

I mercati finanziari

EMM A - Lezione 7

Prof. C. Schena - Università dell'Insubria

Riferimenti bibliografici:

- FERRARI A. – GUALANDRI E. – LANDI A. – VEZZANI P., *Il sistema finanziario*, Giappichelli, Torino, 2009, cap. V.
- <http://www.borsaitaliana.it>
- <http://www.consob.it/main/mercati/index.html>

Diverse classificazioni dei mercati

- Mercati nazionali/internazionali/esteri: es. MTA di Bo It / mercato dei cambi, delle *commercial paper*, euromercato, ecc.
- Mercato monetario/finanziario: es. BOT /azioni
- Mercato primario/secondario:
 - primario = **emissione** nuovi strumenti finanziari (aumenti di capitale e del debito) e loro collocamento
 - secondario: **negoziazione** di strumenti finanziari già in circolazione
- Mercati regolamentati / non: es. Bo It (mercato ufficiale)/ MTS, altri

La funzione di scambio dei mercati e la "catena del valore": fasi e servizi necessari per lo scambio di strumenti finanziari

<i>Mercato primario</i>	Emissione (<i>origination</i>)	
	Collocamento (<i>placement</i>)	Se al pubblico: prospetto informativo
	Quotazione (<i>listing</i>)	Per Consob (trasparenza) e Consob ??? (quotabilità) anche: business plan, quotation management admission test (QMAT)
<i>Mercato secondario</i>	Scambio (<i>exchange & price discovery</i>)	Trading
	Compensazione (<i>clearing</i>)	Post trading
	Regolamento (<i>settlement</i>)	
	Custodia (<i>custody</i>)	

MERCATO PRIMARIO

- Le **modalità** di emissione di nuovi titoli (obbligazionari, azionari ed ibridi) consentono di individuare le **forme organizzative** del mk primario:
 1. **Asta** dei titoli
 2. **Collocamento**:
 - 2.1. privato (offerta istituzionale)
 - 2.2. al pubblico (offerte pubbliche, con supporto di IF: *global coordinator e consorzio colloc.*): OPS (sottoscrizione di nuove az.), OPV (vendita); (altre OP su strum. fin.: OPA volontarie e obbligatorie -per az quotate-, OPS: acquisto o scambio strum. fin. e partecipazioni, delisting, acquisiz. ostile, per tutela minor., scambio pacchetti az.)
 - 2.3. IPO (*initial public offering*) = OPS e OPV finalizzate alla quotazione in Borsa (aumento di capitale per raggiungimento o incremento flottante – diffusione del titolo)

1. Asta

- L'emittente **non comunica** preventivamente il **prezzo** a cui è disposto a vendere, ma solo la quantità; *il prezzo viene definito dalle condizioni di domanda e offerta.*
- E' la tipica modalità di offerta di **titoli di Stato** di nuova emissione. A tali aste possono partecipare banche, Sim, Ente Poste (intermediari abilitati).
- Modalità d'asta dei titoli di Stato: **asta marginale / competitiva** (*già viste*)

2.1. Collocamento privato (*private placement*)

- L'emittente **concorda** con una ristretta e selezionata cerchia di investitori le caratteristiche tecniche dell'emissione (**volume, prezzo, ecc.**). Nella definizione può essere supportato da intermediari finanziari specializzati (servizio di *corporate finance*).
- L'accordo preventivo con gli investitori può rendere **rapidi** i tempi di realizzazione e può assicurare il **totale** collocamento dei titoli.
- Modalità idonea per PMI non quotate (perché volume emissioni contenuto ed è agevole concordare le condizioni con un numero non troppo elevato di investitori). Per le grandi imprese è una modalità utilizzabile su mercati all'ingrosso (es. euroobbligazioni o subordinati) per assicurare collocamento di grandi importi o per motivi di *governance* e controllo societario quando si vuole "guidare" il riassetto proprietario (nuovi azionisti individuati preventivamente).

2.2. Collocamento al pubblico

- L'emittente **definisce** le condizioni di emissione (**prezzo, ecc.**), generalmente con il supporto di un intermediario specializzato.
- L'emissione è destinata al pubblico degli investitori. Spesso però avviene che il collocamento si suddivide in due componenti:
 - una parte destinata agli *investitori professionali (private placement)*, mediante un meccanismo di *asta imperfetta (book building)*, che consente di determinare il **prezzo di collocamento**;
 - l'altra parte offerta allo stesso **prezzo definito** (valido per invest. professionali e individuali) **a tutti i potenziali sottoscrittori (public placement)**, mediante un **consorzio di collocamento**.

2.2. Collocamento al pubblico: il ruolo degli intermediari

- Dell'intero processo di collocamento si occupa 1 intermediario, che funge da **global coordinator**: compiti consulenziali per la definizione del *timing*, delle caratteristiche tecniche e delle modalità di collocamento.
- Nella procedura di collocamento intervengono di solito più intermediari (**consorzio di collocamento**). Gli intermediari partecipano su invito del **capofila** (*lead manager*), che spesso coincide con il *global coordinator*.
- Il capofila invita altri intermediari sulla base di una **proposta** che contiene le condizioni di emissione.
- L'**accordo** (patto consortile) definisce gli impegni e gli eventuali rischi di ciascun intermediario partecipante al consorzio.

- segue: la quota destinata a investitori professionali (*private placement*)

- Il *global coordinator* fa una **proposta** agli investitori professionali sulla base di un prospetto, in cui vengono indicate le **caratteristiche e i limiti** entro cui sarà fissato il **prezzo**.
- Gli investitori formulano delle proposte di acquisto (P e quantità)
- Segue una fase di *book running* in cui, in base alle proposte pervenute il *global coordinator* **definisce** con l'emittente il **prezzo**, che sarà quello **valido sia per gli investitori professionali, sia per il pubblico**.

I consorzi di collocamento per il public placement

- Tre possibili soluzioni tecnico-organizzative (regolate dal TUIF tra i servizi di investimento, consentiti a banche, Sim, intermediari 107 TUB), che individuano **tre tipologie di consorzi** che comportano **impegni e rischi differenti per gli intermediari** che vi partecipano:
 - a) semplice **collocamento** (*best effort*) (nessun rischio);
 - b) **assunzione a fermo**: sottoscrizione (totale o parziale) dei titoli al momento dell'emissione e successivo collocamento sul mercato ad una data predefinita (rischi relativi al finanziamento mobiliare: invenduto resta in carico ai partecipanti al consorzio)
 - c) **garanzia**: obbligo di acquisto della quota non collocata sul mercato (rischio su eventuale quota non collocata)

I rischi del collocamento legati al quantitativo di titoli offerti (ottica dell'emittente)

- Rischio di **mancato collocamento** (eccesso di offerta/domanda carente): a carico dell'emittente o intermediari garanti
- Rischio di **eccesso di domanda**: necessità di individuare criteri di accettazione/esclusione delle domande pervenute:
 - **regola temporale** (*first come, first served*): soddisfatti sin quando possibile (volume emissione);
 - **riparto**: soddisfatti proporzionalmente tutti i richiedenti ($x\% = \text{Totale offerto} / \text{totale richiesto}$);
 - **sorteggio**: soddisfatti solo alcuni investitori per le quantità da loro richieste

Alcune soluzioni relative al quantitativo dei titoli

- Previsione di **tranches** (diluizione dell'offerta in un determinato arco temporale, a parità di condizioni)
- Inserimento di **clausole** che consentano l'incremento (**oversizing**) o il decremento (**downsizing**) dell'offerta.

Il costo dell'emissione sostenuto dall'impresa

- E' **determinato da**: qualità del titolo, standing dell'emittente, andamento del mercato e domanda potenziale, servizi di supporto e garanzia richiesti agli intermediari finanziari.
- **Costi** per emittente:
 - **espliciti** = commissioni a intermediari
 - **impliciti** = fissazione di un prezzo di offerta inferiore a quello ottimale da un punto di vista teorico (*underpricing*), che l'intermediario fissa nel caso in cui teme di non riuscire a collocare tutti i titoli.
- *Costi dell'intervento del consorzio*:
 - *a fermo*: è la modalità meno rischiosa, ma **più costosa** per emittente
 - *semplice collocamento*: è la modalità più rischiosa, ma **meno costosa** per emittente (riduce al minimo il costo di intervento degli intermediari, accollandosi interamente il rischio e definendo un prezzo ritenuto più congruo)

Redditività dei servizi di assistenza finanziaria offerti dagli intermediari:

- + commissioni per attività di consulenza
- + commissioni per organizzazione del consorzio (alla capofila)
- + commissioni per collocamento tramite sportelli bancari/altre reti distributive degli IF (a tutti i partecipanti)
- + remunerazione dell'eventuale erogazione di credito
- + commissioni per eventuale garanzia
- possibili perdite in conto capitale su quota garantita
- oneri legati al rischio di immobilizzo

2.3. *IPO (Initial Public Offering)*

- operazioni di sollecitazione all'investimento su titoli di nuova emissione (OPS) o già emessi (OPV)
- obiettivo: creare il flottante al fine della quotazione
- Realizzate con supporto del global coordinator e del consorzio di collocamento
- tuttavia la quotazione in borsa può avvenire anche tramite...
 - *spin off*
 - fusioni con altre società quotate
 - quotazione di società quotate su altri mercati

Possibili criticità delle IPO legate al prezzo: l'underpricing

- rivalutazione dei prezzi delle azioni nei primi giorni immediatamente successivi al collocamento
- diverse ragioni
 - acquisti effettuati da coloro che sono rimasti fuori dall'IPO
 - potere di orientamento da parte del *global coordinator* che punta ad abbassare il prezzo per favorire gli investitori istituzionali
 - asimmetrie informative tra gli investitori richiedenti sull'andamento del collocamento

La soluzione offerta dalla clausola di lock-in

- Impegno dichiarato nel prospetto informativo e assunto da tutti gli azionisti o alcuni azionisti (soci fondatori, amministratori e dirigenti) a non effettuare op. straordinarie sul cap. soc. (nuove emissioni di azioni) ed a non vendere, in tutto o in parte, le azioni della società da loro detenute
- Di solito è facoltativo (salvo previsioni specifiche, ad es. per ammissione a Nuovo Mercato)
- durata 1 anno
- per le *start-up*: lock-in dura 2 anni
 - 100% azioni per primo anno
 - 80% azioni per il secondo anno

MERCATO SECONDARIO

- La **negoziazione** di strumenti finanziari **già in circolazione** (obbligazionari, azionari, ibridi, derivati) può avvenire con intervento di operatori/intermediari specializzati (broker/dealer) o senza alcuna forma di mediazione (mercati ad asta, contrattazioni bilaterali, TOL)

Classificazione dei mercati in base alle modalità di negoziazione:

- **Mercati a negoziazione diretta:** contratti bilaterali e personalizzati (*secondary securities*)
- **Mercati aperti:** strumenti finanziari standardizzati idonei alla circolazione e regole di negoziazione definite al fine di regolare il funzionamento del mercato e gli accordi tra operatori
 - Tipologie di mercati regolamentati
 - **mercati aperti pubblici:** regole e procedure definite dalle autorità pubbliche (*regulation*)
 - **mercati aperti privati:** regole e procedure definite dagli operatori (*self-regulation*)
 - Trasmissione di informazioni attraverso la formazione e la pubblicizzazione dei prezzi

Classificazione delle negoziazioni e dei mercati secondari:

- **Mercati ufficiali o “regolamentati”** – (Mercati di Borsa, MTS): negoziazioni effettuate da investitori professionali in Borsa su titoli quotati (mercato accentrato)
- **ATS** – *Alternative trading system* (mercati alternativi a quelli ufficiali di Borsa che creano frammentazione – trading venues-): negoziazioni effettuate fuori Borsa su titoli non quotati e quotati; si avvalgono delle informazioni prodotte su altri mercati, di cui sono concorrenti sul piano dei costi; rispondono alle esigenze di investitori non professionali. Es. TLX di Unicredito, istituito nel 2000, è stato il primo **SSO-Sistema di Scambi Organizzati** creato in Italia; dal 2003 è mercato regolamentato.

La direttiva MiFID ha abolito la cosiddetta “concentration rule” che impediva che strumenti quotati su mercati regolamentati venissero negoziati su altri sistemi di negoziazione. Questo ha permesso la creazione di **MTF (Multilateral Trading Facilities)** sui quali sono negoziate, tra le altre, azioni quotate in Borsa Italiana. Tra questi, Chi-X e Turquoise.

- **OTC** – *over the counter* (valutario, obbligazionario, ecc): negoziazioni effettuate da investitori professionali fuori Borsa su titoli non quotati (mercato non accentrato)
- **Mercati bilaterali**: transazioni dirette tra operatori. Es. MID

Classificazione dei mercati in base agli strumenti

- Mercato **monetario** (strumenti a bt):
 - MID (mercato interbancario dei depositi);
 - altri mercati non ufficiali (CF; AB);
 - MTS, MOT/Euromot (per titoli a b.t.).
- Mercati **finanziari** (obblig., azioni, derivati, ecc.):
 - **Mercati regolamentati** gestiti da **società di gestione**:
 - **Borsa Italiana Spa** (controllata dal London Stock Exchange) <http://www.borsaitaliana.it>
 - **MTS Spa** (controllata da Borsa Italiana Spa) <http://www.mtsspa.it>
 - **TLX s.p.a.**, che gestisce TLX (azionisti: 50% UBM-MIB, Investment Bank del Gruppo bancario Unicredit; 50% Banca IMI, Investment Bank del Gruppo Intesa Sanpaolo) <http://www.eurotlx.com/tlx-portal/index.jsp>
 - **SSO – Sistemi di scambio organizzati**
 - Euro TLX
- Mercato **valutario** (transazioni in cambi: spot, forward e derivati): mercato globale e continuo, non concentrato (prevalentemente OTC), ma fixing ufficiale.

Classificazione dei mercati finanziari definita dalla CONSOB ai sensi del D.Lgs. n. 58/1998 (<http://www.consob.it/main/mercati/index.html>)

Mercati regolamentati:

- L'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari è esercitata da società per azioni, dette **società di gestione**.

L'esercizio dei mercati regolamentati è autorizzato dalla CONSOB.

I **mercati italiani** autorizzati sono iscritti in un elenco tenuto dalla CONSOB

I **mercati esteri** riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario sono iscritti in un'apposita sezione dell'elenco.

Mercati esteri, diversi dai precedenti, possono essere riconosciuti dalla CONSOB sulla base di **accordi** stipulati con le corrispondenti autorità.

- *Presso la CONSOB:*
 - **elenco dei mercati italiani autorizzati** dalla CONSOB
 - **elenco dei mercati esteri riconosciuti** ai sensi dell'ordinamento comunitario o in virtù di accordi con Autorità estere

Sistemi di scambi organizzati:

- Gli organizzatori di SSO (prevalentemente Banche) hanno l'**obbligo di comunicare alla CONSOB** una serie di informazioni sull'attività di organizzazione dei sistemi e di mettere a disposizione del **pubblico** informazioni riguardanti la negoziazione in tali sistemi di strumenti finanziari.
- *Presso la CONSOB:*
 - elenco dei sistemi che hanno comunicato alla CONSOB informazioni sulla loro organizzazione e sul loro funzionamento

Il nuovo quadro regolamentare italiano (TUIF '98)

- **I mercati regolamentati**
- I mercati non regolamentati di scambi organizzati di strumenti finanziari (**SSO**)

Il mercato regolamentato: definizione

- Per **mercato regolamentato** si intende un mercato gestito da un'apposita **società di gestione (privata)**; il suo funzionamento è disciplinato da un **regolamento**, emanato dalla società di gestione del mercato e approvato dalla **autorità di vigilanza** (Consob).
- Tutti gli scambi che avvengono sul mercato regolamentato sono registrati e resi pubblici (**listino ufficiale**).
- I mercati regolamentati **italiani** dipendono dalle seguenti *società di gestione*: Borsa Italiana SpA, MTS spa, TLX spa.
- Sui mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana SpA avviene la maggior parte degli scambi complessivi di strumenti finanziari.

I mercati regolamentati

- Iscrizione in un apposito “**elenco speciale**” tenuto dalle autorità dello Stato membro
 - Finalità:
 - notificare la costituzione alle competenti autorità degli Stati membri dell’Unione Europea
 - avvalersi del mutuo riconoscimento
- **Sorveglianza** delle autorità pubbliche
- La **società di gestione** dei mercati (forma giuridica di SpA; capitale minimo) deve contribuire al regolare funzionamento dei mercati, mediante autoregolamentazione (vaglio della Consob)

Le funzioni della società di gestione

Mediante **REGOLAMENTO** determina:

- condizioni e modalità di ammissione, esclusione e sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dal mercato regolamentato;
- condizioni e modalità per lo svolgimento delle negoziazioni e gli eventuali obblighi degli operatori;
- modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi;
- tipi di contratti ammessi alle negoziazioni e criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili.

Organizzazione generale dei mercati regolamentati italiani

- Tutti i mercati gestiti da Borsa Italiana sono organizzati in **forma telematica**.
- Il mercato è rappresentato da uno schermo di computer sul quale vengono evidenziate le informazioni necessarie per la negoziazione (il cosiddetto *book di negoziazione*).
- Sul sistema telematico di borsa possono operare solo i **soggetti autorizzati: banche; Sim; imprese di investimento**. Pertanto, gli investitori privati devono rivolgersi ai soggetti autorizzati per poter accedere al mercato.

SSO – Sistemi di scambio organizzati

- Assenza dei requisiti per il mutuo riconoscimento a livello comunitario
- Non è obbligatoria la presenza di
 - società di gestione
 - intermediari abilitati
 - servizi di investimento esercitati secondo precisi criteri di professionalità
- Possibilità di costituire circuiti di negoziazione non regolamentati per cogliere opportunità di negoziazione a costi più contenuti (ATS)
 - obblighi di tipo informativo ed operativo stabiliti da autorità di vigilanza a tutela degli investitori

Euro TLX

- **EuroTLX** è il primo tra i **Sistemi di Scambi Organizzati** per contratti conclusi. Sul mercato si negoziano prevalentemente Eurobond, obbligazioni bancarie ed azioni estere.
- La microstruttura di mercato e gli obblighi di quotazione e liquidità sono gli stessi di quelli stabiliti per **TLX** (che è un mercato regolamentato)
- Su **EuroTLX** si negoziano, più di **1200 strumenti** (dato aggiornato a Febbraio 2007), tra cui:
 - Obbligazioni Corporate
 - Obbligazioni Bancarie
 - Obbligazioni Emerging Market
 - Obbligazioni Sovranazionali
 - Obbligazioni Strutturate
 - Titoli di Stato USA
 - Covered Warrant
 - Certificates

dalle 9.00 alle 20.30

 - Azioni Europee ed Americane

dalle 9.00 alle 22.00
- Per ogni strumento finanziario è disponibile una **scheda informativa**, che descrive le principali caratteristiche del prodotto in termini di rischio e rendimento, eccezion fatta per le azioni europee ed americane.

Valutazione del funzionamento del mercato

- Al fine di valutare il funzionamento di un mercato si è soliti misurarne il grado di **perfezione** e di **efficienza**.
- Un mercato è considerato **perfetto** quando tutti gli operatori dispongono di una *assoluta omogeneità di informazioni*
- *Nella realtà tale uniformità NON è riscontrabile*

I fattori di imperfezione dei mercati

- Asimmetrie informative
 - ex ante (sulle prospettive)
 - ex post (sui reali risultati)
- Costi di transazione
- Razionalità limitata

L'efficienza quale elemento di valutazione del mercato

- Per i motivi detti nella valutazione di un mercato si fa riferimento al concetto di **efficienza**.
- Si distinguono diverse forme di efficienza:
 - 1. Valutativa** = i prezzi degli strumenti finanziari che in esso si formano corrispondono al loro effettivo valore intrinseco
 - 2. Informativa** = i prezzi degli strumenti finanziari si formano sulla base della corretta valutazione di tutte le informazioni su di essi disponibili in un dato momento e sulle aspettative degli operatori.

Nella realtà, i diversi livelli di informazione e la difficoltà degli operatori di utilizzare tutte le informazioni disponibili (razionalità limitata), determinano diversi gradi di efficienza del mercato

3. L'efficienza tecnico-operativa del mercato

- Nel valutare l'efficienza del mercato non vanno trascurate le **modalità** micro-economiche di **funzionamento**, che condizionano i **costi** a cui si realizzano gli scambi: min. costi per effic. tec.-op
- Vanno quindi valutati i **fattori di microstruttura** del mercato:
 - caratteristiche degli ordini (volume, frequenza, ecc.)
 - forme organizzative dei mercati (regole e procedure di negoziazione)
 - Comportamento degli IF che offrono servizi di liquidità e di ricerca della controparte per agevolare le negoziazioni

Caratteristiche degli ordini di acquisto e vendita che determinano l'efficienza tecnico-operativa del mercato:

- Ampiezza del mercato
- Spessore del mercato
- Elasticità del mercato

Ampiezza del mercato (volumi)

- L'AMPIEZZA è attribuibile ad un mercato quando in esso *gli ordini di acquisto e di vendita, oltre ad avere prezzi prossimi a quelli correnti, sono anche di importo consistente.*
- Tale attributo, congiunto allo spessore, aumenta la capacità del mercato di agire quale stabilizzatore dei prezzi al manifestarsi di variazioni degli stessi generate da temporanei sbilanci tra domanda e offerta.

Spessore del mercato (profondità)

- Lo SPESSORE è riscontrabile in quei mercati in cui si hanno *ordini (effettivi o potenziali) di acquisto o di vendita di strumenti finanziari a prezzi prossimi a quelli negoziati in un determinato istante.*
- Ciò significa che il manifestarsi di uno sbilancio temporaneo tra tali ordini non provoca una variazione eccessiva del prezzo dello strumento finanziario in quanto mancano i presupposti per il verificarsi di un "vuoto" tra la domanda e l'offerta potenziali dello strumento stesso. Ne consegue che un mercato dotato di spessore è quello in cui agli investitori è consentito di **conoscere con immediatezza le condizioni di domanda e di offerta degli altri investitori e di operare altrettanto prontamente.**

Esempio

<i>Quantità domandate</i>				
<i>Prezzo</i>	A	B	C	D
5,00	100	100	500	500
4,99	100	150	500	500
4,97	0	50	0	700
4,96	0	100	0	900
4,95	0	50	0	1.500

- Domanda pari a 300
- Il mercato A è poco ampio e poco spesso
- Il mercato B è poco ampio ma spesso
- Il mercato C è ampio ma poco spesso
- Il mercato D è ampio e spesso

Es. tratto da Ferrari, Gualandri, Landi, Vezzani: Il sistema finanziario: Funzioni mercati e intermediari, Giappichelli ed. 2009

L'elasticità del mercato (aggiustamento)

- L'ELASTICITA' di un mercato è quella prerogativa in base alla quale *al mercato stesso è data la capacità di generare tempestivamente nuovi ordini (di acquisto o di vendita) al manifestarsi di fluttuazioni di prezzo*; in altre parole un mercato è elastico se, a seguito di temporanei squilibri tra domanda e offerta, esso è in grado di attirare un consistente numero di nuovi ordini che **riportino tempestivamente in equilibrio il mercato**.
- L'elasticità dipende, dunque, dalla **rapidità** con cui l'**informazione** sui prezzi e sui flussi di ordini viene resa disponibile agli operatori

L'assetto organizzativo

Il perseguimento delle condizioni di efficienza del mercato richiede un'attenta valutazione del suo assetto organizzativo. A tale riguardo, possono essere individuate **diverse forme di organizzazione di mercato**, ciascuna delle quali presenta specificità con riferimento:

- alla qualità dei prezzi praticati
- alle modalità della loro diffusione
- al livello di trasparenza delle negoziazioni
- ai costi di informazione e di transazione
- alla tipologia di intermediari in esso operanti.

Le forme organizzative

- In relazione alle caratteristiche degli scambi:
 - i mercati ad asta
 - i mercati dei dealers
 - i mercati dei brokers
- In relazione al taglio dei titoli
 - mercati al dettaglio
 - mercati all'ingrosso
- In relazione alla frequenza delle contrattazioni

Le forme organizzative

- *In relazione alle caratteristiche degli scambi:*
 - **A) I mercati ad asta** (*order driven*: sul mercato convergono ordini a prezzo limitato evidenziati dal "book" di negoziazione)
 - **mercati ad asta a chiamata** = chiamata periodica, a intervalli di tempo definiti; *fixing* del prezzo quando $D=O$ oppure min divario tra D e O ; asta **gridata** o **telematica** (*nella Borsa italiana*: sino al 1994 negoziazione gridata; poi telematica per azioni e dal 1996 anche per contrattazioni a premio). **In sintesi**: *favorisce la concentrazione delle negoziazioni su un titolo e quindi la liquidità*
 - **mercati ad asta continua** = ordini per l'intero periodo di apertura del mercato; prezzo definito per ciascuna contrattazione; ordini definiti al miglior prezzo del momento. **In sintesi**: *favorisce la rapidità di esecuzione*

Nella realtà i partecipanti al mk preferiscono asta continua (sistemi telematici), integrata dalla chiamata in particolari momenti (apertura del mercato, riapertura successiva a sospensione delle negoziazioni)

Le forme organizzative

- - segue - in relazione alle caratteristiche degli scambi:
 - **B) i mercati dei dealers (*quote driven*):** intervengono i *dealers* che espongono, su determinati titoli e per determinati quantitativi, i prezzi a cui sono disposti ad acquistare (prezzo *bid/denaro*) ed a vendere (prezzo *ask/lettera*); $P_v > P_a$; il *bid-ask spread* (o *spread denaro/lettera*) determinerà la convenienza per il *dealer* a concludere la negoziazione; gli investitori devono inviare ai *dealers* i loro ordini (direttamente o) tramite *brokers*; il *dealer* NON è obbligato a concludere la negoziazione (sceglie la controparte);
 - **MARKET MAKER** = il *dealer* si impegna (di solito nei confronti di un'autorità di borsa) a "stare sul mercato" per un certo periodo; quota con continuità denaro/lettera su quantitativi minimi, che lo IMPEGNANO all'ESECUZIONE (un esempio in Italia: MTS)

Le forme organizzative: un confronto tra mercato "ad asta" e mercato "quote driven"

- Il mercato ad asta telematica è preferibile e preferito perché:
 - Sono gli ordini degli investitori a fornire liquidità al mk (creazione endogena e non da *dealers*)
 - L'asta è un meccanismo flessibile che consente:
 - di affiancare gli operatori in proprio con fornitori di liquidità di ultima istanza (*specialist*)
 - l'*unbundling* del servizio di negoziazione (strategia paziente con ordini con limite di prezzo) da quello di immediatezza (ordini a prezzo di mercato)
 - L'asta consente maggiore trasparenza *ex ante* ed *ex post* (ordini e contratti conclusi esposti, mentre dealer dichiara solo prezzi a cui intende operare)
- Nella realtà esistono forme ibride: es IDEM (mk derivati) = asta con *dealers*

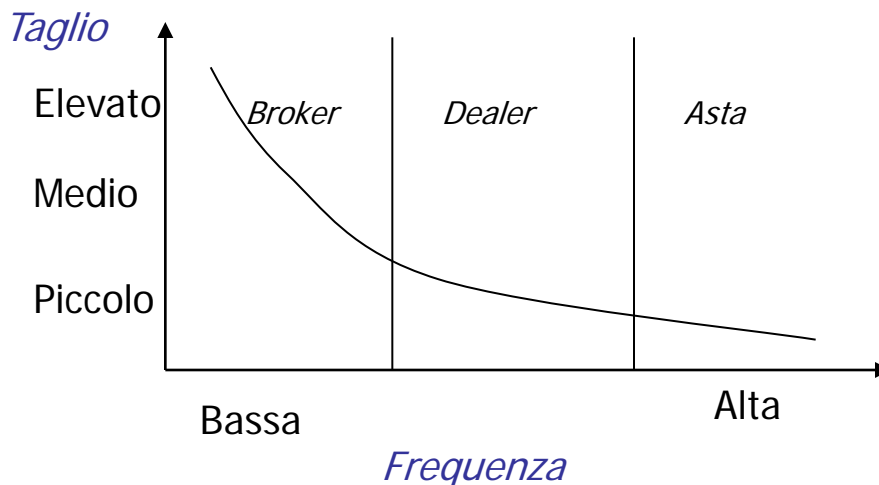
Le forme organizzative

- - *segue* - in relazione alle caratteristiche degli scambi:
 - **C) i mercati dei brokers** = i *brokers* agiscono in nome e per conto altrui; offrono, dietro pagamento di una commissione, un servizio di individuazione della controparte e di negoziazione. Il ricorso al broker risulta conveniente (rispetto alla ricerca diretta della controparte) in quanto il suo intervento agevola la conclusione del contratto.

-segue- Le forme organizzative

- In relazione al taglio dei titoli
 - mercati al dettaglio
 - mercati all'ingrosso
- Alla frequenza delle contrattazioni

*Rappresentazione grafica
delle diverse soluzioni
organizzative*



GLI ORDINI

- Per poter operare nei mercati secondari (**TRADING**) sono necessari i cosiddetti “**ordini**” denominati anche *proposte di negoziazione – PDM*).
- Rappresentano le manifestazioni sintetiche delle intenzioni di negoziazione dei partecipanti al mercato: contengono le istruzioni sulle condizioni alle quali il committente desidera che l’ordine sia eseguito (ovvero le condizioni alle quali intende concludere il contratto).
- Gli ordini servono a trasmettere in modo **efficiente** (*poco tempo e contenuti rischi di errore*) la volontà degli investitori:
 - si rendono necessari nei mercati *order driven* e di brokers (l’investitore deve comunicare a terzi);
 - non servono ordini espliciti nei mercati a ricerca diretta e nei *mk quote driven* (tuttavia: istruzioni a *broker* per scambi con *market maker*).

-segue - ORDINI

- Ogni ordine deve indicare:
 - il titolo oggetto dello scambio;
 - il quantitativo che si desidera scambiare;
 - il senso dell'ordine (acquisto o vendita);
 - eventuali altre condizioni (parametri di negoziazione o durata di validità).
- In particolare, possono essere *condizionati* o prevedere una *scadenza temporale* per consentire al committente di definire le condizioni di mk a cui intende che sia eseguito l'ordine, senza dover procedere ad un continuo controllo dell'andamento del mk. *Le condizioni (di prezzo, temporali, ecc.) servono all'investitore per controllare le modalità di esecuzione degli ordini.*

TIPOLOGIE di ORDINI utilizzati per le negoziazioni in Borsa

Con riferimento al PREZZO abbinato agli ordini, si possono avere ordini:

- **A PREZZO DI MERCATO (senza limite di prezzo):**
 - conclusione istantanea del contratto alle migliori condizioni di prezzo presenti sul mk al momento in cui giunge l'ordine;
 - *impatient traders* = prevale interesse per certezza e rapidità di esecuzione.
- **CON LIMITE DI PREZZO (a prezzo limitato):**
 - si definisce un P limite: MASSIMO per acquisto e MINIMO per vendita
 - il contratto deve essere concluso a prezzi non peggiori rispetto al P limite (P inferiore/uguale in caso di acquisto e superiore/uguale in caso di vendita);
 - se i P di mercato non consentono immediata conclusione, l'ordine resta sul mk (*limit order book*);
 - *patient traders* = prevale l'interesse per la "bontà" del prezzo (non si ha certezza di esecuzione).

- segue - ***TIPOLOGIE di ORDINI***

Con riferimento al TEMPO DI ESECUZIONE, si possono avere ordini:

- validi sino a una data specificata;
- ordini validi sino all'orario specificato;
- ordini validi sino alla cancellazione (*good till cancel*).

Altri tipi di ordini...

Precedenze nell'esecuzione degli ordini

Per l'esecuzione degli ordini immessi sul mercato si osservano precise **regole di precedenza**:

- sono eseguiti innanzitutto gli ordini *senza limite di prezzo*;
- sono poi eseguiti gli ordini di acquisto *con limite di prezzo più elevato* e quelli di vendita *con limite di prezzo più basso*;
- a parità di limite di prezzo, hanno diritto di precedenza gli ordini che sono arrivati sul mercato prima (*priorità temporale*).

La liquidazione delle transazioni in titoli

- La liquidazione individua il momento di **esecuzione del contratto**: scambio di titoli contro denaro
- Richiede **regole** standardizzate su tempi e modalità, **per ridurre il rischio di regolamento**
- Le tipologie di liquidazione previste da Borsa Italiana:
 - i contratti a contante = lo scambio avviene dopo pochi giorni la stipula del contratto (es. 3 gg per obbligazioni quotate)
 - i contratti a termine = dopo un intervallo di tempo: calendario delle date di liquid. (es. futures)

Fasi della liquidazione titoli (POST TRADING)

- **CLEARING**: riscontro dei contratti, compensazione delle operazioni e rilevazione dei saldi titoli e denaro
- **SETTLEMENT**: regolamento monetario e consegna/ritiro dei titoli
- dematerializzazione dei titoli quotati in Borsa: **CUSTODIA** presso Monte Titoli

Le modalità organizzative dei sistemi di liquidazione

si differenziano in relazione:

- all'ampiezza del periodo temporale intercorrente tra la stipula e la liquidazione del contratto;
- alla presenza o meno di un'unità centrale di *clearing* denominata **Cassa di Compensazione e garanzia** (*clearing house*);
- al tipo di **accordi** di compensazione (*netting*);
- alla presenza o meno di un sistema di **depositi centralizzati** per la custodia e il trasferimento dei titoli (si evita il passaggio materiale dei titoli ed i rischi connessi allo stesso).

I sistemi di regolamento

Modalità differenti per contratti

- a contanti \Rightarrow ***Rolling settlement***: le transazioni realizzate nell'arco della medesima giornata devono essere compensate e regolate entro un numero di giorni stabilito
- a termine \Rightarrow ***Account settlement***: le transazioni effettuate in un dato periodo devono essere compensate e regolate in una sola giornata

Il rischio di regolamento è tanto più elevato quanto più esteso è l'arco temporale che intercorre tra la stipula del contratto e la sua liquidazione.