



 **ALCUNE CHIAVI DI CLASSIFICAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI**

- Mercati creditizi e mercati mobiliari
- Mercati monetari e mercati dei capitali
- Mercati cash e mercati derivati
- Mercati primari e mercati secondari
- Mercati al dettaglio e mercati all'ingrosso
- Mercati ad asta e mercati con market making
- Mercati fisici e mercati telematici
- Mercati pubblici e mercati privati
- Mercati domestici e mercati internazionali
- Mercati regolamentati e non regolamentati ("Over the counter" - OTC),
  - I m. regolamentati sono gestiti su base "privata" in forza di un regolamento autorizzato" che ne disciplina:
    - Modalità di determinazione dei prezzi e regolamento
    - Ammissione degli strumenti
    - Ammissione degli emittenti
    - Ammissione degli intermediari
    - Diffusione delle informazioni

Jacopo Mattei 2



## GLI STRUMENTI FINANZIARI

- I principali caratteri che definiscono gli strumenti finanziari e le cui alternative combinazioni consentono di creare strum. fin. ad.hoc (per esigenze dei contraenti):
  - I. Natura dei diritti incorporati:
    - Diritti patrimoniali e amministrativi,
    - Solo diritti patrimoniali (di credito)
    - Diritti discrezionali e/o asimmetrici di compravendere AF.
  - II. Trasferibilità, negoziabilità, liquidità:
    - La trasferibilità è un aspetto tecnico contrattuale (mercato secondario),
    - La negoziabilità dipende dalla trasferibilità, oltre che dalla standardizzazione e dalla divisibilità,
    - La liquidità dipende dalla durata residua (ma anche dalla negoziabilità).
  - III. Rendimento-rischio:
    - Il rendimento è sempre valutato insieme al rischio, ovvero il primo è una compensazione per il secondo;
    - Il rischio finanziario è da intendersi come variabilità/imprevedibilità.
  - IV. Durata

Jacopo Mattei 3



## FUNZIONI DEI MERCATI MOBILIARI

- **Funzioni di base dei M. finanziari:**
  1. **trasferimento delle risorse**
  2. **redistribuzione del rischio**
    - 1+2= f. fondamentale di efficiente allocazione delle ris. Finanziarie
- **Funzioni specifiche dei M. Mobiliari:**
  1. finanziamento
  2. pricing di titoli
  3. liquidità dei titoli
  4. riduzione costi di transazione:
    - a) Costi Operativi
    - b) Costi d'Informazione
  5. trasferimento controllo societario

Jacopo Mattei 4



## STRUTTURA DEI MERCATI MOBILIARI

Le caratteristiche operative di un mercato si desumono dall'articolazione di tre componenti principali:

1. **Soggetti:**
  - Intermediari,
  - Gestori dei circuiti di negoziazione,
  - Autorità di controllo.
2. **Strumenti:**
  - Obbligazioni e titoli di debito,
  - Azioni,
  - Valute,
  - Derivati.
3. **Procedure**
  - Rapporti con la clientela/investitori,
  - Scambio,
  - Regolamento.

Jacopo Mattei 5



## RIFERIMENTI NORMATIVI (Ordinamento dei mercati finanziari)

- Legge – d.lgs. 58/1998 "TUF"
  - Regolamenti amministrativi



- Autorità amministrative di controllo
  - CONSOB
  - Banca d'Italia
  - IVASS (Banca d'Italia) e COVIP
  - Ministero Economia (Tesoro)

Jacopo Mattei 6



## LA CONSOB

- In Italia, la CONSOB svolge un'attività orientata alla tutela del risparmio e al miglioramento dell'efficienza e della trasparenza del mercato, con poteri di intervento in tema di
  - *regolamentazione,*
  - *autorizzazione,*
  - *vigilanza, controllo e monitoraggio.*
- Le grandi aree di intervento della CONSOB sono:
  - *la sollecitazione dell'investimento*
  - *gli obblighi di trasparenza degli emittenti di strumenti finanziari quotati*
  - *i mercati regolamentati e i soggetti che li gestiscono*

7



## IL MERCATO MONETARIO

Jacopo Mattei

8



## DEFINIZIONE DI MERCATO MONETARIO

- Nel mercato monetario i titoli trattati sono:
  - a breve termine
  - altamente liquidi e vicini al concetto di denaro
  - venduti per importi unitari molto elevati
  - con rischio d'insolvenza alquanto ridotto
  - con scadenza al massimo di un anno dalla data di emissione
- Si tratta di un mercato tipicamente all'ingrosso
- Un mercato monetario ben sviluppato rappresenta una fonte di fondi a basso costo per le imprese, i governi e gli intermediari che hanno un fabbisogno di liquidità di breve termine .
- Dal punto di vista delle imprese e delle istituzioni pubbliche, i mercati monetari servono a risolvere il problema frequente della mancanza di sincronizzazione tra flussi di contanti in entrata e flussi di contanti in uscita.
- Inoltre, proprio perché dedicato alla negoziazione delle riserve di liquidità, il mercato monetario è funzionale alla trasmissione della politica monetaria.

Jacopo Mattei

9



## RUOLO E FUNZIONI DEI PARTECIPANTI

Nel mercato monetario operano diversi attori, su uno o su entrambi i lati del mercato a seconda che siano prenditori o datori di risorse.

Partecipante	Ruolo
Ministero dell'Economia e delle Finanze (Dipartimento del Tesoro)	Vende titoli del Tesoro per finanziare il debito nazionale
Banca Centrale Europea	Acquista e vende i titoli del Tesoro (e di altri emittenti) come strumento primario per controllare l'offerta monetaria. Queste operazioni, per le banche controparti, sono uno strumento per regolare le riserve di liquidità.
Banche	Acquistano titoli del Tesoro; vendono certificati di deposito ed effettuano prestiti a breve termine; offrono agli investitori privati dei conti di deposito titoli, che permettono ai soggetti di investire direttamente in titoli del mercato monetario
Fondi comuni d'investimento monetari	Consentono ai piccoli risparmiatori di partecipare al mercato monetario aggregando i loro fondi per investire in titoli del mercato monetario di grande importo
Imprese	Acquistano e vendono vari titoli a breve termine come normale attività di gestione della liquidità.
Soggetti privati	Acquistano quote di fondi comuni d'investimento che investono in strumenti del mercato monetario o investono direttamente negli stessi strumenti attraverso un conto di deposito titoli

Jacopo Mattei

10



## GLI STRUMENTI: DEPOSITI INTERBANCARI

- **Depositi interbancari:** sono fondi a breve termine trasferiti (prestati o presi a prestito senza garanzia) fra intermediari finanziari
  - Le transazioni avvengono unicamente tra intermediari finanziari
  - Consentono alle banche di gestire i quotidiani scompensi di liquidità che caratterizzano la loro attività
  - Il mercato, consente la redistribuzione della liquidità tra le principali piazze finanziarie europee, e riflette l'elevata integrazione raggiunta all'interno dei paesi dell'area Euro
  - Il principale mercato interbancario è l'e-MID (mercato elettronico dei depositi interbancari)

Jacopo Mattei

11



## GLI STRUMENTI: PCT

- **Pronti contro termine:** sono prestiti equivalenti ai depositi interbancari ma con garanzia (*collaterale*), dove la garanzia è rappresentata da titoli (BOT e altri titoli di Stato):
  - L'elevato utilizzo dei titoli obbligazionari è da collegare alla funzione di garanzia nei confronti del datore di risorse a pronti;
  - In caso di mancata restituzione dei fondi a termine, infatti, il datore di risorse può rivalersi vendendo i titoli sul mercato;
  - Oggetto della garanzia sono, in genere, titoli di larga diffusione e quotati su un mercato ufficiale (titoli di stato, e in particolare i BOT);
  - La maggior parte delle operazioni in esame è a breve scadenza (*Tomorrow next* e *Spot next*);
  - Le operazioni con durata inferiore a una settimana hanno importi medi elevati (25 milioni di euro o superiori);
  - Le operazioni con scadenza a più lungo termine hanno valori medi più bassi (intorno ai 10 milioni di euro).

Jacopo Mattei

12



## GLI STRUMENTI: BOT

- Titoli di stato a breve termine (**BOT – Buoni Ordinari del Tesoro**):
  - Emessi dal Tesoro su scadenze di 1, 3, 6, 12 mesi
  - Struttura di prestito semplice (zero coupon bond);
  - Mercato primario (asta) e secondario (regolamentato).

Jacopo Mattei

13



## GLI STRUMENTI: CD

- **Certificati di deposito (CD)**: sono titoli nominativi o al portatore emessi da una banca, che documentano un deposito, il tasso d'interesse (fisso o variabile) e la data di scadenza
  - Hanno una data di scadenza, sono quindi considerati titoli a termine, a differenza dei depositi a vista (i titoli a termine hanno una data di scadenza specificata, mentre i depositi a vista possono essere ritirati in qualunque momento)
  - Assumono la forma di titoli al portatore
  - Possono essere acquistati e venduti fino alla scadenza
  - Le denominazioni dei certificati variano da 100.000 dollari a 10 milioni di dollari (pochi con tagli inferiori a 1 milione)
  - *La ragione di tagli così grandi?*
  - Le banche negli Stati Uniti hanno una dimensione minima di contrattazione pari a 1 milione di dollari al fine di ridurre i costi di transazione
  - La scadenza in genere va da uno a quattro mesi

Jacopo Mattei

14



## GLI STRUMENTI: COMMERCIAL PAPER

- **Commercial paper:** sono effetti (pagherò) non garantiti, emessi dalle imprese, con scadenza massima a 270 giorni
  - Sono titoli non garantiti
  - Sono emessi dalle imprese più grandi e maggiormente solvibili
  - Il tasso d'interesse offerto riflette il livello di rischio dell'emittente
  - Le scadenze negli Stati Uniti si concentrano tra i 20 e i 45 giorni
  - Vengono cedute al netto dello sconto
  - Oltre il 60% vengono collocate direttamente dall'emittente all'investitore
  - Nel caso di disinvestimento di un investitore è la banca collocatrice a riacquistarle

Jacopo Mattei

15



## GLI STRUMENTI: ACCETTAZIONI BANCARIE

- **Accettazione bancaria:** è un ordine di pagamento di un determinato importo a favore del portatore, a una determinata data futura
  - Vengono usate per finanziare le merci che devono essere trasferite dal venditore al compratore, quando il venditore non conosce la solvibilità della sua controparte.
  - La banca interviene emettendo un'accettazione bancaria
  - Sono strumenti essenziali nel commercio internazionale
  - Senza di esse, molte transazioni non potrebbero avvenire perché le parti non si sentirebbero sufficientemente cautelate da eventuali perdite
  - L'esportatore viene pagato immediatamente, una condizione importante quando i tempi di spedizione sono lunghi
  - L'esportatore è protetto dal rischio del cambio sull'estero perché la banca locale paga in valuta nazionale
  - L'esportatore non deve preoccuparsi della solvibilità dell'importatore perché è la banca di quest'ultimo che garantisce il pagamento

Jacopo Mattei

16



# IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO

Jacopo Mattei

17



## IL MERCATO DEI TITOLI OBBLIGAZIONARI

Dimensione del mercato obbligazionario mondiale, italiano e USA (in miliardi di US\$) per tipologia di emittente (P.A. vs imprese)

	P.A.	Imprese	Totale
World	16,531.20	26,826.40	43,357.60
%	38.13%	61.87%	100%
Italy % ≅	60%	40%	100%
Usa % ≅	25%	75%	100%

Fonte: IMF

Jacopo Mattei

18



## CLASSIFICAZIONE DELLE OBBLIGAZIONI PER TIPOLOGIA DI EMITTENTE

- Titoli di Stato
- Obbligazioni degli enti pubblici territoriali
- Obbligazioni societarie (*corporate bonds*)

Jacopo Mattei

19

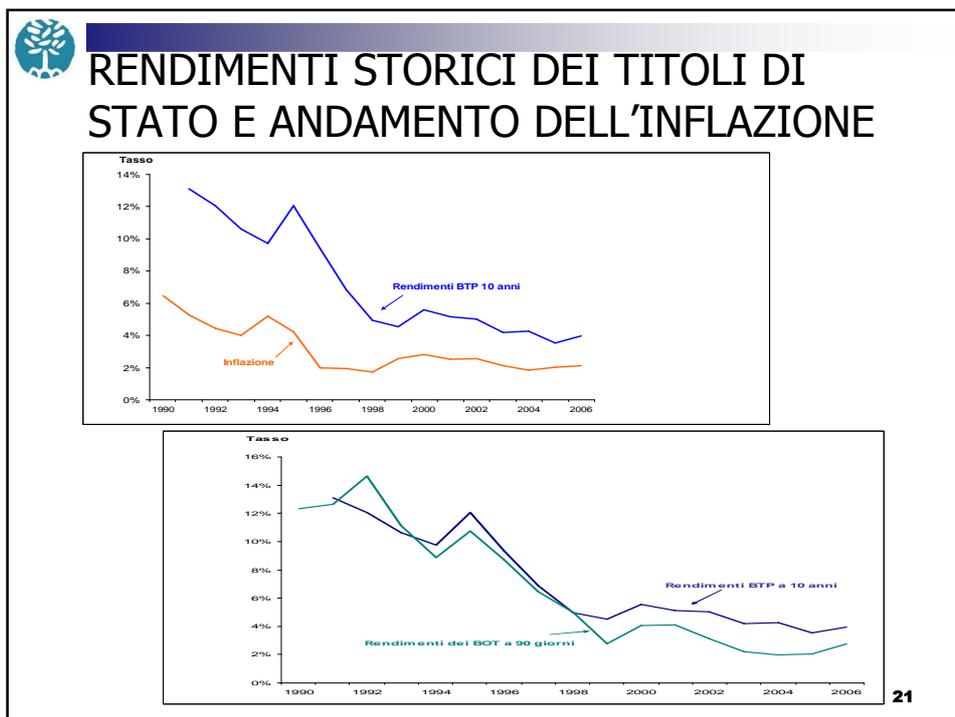


## I TITOLI DI STATO: PRINCIPALI CARATTERISTICHE

Tipo	Scadenza	Periodicit à cedola	Tipologia cedola	Rimborso
BOT (Buoni Ordinari del Tesoro)	3, 6, 12 mesi	—	—	Al valore nominale (cioè alla pari) in unica soluzione alla scadenza
CTZ (Certificati del Tesoro Zero coupon)	24 mesi	—	—	Al valore nominale (cioè alla pari) in unica soluzione alla scadenza
CCT (Certificati di Credito del Tesoro)	7 anni	Semestral e	Indicizzata (al rendimento dei BOT semestrali)	al valore nominale (cioè alla pari) in unica soluzione alla scadenza
BTP (Buoni del Tesoro Poliennali)	3, 5, 10, 30 anni	Semestral e	Fissa	Al valore nominale (cioè alla pari) in unica soluzione alla scadenza
BTP€ (Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione area €)	5, 10, 30 anni	Semestral e	Indicizzata (all'inflazione dell'area Euro)	Indicizzato (all'inflazione dell'area Euro) in unica soluzione alla scadenza

Jacopo Mattei

20



 **TITOLI DI STATO: INNOVAZIONI**

- Nel 1997, il Tesoro statunitense cominciò a emettere un titolo innovativo (TIPS, *Treasury Inflation Protected Security*) destinato a neutralizzare il rischio di inflazione derivante dall'investimento nei titoli del Tesoro stessi. Anche in Italia il Dipartimento del Tesoro offre, dal 2003, un'analogo obbligazione innovativa (BTP*€i*).
- Il *coupon stripping* è un'altra innovazione che consiste nel dividere le componenti cedolari dal valore di rimborso di un titolo con cedole: la componente di rimborso a scadenza (senza cedole) si chiama *mantello*, mentre ogni singola cedola che forma un titolo a sconto a sé stante viene detta STRIPS (*Separate Trading of Registered Interest and Principal Security*).

22



## LE OBBLIGAZIONE SOCIETARIE

- Differenti tipologie
  - Obbligazioni *plain vanilla*
  - Obbligazioni con *covenants* e garanzie accessorie
  - Obbligazioni *callable*
  - Obbligazioni subordinate
  - Obbligazioni convertibili e *cum warrant*
  
- Le obbligazioni, inoltre, non sono tutte uguali/confrontabili tra di loro, perché ciascun emittente è caratterizzato da diverso rischio di insolvenza; a tal riguardo è importante considerare:
  - Il concetto di rating, le agenzie di rating, le classi di rating;
  - La distinzione tra obbligazioni *investment grade* e *high yield*

Jacopo Mattei

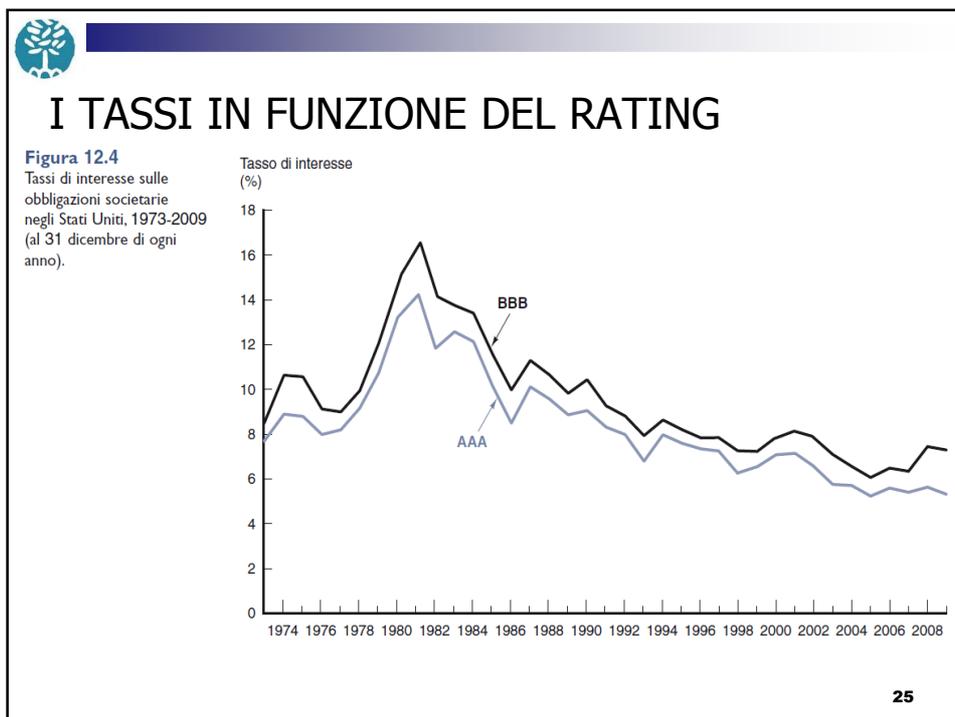
23



## LE CLASSI DI RATING

Standard & Poor's	Moody's	Descrizione
AAA	Aaa	Obbligazione di qualità eccellente e con rating più elevato. La capacità del debitore di corrispondere gli interessi e di rimborsare il capitale è molto elevata. Rischio d'investimento a livello minimo.
AA	Aa	Obbligazione di qualità elevata. La capacità del debitore di corrispondere gli interessi e di rimborsare il capitale è molto elevata, e differisce da un'obbligazione titolo AAA/Aaa soltanto in minima parte.
A	A	Obbligazione di qualità medio-alta. La capacità del debitore di corrispondere gli interessi e di rimborsare il capitale è elevata. L'obbligazione possiede molti attributi d'investimento favorevoli, per quanto sia in qualche modo maggiormente soggetta agli effetti sfavorevoli dei cambiamenti congiunturali e delle condizioni economiche.
BBB	Baa	Obbligazione di livello medio, non caratterizzata né da un'elevata protezione né da scarse garanzie. La capacità del debitore di corrispondere gli interessi e di rimborsare il capitale è adeguata. A lungo termine, tuttavia, potrebbe non presentare l'affidabilità né gli elementi di protezione richiesti per garantire i pagamenti di capitale e interessi.
BB	Ba	La capacità del debitore di corrispondere gli interessi e di rimborsare il capitale è adeguata. L'obbligazione presenta tuttavia elementi speculativi e il suo futuro non può considerarsi garantito adeguatamente. Condizioni sfavorevoli potrebbero limitare la capacità del debitore di assolvere i propri impegni finanziari.
B	B	L'obbligazione non presenta le caratteristiche proprie di un investimento desiderabile. La garanzia a lungo termine sul pagamento di interessi e capitale potrebbe essere ridotta. Condizioni sfavorevoli è probabile che limitino la capacità del debitore di assolvere i propri impegni finanziari.
CCC	Caa	Obbligazione di scarsa qualità. Chiaramente vulnerabile al rischio di insolvenza, la capacità del debitore di assolvere i propri impegni finanziari a fronte dell'obbligazione dipende da condizioni favorevoli di carattere commerciale, finanziario o economico.
CC	Ca	Obbligazione speculativa ad alto livello. Molto vulnerabile al rischio d'insolvenza e caratterizzata da altri punti deboli.
C	C	Obbligazione di qualità minima. Caratterizzata da probabilità molto scarse di raggiungere qualsiasi standard d'investimento reale. Questo rating può essere usato per indicare situazioni in cui sia stata avanzata richiesta di ban carotta, sebbene la società sia al momento ancora solvibile.
CI		Rating riservato alle sole obbligazioni a reddito che non maturano interessi.
D		Indica insolvenza nei pagamenti.
NR		Indica che per l'obbligazione non è stata richiesta una valutazione di rating pubblica.
(+) o (-)		I rating da AA a CCC possono essere modificati premettendo il segno + o - per indicare la posizione relativa nell'ambito delle categorie di rating principali.

24



## SCOMPOSIZIONE DEL PREZZO DI UNA OBBLIGAZIONE

- la valutazione dei titoli obbligazionari si concretizza nel calcolo del valore attuale di tutti i flussi che il titolo pagherà nel futuro attraverso l'equazione:
 
$$P = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} + \frac{V}{(1+r)^n}$$
- In realtà questa equazione è adeguata solo nel caso in cui si voglia calcolare il prezzo o il tasso di rendimento effettivo, al momento dell'emissione oppure allo stacco di una cedola.
- Se invece la valutazione viene fatta in un istante a cavallo tra la maturazione di due cedole, l'equazione va parzialmente modificata per considerare il rateo di interesse già maturato e relativo alla cedola in corso.
 
$$\underbrace{\text{corso}_{\text{secco}}}_{\text{rateo}} + C \times \frac{x}{365} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^{t-\frac{x}{365}}} + \frac{V}{(1+r)^{n-\frac{x}{365}}}$$

26



## IL COLLOCAMENTO DELLE OBBLIGAZIONI

- Il *private placement* (collocamento privato)
- Il collocamento pubblico
  - Il **collocamento a fermo**: l'emittente comunica al mercato le condizioni in termini sia di volume sia di prezzo dei titoli.
  - Il **collocamento a rubinetto**: l'emittente fissa il prezzo dei titoli ma non la quantità.
  - Il **collocamento con asta** (**marginale** per i BTP, CCT e CTZ, **competitiva** per i BOT): vengono fissati i volumi dell'emissione ma non il prezzo, il quale scaturisce dall'interazione fra l'offerta e le proposte in termini di volume e prezzo fatte nella fase di richiesta dagli intermediari che partecipano all'asta.

Jacopo Mattei

27



## IL MERCATO AZIONARIO

28



## I TITOLI AZIONARI

- Un'azione ordinaria è un titolo rappresentativo della partecipazione al capitale di una società.
  - Gli azionisti hanno diritti patrimoniali (utili, liquidazione) di tipo "residuale".
  - Le azioni (ordinarie) attribuiscono anche diritti amministrativi,
    - il più importante dei quali è il diritto di voto per l'adozione delle delibere assembleari (nomina degli amministratori, modifiche statutarie, approvazione del bilancio ecc.).
- Accanto alle azioni ordinarie una società può emettere altre tipologie di azioni che si differenziano le une dalle altre in ragione degli specifici diritti amministrativi e patrimoniali che incorporano.
  - In Italia, per esempio, è possibile emettere azioni:
    - con diritto di voto limitato a specifici argomenti,
    - con diritto di voto subordinato al verificarsi di determinate condizioni (azioni a voto condizionato),
    - che attribuiscono un privilegio patrimoniale rispetto alle azioni ordinarie (azioni privilegiate).

Jacopo Mattei

29



## IL MERCATO AZIONARIO

- Il mercato azionario è il luogo (non necessariamente fisico) dove sono negoziati i titoli azionari.
  - Si distingue in mercato primario e secondario.  
(Si ricordi che solo sul mercato primario le imprese emittenti raccolgono nuove risorse finanziarie; quando si verifica una transazione sul mercato secondario lo scambio di risorse finanziarie avviene tra due investitori, senza alcun coinvolgimento dell'emittente originario).
- In Italia:
  - il mercato di borsa è un mercato regolamentato
  - fa capo a Borsa Italiana SpA, cioè ad una società di gestione che ha la funzione di definire le regole di funzionamento del mercato e di organizzarne e gestirne l'attività.
    - Borsa Italiana SpA, come società di gestione, è un soggetto privato, facente capo ad azionisti privati. L'organizzazione e la gestione del mercato azionario sono quindi riconducibili ad un criterio di mercato e ad un approccio imprenditoriale.

Jacopo Mattei

30



## IL MERCATO DI BORSA ITALIANO

La **Borsa italiana spa** gestisce diversi mercati; al suo interno:

- **MTA (Mercato Telematico Azionario)**, di gran lunga il mercato più importante, che si articola in diversi segmenti con relativi indici (fra cui FTSE MIB e FTSE Italia STAR)
- **MIV (Mercato telematico degli Investment Vehicles)**, dedicato alle azioni e agli strumenti emessi dai cosiddetti "veicoli di investimento"
- **AIM Italia**, rivolto alle società di dimensioni minori e caratterizzate da un alto potenziale di crescita.

Il primo (MTA) è di gran lunga quello più importante: sono quotate circa 220 società (il numero varia per nuove ammissioni o cancellazioni). Al suo interno, MTA si articola poi in tre segmenti: Blue Chip, STAR e Standard.

Jacopo Mattei

31



## I SEGMENTI DEL MTA

L'articolazione del MTA:



Fonte: Borsa Italiana

Jacopo Mattei

32



## LE CONTRATTAZIONI SUL MTA

- Sul mercato MTA, le negoziazioni avvengono attraverso un circuito telematico, denominato "Sistema telematico delle Borse Valori italiane", a cui possono accedere solo gli intermediari autorizzati.
- Le negoziazioni sono prevalentemente per conto terzi, quindi tramite intermediari che agiscono come *broker*.
- Per quanto riguarda il sistema di contrattazione e la formazione del prezzo, si utilizza un sistema "misto":
  - cioè opera sia il meccanismo dell'asta a chiamata (nella fase di apertura), sia il criterio della negoziazione continua (nell'orario delle contrattazioni continue).

Jacopo Mattei

33



## I PREZZI DI RIFERIMENTO

- Nel mercato caratterizzato da contrattazioni continue i prezzi sono diversi per ogni scambio concluso.
- Questo comporta la necessità di determinare un prezzo espressivo dell'andamento generale della giornata, con fini segnaletici nei confronti degli operatori.
  - Quotidianamente vengono calcolati:
    - il cosiddetto prezzo ufficiale, come media aritmetica di tutti i prezzi delle transazioni concluse nel corso della giornata, ponderati con le quantità relative a ogni singolo scambio;
    - il prezzo di riferimento è invece il prezzo medio ponderato dell'ultimo 10% di scambi che hanno avuto luogo durante la seduta.

Jacopo Mattei

34



## GLI INDICI AZIONARI

- Un indice di mercato è il valore composto di un gruppo di titoli negoziati in un mercato secondario.
  - Le fluttuazioni di un indice di mercato offrono agli investitori informazioni utili sull'andamento di un'ampia gamma di titoli.
- L'indice azionario più antico e famoso a livello internazionale è il Dow Jones Industrial Average (DJIA), basato sulle performance delle azioni di 30 grandi società industriali quotate sul NYSE.
- I principali indici calcolati sul mercato azionario italiano sono:
  - il MIBTEL, che riflette l'andamento di tutte le azioni nazionali quotate in Borsa, ed è diffuso con intervalli temporali di un minuto;
  - il FTSE-MIB, che è il paniere che racchiude le azioni delle 40 maggiori società italiane ed estere quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana.

Jacopo Mattei

35



## I MERCATI AZIONARI OTC

- I titoli non quotati in una borsa possono essere scambiati in un mercato OTC. Questa forma di mercato manca dei requisiti riconosciuti ai mercati regolamentati.
- Da un punto di vista organizzativo, anche sui mercati OTC più sviluppati, le negoziazioni vengono eseguite attraverso circuiti telematici. Un esempio di questo tipo è il **NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation system)**.
- Mentre i mercati organizzati (come il NYSE) utilizzano il sistema dello *specialist* per facilitare gli scambi, i mercati OTC si basano sui *market maker*.

36



## LE ALTERNATIVE ALLA BORSA VALORI - MTF

- La Direttiva MIFID, accanto ai Mercati regolamentati e ai Systematic Internalizers, contempla l'attività delle MTF (multilateral trading facilities).
  - Si tratta di circuiti di negoziazione privati che organizzano gli scambi mediante la concentrazione degli interessi di negoziazione di una pluralità di soggetti, trattazione di titoli già quotati e applicazione di regole non discrezionali.
  - Gli MTF sono stati previsti dalla MIFID contestualmente all'abolizione dell'obbligo di concentrare l'esecuzione degli ordini relativi ai titoli quotati sui soli mercati regolamentati, allo scopo di creare le condizioni per accrescere la concorrenza tra le infrastrutture di mercato.
- L'aspettativa del legislatore è che si creino le condizioni per accrescere la concorrenza tra le infrastrutture di mercato.
  - In pratica, le MTF possono diventare sistemi di mercato competitivi in alternativa alle borse.

37



## LE ALTERNATIVE ALLA BORSA VALORI - ECN

- Una **ECN (*Electronic Communications Network*)** è una rete elettronica che riunisce uno o più grandi intermediari finanziari e operatori, consentendo loro di trattare senza ulteriori intermediari.
- Le ECN presentano diversi vantaggi:
  - trasparenza (tutti gli ordini inevasi sono disponibili per la revisione da parte dei trader di una ECN)
  - costi ridotti (assenza di commissioni da corrispondere all'intermediario)
  - esecuzione più rapida
  - negoziazioni after-hours
- Nonostante i vantaggi elencati, le reti ECN presentano un grosso inconveniente: funzionano bene soltanto per le azioni sulle quali si concentra un grosso volume di scambi.
- I sistemi ECN sono tipici del contesto americano. Generalmente, il termine ECN viene considerato equivalente a quello di ATS (Alternative/Automated Trading System); nella regolamentazione italiana si parla di SSO (Sistemi di Scambio Organizzati).

38



## IL PREZZO DI UN'AZIONE

- Il metodo per valutare un'azione ordinaria non è, in teoria, diverso da quello per valutare un titolo di debito: si tratta di determinarne i flussi di cassa futuri e di attualizzarli a un fattore di sconto appropriato.
- Il modello di valutazione uniperiodale dei dividendi può essere esteso per un numero qualsiasi di periodi. In questo caso, ci si può servire del **modello di valutazione generalizzato dei dividendi**, che non considera il prezzo di vendita finale:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

- Questo modello richiede di calcolare il valore attuale di un flusso infinito di dividendi! Si può usare però una versione semplificata, nota come modello di Gordon (*Gordon growth model*), che ipotizza che i dividendi crescano a un tasso costante  $g$ .

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{(k_e - g)} = \frac{D_1}{(k_e - g)}$$

39



## ERRORI DI VALUTAZIONE (1)

Tabella 13.1 Prezzi delle azioni per un titolo con  $D_0 = 2,00$  euro e  $k_e = 15\%$ , corrispondenti a diverse ipotesi di tassi di crescita costante

Crescita (%)	Prezzo (€)
1	14,43
3	17,17
5	21,00
10	44,00
11	55,50
12	74,67
13	113,00
14	228,00

40



## ERRORI DI VALUTAZIONE (2)

Tabella 13.2 Prezzi delle azioni per un titolo con  $D_0 = 2,00$  euro e  $g = 5\%$ , corrispondenti a diversi livelli di rendimento richiesto

Rendimento richiesto (%)	Prezzo (€)
10	42,00
11	35,00
12	30,00
13	26,25
14	23,33
15	21,00