatori interessati alla negoziazione si recano per esporre le proprie proposte e trovare la controparte con cui effettuare gli scambi.

Mercati telematici

L'interazione tra gli operatori avviene non fisicamente, ma tramite una «macchina» centrale alla quale essi sono collegati e a cui spetta il compito di raccogliere le proposte immesse, di visualizzarle e di eseguirle.

Il mercato secondario: le forme organizzative

Sistemi di esecuzione degli ordini (1)

Mercati a ricerca autonoma: i potenziali acquirenti e venditori provvedono autonomamente alla ricerca della controparte con cui effettuare l'operazione. Non ci sono regole codificate per l'incontro di domanda e offerta. Questo tipo di mercato si sviluppa quando il numero delle transazioni è così piccolo da rendere non conveniente l'uso di un intermediario.

Mercati dei broker: i broker sono mediatori puri, che hanno il compito di far incontrare domande e offerta e che, per questa attività, svolta in conto terzi, guadagnano commissioni (% del valore dell'operazione). I mercati dei broker sono più liquidi dei mercati a ricerca autonoma, ma non vi è la certezza che gli ordini inviati dagli investitori ai broker siano eseguiti, perché i broker non assumono posizioni in proprio.

Il mercato secondario: le forme organizzative

Sistemi di esecuzione degli ordini (2)

Mercati quote driven (o dei dealer): gli scambi avvengono tramite una categoria di intermediari detti dealer, che operano in conto proprio. I prezzi delle negoziazioni sono guidati dalle quotazioni a cui i dealer si impegnano a comprare e vendere. La loro remunerazione è rappresentata dal differenziale tra il prezzo a cui sono disposti a vendere e quello a cui sono disposti a comprare. I mercati quote driven possono essere misti e prevedere la presenza di broker e dealer. Sono più liquidi dei mercati dei broker, ma tendenzialmente anche più costosi. MTS è un esempio di mercato dealer.

Mercati order driven (o dei broker): i prezzi sono guidati dall'interazione tra ordini di acquisto e vendita provenienti dagli investitori. Tali ordini passano per i broker e affluiscono al mercato in due modalità: **asta a chiamata** e **asta continua**. Nella prima la negoziazione si concentra in un momento ben definito della seduta in cui i broker in possesso degli ordini di acquisto e vendita si confrontano verbalmente (**asta gridata**) oppure telematicamente in remoto (**asta telematica**) fino ad arrivare alla formazione del prezzo che consente di uguagliare domanda e offerta o almeno di soddisfare la maggioranza degli ordini. Nella seconda le proposte di acquisto e vendita confluiscono durante l'intera giornata.

Il mercato secondario: le forme organizzative

Esempio di asta a chiamata telematica: l'asta di apertura dell'Euronext Milan di Borsa Italiana

Regola n. 1: il prezzo teorico di apertura è quel prezzo che consente di massimizzare la quantità negoziabile

Prezzo teorico	Proposte di acquisto	Proposte di vendita	Quantità negoziabile
3,50	40.000	20.000	20.000
3,55	35.000	30.000	30.000
3,60	28.000	32.000	28.000
3,65	25.000	35.000	25.000

In questo caso, il prezzo è 3,55

Il mercato secondario: le forme organizzative

Esempio di asta a chiamata telematica: l'asta di apertura dell'Euronext Milan di Borsa Italiana

Regola n. 2: se ci sono due prezzi che consentono di negoziare lo stesso quantitativo, il prezzo teorico di apertura è quello che produce la differenza minima tra volume di acquisti e volume di vendite

Prezzo teorico	Proposte di acquisto	Proposte di vendita	Quantità negoziabile	Scarti tra acquisti e vendite
3,50	40.000	20.000	20.000	20.000
3,55	35.000	30.000	30.000	5.000
3,60	30.000	32.000	30.000	2.000
3,65	25.000	35.000	25.000	10.000

In questo caso, il prezzo è 3,60

Il mercato secondario: le forme organizzative

Esempio di asta a chiamata telematica: l'asta di apertura dell'Euronext Milan di Borsa Italiana

Regola n. 3: se ci sono due prezzi che generano lo stesso scarto tra acquisti e vendite, il prezzo è quello più alto, se la maggiore pressione è sul lato degli acquisti, e il prezzo più basso, se la maggiore pressione è sul lato delle vendite

Prezzo teorico	Proposte di acquisto	Proposte di vendita	Quantità negoziabile	Scarti tra acquisti e vendite
3,50	40.000	20.000	20.000	20.000
3,55	35.000	30.000	30.000	5.000
3,60	30.000	35.000	30.000	5.000
3,65	25.000	35.000	25.000	10.000

?

Il mercato secondario: le forme organizzative

Esempio di asta a chiamata telematica: l'asta di apertura dell'Euronext Milan di Borsa Italiana

Regola n. 4: se le quantità sul lato acquisti sono uguali a quelle sul lato vendite, il prezzo di apertura è quello più prossimo al **prezzo statico** (prezzo di riferimento del giorno precedente)

Regola n. 5: se quest'ultimo prezzo non esiste, si applica il prezzo più basso tra tutti quelli risultanti dall'applicazione delle prime tre regole

Il mercato secondario: le forme organizzative

La formazione del prezzo nell'asta continua telematica: l'immissione delle proposte di negoziazione

Le proposte di negoziazione sono ordinate per prezzo in maniera che sia facilmente visibile l'ordine migliore disponibile. Un investitore che deve comprare guarda le proposte di vendita e un investitore che deve vendere quelle di acquisto.

Acquisti		Vendite	
Quantità (unità)	Prezzo (€)	Prezzo (€)	Quantità (unità)
10.000	Senza limite	Senza limite	2.000
30.000	8,50	7,80	4.000
1.000	8,25	7,90	6.000
2.500	7,80	8,20	10.000
25.000	7,75	8,50	35.000

Il mercato secondario: le forme organizzative

La formazione del prezzo nell'asta continua telematica: l'incrocio delle proposte di negoziazione

Immaginiamo che un operatore intenda vendere 5.000 unità del titolo la cui situazione di mercato è riportata nella seguente tabella. Se non fornisce indicazioni di prezzo, la sua proposta è accettata al prezzo migliore (8,50). In questo caso, successivamente, le proposte di acquisto a 8,50 scenderebbero a 35.000 unità (40.000-5.000). Se arriva una proposta di vendita a 8,60, che non può essere eseguita, si andrà ad aggiungere al book di negoziazione.

Prezzo	Acquisti	Vendite	Quantità scambiabile
8,50	40.000*	57.000	40.000
8,25	41.000	22.000	22.000
8,20	41.000	22.000	22.000
7,90	41.000	12.000	12.000
7,80	43.500	6.000	6.000

* Al prezzo di 8,50 sono soddisfatte le proposte degli operatori che hanno immesso ordini senza limiti (10.000) e degli operatori che hanno immesso ordini a 8,50 (30.000). Al prezzo di 8,25, oltre alle proposte degli operatori disposti a comprare a 8,50 possono essere soddisfatte ulteriori 1.000 proposte e così via

Il mercato secondario: le forme organizzative

Asta a chiamata e asta continua: vantaggi e svantaggi

Asta a chiamata	Asta continua
<p>Vantaggi</p> <ul style="list-style-type: none">• Tutte le informazioni in possesso degli operatori convergono in un unico momento (quello della negoziazione del titolo)• Lo scambio avviene alle migliori condizioni informative possibili• La liquidità è massima nel momento della chiamata	<p>Vantaggi</p> <ul style="list-style-type: none">• Consente di concludere le negoziazioni in qualsiasi momento durante l'intero arco della giornata• Permette di eseguire ogni proposta in condizioni di prezzo che inglobano repentinamente ogni nuova informazione pervenuta
<p>Svantaggi</p> <ul style="list-style-type: none">• Assicura liquidità e diffusione delle informazioni solo nel momento della chiamata. Se un operatore decide di negoziare in un momento diverso può dover attendere molto prima che la sua richiesta sia eseguita e arrivi nuova informazione relativa allo stesso titolo, con conseguente ridotta liquidità	<p>Svantaggi</p> <ul style="list-style-type: none">• Maggiore dispersione delle informazioni, che sono diffuse lungo l'intera seduta e non concentrate in un momento specifico

Il mercato secondario: le forme organizzative

Regole di svolgimento degli scambi	
 Mercati regolamentati Presenza di regole standardizzate Elevata liquidità degli strumenti Elevata trasparenza Presenza di istituti di compensazione e garanzia delle contrattazioni Bassa personalizzazione	 Mercati non regolamentati (OTC) Assenza di regole standardizzate Bassa liquidità degli strumenti Ridotta trasparenza Assenza di istituti di compensazione e garanzia delle contrattazioni Elevata personalizzazione

Mercati autoregolamentati

- **Sistemi multilaterali di negoziazione (MTF):** meno vincoli regolamentari e maggiori margini di flessibilità rispetto ai mercati regolamentati
- **Internalizzatori sistematici:** si fondano su un sistema di negoziazione bilaterale e non multilaterale, cioè in contropartita diretta con il soggetto costituente (banca o impresa di investimento)

Il mercato secondario: le forme organizzative

Le regole fondamentali del mercato regolamentato riguardano:	
Ammissione degli operatori	Criteri per individuare gli operatori autorizzati a negoziare sul mercato, volti ad evitare di ammettere alle negoziazioni soggetti che, per carenze organizzative o professionali, possano alterare il corretto ed efficiente funzionamento del mercato
Strumenti negoziabili	Requisiti di trasparenza e oggettività tali da renderli idonei alla sottoscrizione da parte di un pubblico ampio e diversificato
Modalità di negoziazione	Orari Modalità di immissione delle proposte (con o senza limite di prezzo) Sistemi di esecuzione delle proposte Esistenza di lotti minimi (facilitano l'accordo sulle quantità negoziabili e sono tipici dei mercati non molto ampi e spessi) Modalità di incrocio delle proposte (time priority, class priority, size priority) Modalità di liquidazione e regolamento (a contanti vs. a termine)

Il mercato secondario: esempi di proposte di negoziazione

- Esempio di applicazione di parametro «Esegui e cancella» (Eec). Si consideri il seguente book di negoziazione:

Acquisti		Vendite	
quantità	prezzo	prezzo	quantità
150	4,52	4,54	240
260	4,51	4,55	250
170	4,50	4,56	160
100	4,49	4,57	100
120	4,48	4,58	130

Il mercato secondario: esempi di proposte di negoziazione

- ❑ Esempio di applicazione di parametro «Esegui e cancella» (Eec). Si supponga che sul mercato arrivi una proposta di acquisto per un quantitativo pari a 300 a prezzo di mercato «esegui e cancella». L'ordine può essere eseguito al prezzo di 4,54 solo per una parte del quantitativo richiesto (240 unità), mentre l'ammontare residuo (60 unità) non rimane visualizzato sul book come proposta di acquisto a 4,54 (come accadrebbe normalmente in assenza del parametro «Esegui e cancella»), ma viene cancellato. Il book si modifica come segue:

Acquisti		Vendite	
quantità	prezzo	prezzo	quantità
150	4,52		
260	4,51	4,55	250
170	4,50	4,56	160
100	4,49	4,57	100
120	4,48	4,58	130

Il mercato secondario: esempi di proposte di negoziazione

- Esempio di applicazione di parametro «Tutto o niente» (Ton). Si consideri il seguente book di negoziazione, relativo ad un dato istante della fase di negoziazione continua:

Acquisti		Vendite	
quantità	prezzo	prezzo	quantità
150	4,52	4,54	240
260	4,51	4,55	250
170	4,50	4,56	160
100	4,49	4,57	100
120	4,48	4,58	130

Si supponga che sul mercato arrivi una proposta di vendita per un quantitativo pari a 300 a prezzo di mercato Ton. Tale ordine non può essere eseguito e pertanto viene cancellato dal book.

Il mercato secondario: esempi di proposte di negoziazione

- ❑ Esempio di applicazione di parametro «Esegui comunque» (Eco). Tale clausola conferisce all'investitore la certezza che l'intero quantitativo immesso sia eseguito, anche se a un costo superiore rispetto a quello corrispondente alle condizioni migliori presenti sul lato opposto del mercato al momento dell'immissione della proposta. Si consideri il seguente book di negoziazione:

Acquisti		Vendite	
quantità	prezzo	prezzo	quantità
150	4,52	4,54	240
260	4,51	4,55	250
170	4,50	4,56	160
100	4,49	4,57	100
120	4,48	4,58	130

Il mercato secondario: esempi di proposte di negoziazione

- Esempio di applicazione di parametro «Esegui comunque» (Eco). Si supponga che sul mercato arrivi una proposta di acquisto per un quantitativo pari a 500 a prezzo di mercato Eco. Tale proposta viene abbinata con tutti gli ordini di vendita disponibili partendo dal migliore al peggiore: 240 a € 4,54, 250 a € 4,55 e 10 a € 4,56. Il book si modifica come segue:

Acquisti		Vendite	
quantità	prezzo	prezzo	quantità
150	4,52	4,56	150
260	4,51	4,57	100
170	4,50	4,58	130
100	4,49		
120	4,48		

Il mercato secondario: esempi di proposte di negoziazione

- Esempio di applicazione di parametro «Esegui quantità minima specificata» (Eqm). Si consideri, in un dato istante della fase di negoziazione continua, la seguente situazione di mercato:

Acquisti		Vendite	
quantità	prezzo	prezzo	quantità
150	4,52	4,54	240
260	4,51	4,55	250
170	4,50	4,56	160
100	4,49	4,57	100
120	4,48	4,58	130

Il mercato secondario: esempi di proposte di negoziazione

- Esempio di applicazione di parametro «Esegui quantità minima specificata» (Eqm). Si supponga che sul mercato arrivi una proposta di vendita per un quantitativo pari a 300 a prezzo di mercato Eqm.
- Caso A. Il parametro Eqm è pari a 150. In questo caso l'ordine può essere eseguito a € 4,52 e il book si trasforma nel modo seguente:

Acquisti		Vendite	
quantità	prezzo	prezzo	quantità
260	4,51	4,52	150
170	4,50	4,54	240
100	4,49	4,55	250
120	4,48	4,56	160
		4,57	100
		4,58	130

- Caso B. Se il parametro Eqm indica una quantità superiore a quella disponibile in acquisto, il book rimane invariato