

LE ARTICOLAZIONI DEL MERCATO DEI CAPITALI

SOMMARIO: 1. Il mercato dei capitali. - 2. Tipologia dei mercati finanziari. - 3. Il mercato monetario e il mercato dei cambi. - 4. Il mercato mobiliare.

1. IL MERCATO DEI CAPITALI

Risulta spesso difficile giungere ad una precisa definizione di mercato di capitali a causa della vastità e complessità delle operazioni che lo costituiscono, del numero e della variegata tipologia degli operatori che vi partecipano.

In ogni caso si è soliti definirlo come *l'insieme delle emissioni e delle negoziazioni di titoli rappresentativi di prestiti monetari e di finanziamenti, con vincolo di credito e/o di capitale.*

È, quindi, il mercato in cui si realizza l'incontro tra flussi di domanda e di offerta di investimenti finanziari.

Il mercato di capitali si articola diversamente a seconda dei criteri con cui viene considerato.

Tenendo conto della *vita dei titoli* si ha:

- **mercato primario**, in cui vengono offerti in sottoscrizione i titoli di nuova emissione. Rappresentano operazioni del mercato primario le IPO (*Initial public offer*), le offerte pubbliche di vendita e scambio e le operazioni di aumento del capitale con emissione di nuove azioni offerte in sottoscrizione;
- **mercato secondario**, in cui avvengono le operazioni di scambio di titoli già collocati presso gli investitori.

Relativamente alla *scadenza delle operazioni* si ha:

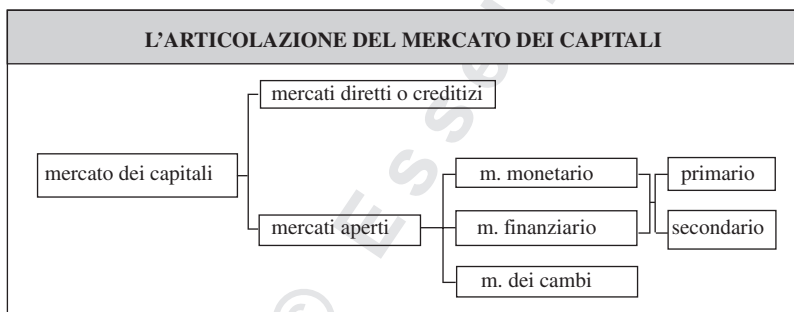
- il **mercato monetario**, cioè il complesso delle negoziazioni di prestiti a breve scadenza (generalmente di durata inferiore ai 12 mesi e non superiore ai 18). Vi si fa ricorso soprattutto per soddisfare esigenze di tesoreria;
- il **mercato finanziario**, ossia l'insieme delle negoziazioni aventi per oggetto titoli di finanziamento a medio-lungo termine e/o titoli di capitale.

Scopo degli operatori è il reperimento di fondi per soddisfare un fabbisogno consolidato. Il mercato finanziario a sua volta si suddivide in:

- **mercato dei mutui**, avente ad oggetto titoli rappresentativi di finanziamento con vincolo di credito, assistiti da contratti di mutuo;
- **mercato mobiliare**, comprendente l'insieme dei prestiti a medio lungo termine (superiore ai 18 mesi) e dei finanziamenti con vincolo di capitale. Il termine «mobiliare», attribuito a tale mercato, rispecchia la propensione dei titoli in esso contrattati alla circolazione, con il conseguente trasferimento della titolarità dei diritti ed obblighi in essi incorporati.

Secondo le *modalità d'incontro della domanda con l'offerta* di finanziamenti e della negoziazione degli elementi contrattuali si ha:

- **mercati diretti o creditizi**, in cui tutto avviene direttamente fra le parti contraenti;
- **mercati aperti**, in cui operano gli intermediari finanziari e le negoziazioni sono impersonali, con strumenti standardizzati e regole predeterminate.



2. TIPOLOGIA DEI MERCATI FINANZIARI

In relazione alle forme di organizzazione, ai costi di informazione, ai costi di transazione ed alla pubblicità dei prezzi, si distinguono quattro tipi di mercati finanziari:

- **mercati a ricerca autonoma**: sono detti anche «con ricerca diretta della controparte»; rappresentano la forma più elementare di mercato e non prevedono un'organizzazione formale. In essi non vi sono operatori professionali ad assistere compratori e venditori e si dice che, in questi casi, «il titolo non ha mercato».

Tutti i costi di informazione e di transazione sono sopportati direttamente dai contraenti; *non è assicurata la possibilità di individuare tutte le controparti possibili*, i volumi delle operazioni sono scarsi ed occasionali ed i prezzi sono poco indicativi;

- **mercati di broker:** il *broker* è un mediatore che non opera in proprio ma ricerca la controparte per il cliente; compra e vende titoli per suo conto (addebitandogli una provvigione) e favorisce l'incontro fra ordini di segno opposto, ma non garantisce la loro esecuzione;
- **mercati di dealer** o più esattamente:
 - di *dealers/underwriters* nel mercato primario, i quali garantiscono il collocamento dei titoli sottoscrivendoli ed assumendo il rischio del prezzo di emissione;
 - di *dealers* e di *market makers* nel mercato secondario.

Il *dealer*, acquistando in proprio titoli da ricollocare, assume una *posizione in titoli* dalla quale deriva un rischio che ha come contropartita il profitto.

Compensando le sfasature fra domanda e offerta, il *dealer* garantisce alle controparti il buon fine delle operazioni ad un prezzo stabilito.

Quando si impegna a formulare sistematicamente proposte di acquisto o di vendita su un dato titolo, il *dealer* è un *market maker* e la sua attività accresce la liquidità del mercato;

- **mercati ad asta:** sono caratterizzati da procedure standardizzate e rappresentano il tipo di mercato più evoluto.

Facendo un confronto possiamo osservare che:

- i *mercati a ricerca autonoma* consentono solo di procedere per prove ed errori;
- i *mercati di brokers* garantiscono un'agevole individuazione delle controparti ma non l'esecuzione degli ordini;
- i *mercati di dealers* consentono una rapida liquidazione delle posizioni;
- i *mercati ad asta* garantiscono la realizzazione del miglior prezzo possibile, ossia il più vicino al prezzo di equilibrio.

In Italia sono mercati ad asta il mercato primario dei titoli di Stato (*aste marginali* ed *aste competitive*, a seconda del tipo di titolo di Stato) e la generalità dei mercati regolamentati.

In relazione alle tecniche di contrattazione, si distinguono due tipi di asta:

- l'**asta a chiamata**, nella quale il prezzo si forma in seguito alle contrattazioni per chiamata effettuata dal banditore;
- l'**asta continua**, in cui le negoziazioni avvengono contemporaneamente per i vari titoli con determinazione immediata dei prezzi ufficiali che sono resi noti agli operatori in tempo reale. L'*asta continua*, collaudata da tempo nei mercati più avanzati, rappresenta il sistema di negoziazione più evoluto.

3. IL MERCATO MONETARIO E IL MERCATO DEI CAMBI

A) Il mercato monetario

Il mercato monetario è l'insieme delle contrattazioni realizzate da:

- **operatori in surplus monetari** che desiderano impiegare le temporanee eccedenze di tesoreria a scadenza ravvicinata con adeguati rendimenti (anche se scambi in attività finanziarie a breve e brevissima scadenza avvengono spesso anche con eccedenze più stabili per i vantaggi offerti da situazioni di elevato rendimento degli impieghi a breve termine);
- **operatori in deficit monetari** che, dovendo far fronte a squilibri della propria tesoreria, cercano di procurarsi le risorse finanziarie atte alla copertura del fabbisogno finanziario generato dal loro patrimonio circolante.

Attivi operatori sul mercato monetario come richiedenti - offerenti risorse sono:

- **il Tesoro**, ora nella veste del **Ministero dell'Economia e delle Finanze**, che, per coprire i propri fabbisogni fluttuanti di cassa, emette *titoli a breve* (BOT);
- **le banche**, che si procurano risorse allocando attività monetarie quali *certificati di deposito* (titoli rappresentativi di depositi fruttiferi presso banche), *accettazioni bancarie* (tratte emesse da imprese su una banca), *carta finanziaria* (pagherò a breve firmati da importanti imprese collocati sul mercato secondario tramite intermediari specializzati), *commercial paper* (riconoscimenti di debito), *pronti contro termine* (vendita a pronti di titoli contro un acquisto a termine o viceversa a prezzo prefissato) e offrono risorse per agevolare la gestione della tesoreria a famiglie e imprese. Al mercato monetario appartiene anche il *mercato interbancario* in cui le banche cedono a altre banche il loro temporaneo surplus di liquidità, anche per scadenze brevissime a un tasso interbancario alto in periodi di bassa liquidità e viceversa;
- **gli investitori istituzionali** (società o enti che per legge o vincoli statuari effettuano sistematicamente investimenti nel mercato dei capitali) quali le società di assicurazione, i fondi comuni d'investimento etc. e gli intermediari finanziari quali SIM, società fiduciarie etc. che acquistano valori monetari per conto dei propri clienti, la Banca d'Italia per controllo della liquidità del sistema monetario nazionale;
- **le aziende imprese**, offerenti e richiedenti risorse finanziarie secondo le alterne vicende della propria situazione di tesoreria;
- **le famiglie**, soprattutto come offerenti risorse, disponibili all'investimento nelle più diverse forme e scadenze (le famiglie, le aziende in temporaneo surplus rappresentano i cosiddetti investitori occasionali).

I **prezzi** che risultano dall'incontro della complessiva domanda e offerta degli strumenti del mercato monetario sono piuttosto *significativi* a motivo della concentrazione, impersonalità, continuità degli scambi intercorsi per entità piuttosto rilevanti. Data la natura degli emittenti e la breve scadenza, gli strumenti del mercato monetario presentano per gli investitori *scarsi rischi*.

B) Il mercato dei cambi

Il mercato dei cambi è l'insieme delle operazioni con le quali le valute estere sono scambiate contro moneta nazionale o contro altre valute estere nei centri cambi di tutto il mondo; in esso si formano prezzi denominati *«tassi di cambio»*.

Il mercato dei cambi si caratterizza per essere un mercato:

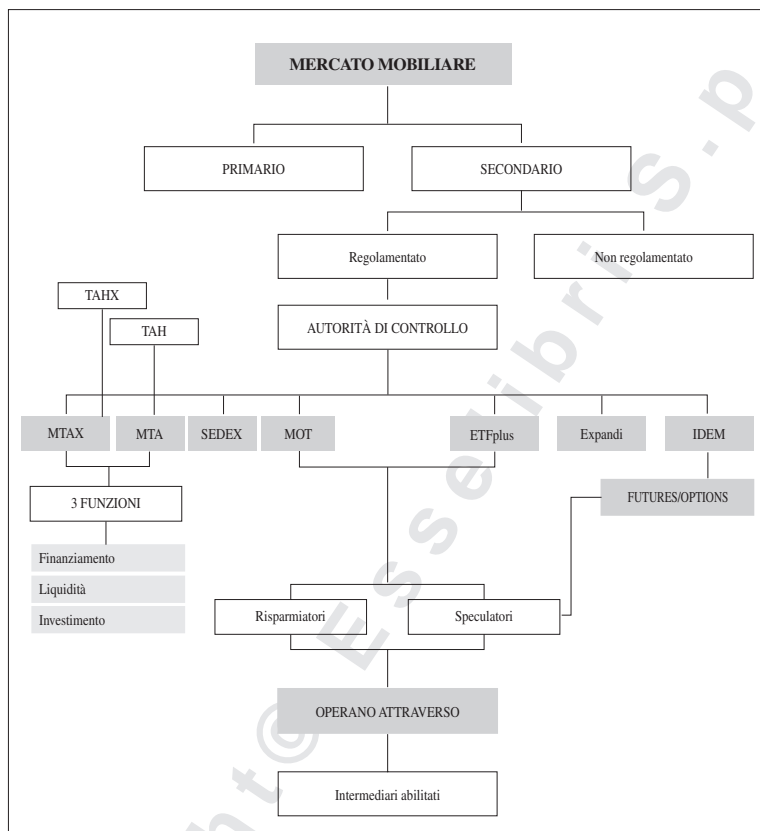
- **ideale**, poiché non corrisponde a un particolare luogo fisico, bensì a una rete di collegamenti telematici fra i centri cambi (dealing rooms) di tutto il mondo dai quali si possono desumere i prezzi fatti dai diversi operatori e concludere in tempo reale la contrattazione ritenuta opportuna;
- piuttosto **rischioso**, data la volatilità dei prezzi che vi si formano in relazione alle diverse attività, e tale da richiedere agli operatori professionalità e specifica competenza;
- **prevalentemente bancario**, essendo compito delle banche quotare in modo continuo tutte le valute oggetto di contrattazione, frazionare le unità minime di contrattazione previste per le diverse valute in base alle esigenze della clientela;
- **globale e unitario**, in quanto la rete di telecomunicazioni estesa a tutti gli operatori garantisce trasparenza e pubblicità dei prezzi a livello mondiale; si possono quindi conoscere in ogni istante i prezzi fatti e si può operare in ogni parte del mondo annullando istantaneamente eventuali disparità di prezzo (le quotazioni tendono cioè ad allinearsi) per cui i cambi tendono a essere *equivalenti* su tutte le piazze finanziarie;
- **basato sulla fiducia**, in quanto operazioni di importi considerevoli, addebiti e accrediti sui conti di corrispondenza che le banche intrattengono fra loro, sono conclusi attraverso la telefonata di una controparte (cui farà seguito un telex o un messaggio *swift*); la notizia dell'eventuale comportamento scorretto di qualche operatore, pur non potendo provocare alcuna sanzione, ne comporta la futura esclusione dal mercato.

I principali **operatori del mercato** dei cambi sono:

- **le aziende**, per le operazioni commerciali che originano posizioni di debito/credito con controparti estere e per operazioni finanziarie riguardanti prestiti concessi a terzi o ottenuti da terzi;
- **gli investitori nazionali** in genere (imprese, risparmiatori) che operano sui mercati esteri e investitori esteri che operano sul mercato nazionale (investimenti di portafoglio);
- **le banche** che operano in contropartita degli operatori non bancari e per conto proprio.

Tutti, inoltre, possono operare per sfruttare situazioni ritenute favorevoli, ossia per speculare sui movimenti delle valute scommettendo sul rialzo o ribasso del cambio o per coprirsi del rischio di oscillazioni sfavorevoli del cambio.

Particolarmente complesse sono le operazioni di negoziazione delle valute sul *mercato a termine* in cui la liquidazione dei contratti (consegna della valuta e pagamento del prezzo) ha luogo in un momento successivo ed a un cambio diverso da quello della stipulazione del contratto.



4. IL MERCATO MOBILIARE

A) Le articolazioni del mercato mobiliare

Nell'ampio contesto del mercato finanziario si articola quale categoria a sé, il **mercato mobiliare**.

Questo può essere definito, come già detto, l'*insieme di tutte le contrattazioni, aventi per oggetto titoli rappresentativi di capitale di rischio e di prestiti a medio e lungo termine*.

Il mercato mobiliare può essere un *mercato regolamentato*, cioè disciplinato da un insieme organico di regole, o *non regolamentato*.

Il mercato mobiliare regolamentato, in cui possono operare solo *intermediari abilitati*, è caratterizzato da:

- *unicità*, dato che tutte le piazze finanziarie sono collegate a mezzo di circuiti telematici;
- *continuità*, per il susseguirsi ininterrotto delle proposte di acquisto e vendita;
- *rischio* maggiore rispetto al mercato monetario;
- *trasparenza*, per il sistema informativo operante in tempo reale.



Come è strutturato il mercato mobiliare italiano?

Costituiscono il mercato mobiliare italiano (debito Consob n. 15531/2006):

- la **borsa valori**, gestita dalla Borsa Italiana S.p.A. e articolata nei seguenti comparti:
 - il **mercato telematico azionario (MTA)**;
 - il **mercato telematico dei securitised derivatives (SeDex)**;
 - il **mercato del trading after hours (TAH)**, introdotto nei primi mesi del 2000, e destinato alla negoziazione oltre l'orario di chiusura del mercato ufficiale;
 - il **mercato telematico delle obbligazioni (MOT)**;
- il **Mercato Expandi**, nato nel 2004 in sostituzione del **Mercato Ristretto**, relativo ai titoli ammessi alle negoziazioni ma non quotati ufficialmente;
- l'**Italian derivatives market (IDEM)** avviato il 17 ottobre 1994 per le negoziazioni dei contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari o ad indici;
- l'**MTAX**, nato nel 2005 in sostituzione del **Nuovo Mercato**, gestito dalla Borsa Italiana S.p.A. e predisposto per la negoziazione di titoli di piccole e medie imprese operanti nel settore tecnologico con significative prospettive di crescita (cd. *high-growth companies*), con il comparto del **TAHX** per la negoziazione oltre l'orario ufficiale;
- il **Mercato secondario all'ingrosso dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato (MTS)**, con il comparto **Bondvision**, gestito dalla MTS S.p.A.;
- il **Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative** e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati, gestito dalla MTS S.p.A.;
- **Mercati gestiti da TLX s.p.a.**, società che organizza e gestisce mercati per la negoziazione di strumenti finanziari rivolto ad investitori non professionali. Nata nel 2002 e operativa dal 1° gennaio 2003, tale società gestisce il mercato TLX e il sistema Multilaterale di negoziazione Euro TLX.

Va ricordata, infine, la nascita tra la fine del 1998 e l'inizio del 1999 dell'**EURO MTS**, d'interesse transfrontaliero, controllato per il 75% dall'italiana MTS S.p.A., che è un mercato telematico per la compravendita all'ingrosso dei principali titoli di Stato europee.

B) I fattori di efficienza del mercato mobiliare

Relativamente al mercato mobiliare, per valutarne il funzionamento, si è soliti considerare alcuni *parametri* fondamentali:

- **perfezione**, che dipende dall'omogeneità di informazioni, ossia tutti gli operatori devono essere in grado di conoscere, allo stesso tempo, le medesime informazioni e non devono poter condizionare, con il proprio intervento, l'andamento del mercato;
- **efficienza in senso valutativo**, ossia quando i prezzi dei titoli corrispondono al loro effettivo valore intrinseco;
- **efficienza in senso informativo**, ossia quando i prezzi dei titoli si formano sulla base delle aspettative che gli operatori, valutate le informazioni a loro disposizione, hanno sull'evoluzione futura dei titoli stessi. Il mercato risulta perfettamente efficiente, da questo punto di vista, nel caso in cui per un investitore, a parità di livello di informazione, è impossibile conseguire *performance* superiori a quelle degli altri operatori;
- **spessore**, ossia quando esistono ordini di acquisto e di vendita di titoli a prezzi prossimi a quelli negoziati in un determinato istante. Ciò evita che si formino vuoti di offerta o di domanda da cui deriverebbero eccessive oscillazioni dei prezzi;
- **ampiezza**, ossia quando gli ordini di acquisto e di vendita, oltre ad avere prezzi prossimi a quelli correnti, sono anche di importo consistente;
- **elasticità**, ossia la possibilità che, in relazione a temporanee fluttuazioni nei prezzi, si formino prontamente ordini di acquisto e di vendita.

Quanto più queste caratteristiche si presentano congiunte e stabili, tanto più il mercato si avvicina alle condizioni ideali di funzionamento in libera concorrenza.

Perché ciò si realizzi, tuttavia, è necessario che gli operatori dispongano sollecitamente di *informazioni* attendibili.

È evidente che tipici strumenti del mercato mobiliare sono i titoli a reddito fisso nelle varie specie, le azioni, le quote di fondi comuni di investimento.