

Il mercato mobiliare

E' il luogo nel quale trovano esecuzione tutte le operazioni aventi per oggetto **valori mobiliari**, ossia strumenti finanziari così denominati per la loro attitudine a circolare facilmente tra gli operatori essendo dotati di elevata mobilità e trasferibilità.

In esso operano intermediari il cui compito principale è:

- agevolare l'emissione di strumenti finanziari
- agevolare la loro successiva negoziazione.

Si suddivide in

- **mercato primario** (dove hanno luogo le emissioni degli strumenti finanziari)
- **mercato secondario** (dove si scambiano gli strumenti finanziari emessi)

Il mercato primario

Il mercato primario individua il complesso di operazioni attraverso le quali i risparmiatori **sottoscrivono** strumenti finanziari (obbligazioni, azioni, etc.) di **nuova emissione** contro il versamento di denaro a favore degli emittenti.

Pertanto, il mercato primario svolge prevalentemente la funzione di finanziamento degli emittenti.

Attraverso le operazioni di mercato primario si alimenta il mercato mobiliare in quanto vi vengono "immessi" nuovi strumenti finanziari.

L'emissione di strumenti finanziari può avvenire attraverso differenti tecniche.

Le principali sono:

- il meccanismo d'**asta**
- la sottoscrizione mediante **consorzi**
- gli **aumenti di capitale**

Le emissioni di strumenti finanziari

Emissioni lorde

Si tratta della sommatoria dei nuovi prestiti obbligazionari e delle emissioni di azioni nel corso dell'anno

Emissioni nette

Si tratta della sommatoria dei nuovi prestiti obbligazionari e delle emissioni di azioni al netto degli strumenti obbligazionari venuti a scadenza e delle azioni annullate, sempre nel corso dell'anno

Ricorso netto al mercato

Si tratta del controvalore delle emissioni nette al quale viene sottratto l'importo degli interessi corrisposti e dei dividendi erogati, sempre nel corso dell'anno

Le emissioni lorde in Italia

Le emissioni lorde di titoli di debito nel corso degli ultimi 30 anni in Italia sono state caratterizzate da:

-forte espansione per tutti gli anni '80 e fino alla metà degli anni '90 (a causa della rapida espansione del debito pubblico e della forte riduzione della durata media delle emissioni a motivo dei tassi di interesse crescenti);

-contrazione a partire dalla seconda metà degli anni '90 (a causa della politica di rientro del debito pubblico finalizzata all'adozione dell'euro e al conseguente allungamento delle scadenze a motivo dei tassi decrescenti, e anche minor bisogno di finanziamenti).

Le emissioni lorde in Italia (segue)

Le emissioni lorde di azioni nel corso degli ultimi 30 anni in Italia sono state caratterizzate da:

- peso marginale se paragonate alle emissioni di titoli di debito;
- un certo incremento solo in occasione del processo di privatizzazione delle imprese pubbliche (in particolare nel corso degli anni '80).

Le emissioni lorde complessive di titoli di debito e di azioni sono state pari a circa il 50-60% del PIL.

Le emissioni nette in Italia

Le emissioni nette nel nostro paese evidenziano quanto segue:

- sono ovviamente di importo più contenuto rispetto alle emissioni lorde;
- hanno avuto una forte crescita fino alla metà degli anni '90 a cui è seguita una forte riduzione (per ragioni analoghe a quelle viste per le emissioni lorde), con valori negativi per gli strumenti di mercato monetario mentre sono solo i titoli a medio e lungo termine a coprire l'intero controvalore delle emissioni nette;
- le emissioni nette di azioni sono significative solo nella seconda metà degli anni '90 (a seguito della forte espansione dei mercati azionari), per poi drasticamente ridursi negli anni più recenti.

Le emissioni nette complessive di titoli di debito e di azioni sono state pari a circa il 13% del PIL.

Le emissioni per categorie di emittenti

In relazione alle categorie dei soggetti che hanno emesso gli strumenti finanziari in Italia si osserva:

-la netta prevalenza delle emissioni del Tesoro (da circa il 60% del totale delle emissioni lorde degli anni '70 a circa l'85% della metà degli anni '90);

-la rilevanza assunta dalle emissioni delle banche (con più elevata incidenza nei primi anni '70 e a partire dalla metà degli anni '90): da un valore massimo di circa il 30% delle emissioni lorde ad un valore minimo di circa il 12% negli anni '80;

-lo scarso rilievo delle emissioni delle imprese private e degli enti internazionali.

Il mercato primario

Il meccanismo d'asta

Il meccanismo d'asta è una tecnica di emissione attraverso la quale si procede ad assegnare al pubblico gli strumenti finanziari sulla base delle **proposte di sottoscrizione** formulate dagli operatori.

Solitamente la quantità di titoli offerti è fissa mentre varia il prezzo di sottoscrizione dei titoli in funzione delle proposte fatte dagli operatori ammessi alle aste.

Nel mercato italiano sono note due differenti tipologie d'asta che trovano applicazione nell'emissione dei titoli di stato:

- **l'asta marginale** (con la quale si emettono tutti i titoli di stato esclusi i BOT)
- **l'asta competitiva** (con la quale si emettono solo i BOT)

Il mercato primario

L'asta marginale

I titoli in emissione vengono assegnati al prezzo detto "**al margine**", ossia al prezzo al quale la quantità domandata eguaglia la quantità offerta.

Esempio: Quantità offerta = 100 milioni di euro

Quantità domandata = 130 milioni di euro

	<u>Quantità domandata</u>	<u>Prezzo proposto</u>
Operatore A	30 milioni di euro	97,75 euro
Operatore B	50 milioni di euro	97,72 euro
Operatore C	20 milioni di euro	97,67 euro
Operatore D	30 milioni di euro	97,65 euro

Il prezzo "al margine" è pari a 97,67 euro in quanto a tale livello di prezzo la somma delle quantità domandate è pari a 100 milioni di euro, ossia alla quantità offerta.

Il mercato primario

L'asta competitiva

I titoli in emissione vengono assegnati al **prezzo proposto da ciascun operatore** che risulta assegnatario.

Esempio: Quantità offerta = 100 milioni di euro
Quantità domandata = 130 milioni di euro

	<u>Quantità domandata</u>	<u>Prezzo proposto</u>
Operatore A	30 milioni di euro	97,75 euro
Operatore B	50 milioni di euro	97,72 euro
Operatore C	20 milioni di euro	97,67 euro
Operatore D	30 milioni di euro	97,65 euro

Il mercato primario

L'asta competitiva

I titoli sono assegnati agli operatori A, B, C (le cui domande ammontano complessivamente alla quantità offerta) e i prezzi di sottoscrizione sono quelli da loro proposti e, quindi, pari rispettivamente a 97,75, 97,72 e 97,67 euro.

Nella realtà l'assegnazione segue un procedimento leggermente diverso; tuttavia la prassi recente identifica tale procedura come quella ascrivibile anche alle aste competitive.

Il mercato primario

I consorzi di collocamento

La sottoscrizione mediante consorzi è una tecnica di emissione attraverso la quale gli emittenti ricorrono all'intervento di **un gruppo di intermediari (il consorzio)** allo scopo di raggiungere il numero più elevato possibile di sottoscrittori degli strumenti finanziari.

Generalmente sono oggetto di collocamento mediante tale tecnica i **titoli di debito** di emittenti diversi dal tesoro.

Il consorzio viene organizzato da un intermediario (denominato **capofila** o **lead manager**) che invita altri intermediari (solitamente banche) a partecipare quali membri del consorzio sulla base della loro capacità di collocare strumenti finanziari presso il pubblico.

Il mercato primario

I consorzi di collocamento

L'emittente affida al consorzio il collocamento dei titoli presso il pubblico dopo avere concordato, tra le altre condizioni,

- le **modalità di fissazione del prezzo** dei titoli da emettere
- il **periodo** in cui avrà luogo il collocamento (solitamente della durata di circa 5-10 giorni)

Il mercato primario

I consorzi di collocamento

Il collocamento dei titoli presso il pubblico può avvenire:

- senza la garanzia dell'integrale sottoscrizione dei titoli offerti (**consorzio di semplice collocamento**)
- con la garanzia dell'integrale sottoscrizione dei titoli offerti (**consorzio di garanzia**)

Il mercato primario

Il consorzio di semplice collocamento

Il consorzio di semplice collocamento **non garantisce** all'emittente che tutti i titoli offerti siano sottoscritti. Al termine del periodo di collocamento i titoli non collocati restano invenduti e l'emittente non è in grado di incassare l'ammontare complessivo dei mezzi finanziari richiesti al pubblico.

Per il lavoro svolto il consorzio viene remunerato dall'emittente con una commissione (definita "**di sportello**") la cui entità può variare da circa l'1% a circa il 3-4% del prezzo di collocamento a seconda

- della **tipologia di titoli** collocati
- del grado di **solvibilità** dell'emittente

Solitamente mediante un consorzio di semplice collocamento si offrono al pubblico obbligazioni ordinarie

Il mercato primario

Il consorzio di garanzia

Il consorzio di garanzia garantisce all'emittente che tutti i titoli offerti siano sottoscritti. Al termine del periodo di collocamento i titoli non collocati vengono sottoscritti da ciascun membro del consorzio secondo criteri di **accollo** concordati con il capofila al momento della costituzione del consorzio.

L'accollo dei titoli può avvenire secondo il criterio della

- **responsabilità individuale** (per la quale ciascun membro del consorzio è tenuto a sottoscrivere il numero di titoli che non è stato in grado di collocare rispetto alla quantità che si era impegnato a collocare)
- **responsabilità solidale** (per la quale ciascun membro del consorzio è tenuto a sottoscrivere i titoli non collocati in misura pari alla rispettiva quota di partecipazione nel consorzio)

Il mercato primario

Il consorzio di garanzia

Per il lavoro svolto il consorzio viene remunerato dall'emittente con una commissione di ammontare superiore a quella vista nel caso del consorzio di semplice collocamento.

Essa infatti deve tenere conto dell'attività di collocamento svolta, ma anche del rischio a carico del consorzio per l'eventuale non integrale collocamento dei titoli offerti.

L'entità di tale commissione può variare da circa il 2-3% a circa il 5-6% del prezzo di collocamento a seconda

- della **tipologia di titoli** collocati
- del grado di **solvibilità** dell'emittente
- dell'**orientamento del pubblico** alla sottoscrizione di titoli.

Il mercato primario

Il consorzio di garanzia

Solitamente mediante un consorzio di garanzia si offrono al pubblico:

- obbligazioni convertibili
- obbligazioni con warrant
- obbligazioni strutturate
- altre obbligazioni non ordinarie.

Il mercato primario

Gli aumenti di capitale

L'aumento del capitale sociale è la tecnica con la quale sono emesse le azioni. Le azioni di nuova emissione devono essere **offerte in opzione** a coloro che sono azionisti della società in proporzione al numero di azioni da ciascuno possedute.

Esempio: Aumento del capitale della società Epsilon che prevede l'offerta di 2 azioni nuove ogni 5 azioni possedute.

Se un azionista possiede 1000 azioni della società Epsilon ha diritto a sottoscrivere 400 azioni nuove della medesima società; infatti

$$1000 \times 2/5 = 400.$$

Se un azionista possiede 3000 azioni della società Epsilon ha diritto a sottoscrivere 1200 azioni nuove della medesima società; infatti

$$3000 \times 2/5 = 1200.$$

Il mercato primario

Gli aumenti di capitale

Il **prezzo di emissione** delle azioni nuove

- non deve essere inferiore al loro **valore nominale**
- è opportuno che sia **inferiore alla quotazione corrente** delle azioni della società già in circolazione.

Esempio: se le azioni della società Epsilon hanno valore nominale pari a 5 euro e la loro quotazione corrente è pari a 12 euro, è opportuno che il prezzo di emissione delle azioni nuove che vengono offerte agli azionisti sia fissato dall'emittente nell'intervallo di prezzo tra 5 euro e 12 euro: in ipotesi potrebbe essere pari a 8 euro.

Il mercato primario

Gli aumenti di capitale

Il possessore delle azioni già in circolazione non è obbligato a sottoscrivere le azioni nuove.

Può cedere a terzi il diritto di sottoscrivere le azioni nuove (il cosiddetto "**diritto di opzione**") contro il ricevimento di un prezzo.

Il prezzo del diritto di opzione si determina in borsa: infatti, i diritti di opzione sono negoziati in borsa in corrispondenza del periodo in cui ha luogo l'aumento del capitale.

Il mercato primario

Gli aumenti di capitale

Nell'esperienza italiana si possono avere aumenti di capitale:

- **a pagamento** (quando le azioni nuove vengono emesse contro il pagamento di un prezzo)
- **gratuiti** (quando le azioni di nuova emissione vengono emesse gratuitamente, senza pertanto dover corrispondere alcun prezzo all'emittente)
- **misti** (quando parte delle azioni nuove vengono emesse contro il pagamento di un prezzo e parte vengono emesse gratuitamente)