



A.A. 2024/2025

BLAB

DISPENSA

**SISTEMA
FINANZIARIO**

A CURA DI
MARCO FORMISANO



TEACHING DIVISION

SISTEMA FINANZIARIO

il sistema finanziario si può descrivere come un'infrastruttura fondamentale per l'economia reale che è costituita e opera attraverso tre elementi principali

moneta +
strumenti
finanziari



trasferimento di moneta nello spazio (scambi, pagamenti) e nel tempo (azioni, obbligazioni, prestiti) e del rischio (contratto di assicurazione)

mercati
finanziari



luogo di scambi aventi per oggetto moneta in differenti valute e strumenti finanziari

(banche, società
d'assicurazione, fondi
pensione, broker)

intermediari
finanziari



imprese specializzate nella produzione e negoziazione di strumenti finanziari e nella fornitura di servizi finalizzati alla loro circolazione



FUNZIONI DEL SISTEMA FINANZIARIO

il sistema finanziario favorisce la crescita economica e la creazione di ricchezza svolgendo tre funzioni

funzione monetaria

→ offerta di strumenti di **regolamenti degli scambi**

transazioni meno costose e più sicure
= maggior specializzazione produttiva

funzione allocativa

→ offerta di strumenti e servizi che favoriscono il **trasferimento delle risorse finanziarie**

impiego di risorse in eccesso
a condizioni remunerative

funzione di gestione
dei rischi

→ offerta di strumenti di gestione diretta dei **rischi**

riduzione (copertura) o aumento
(speculazione) dell'esposizione

le funzioni vengono svolte sulla **fiducia** che gli operatori economici ripongono nel sistema finanziario
il ruolo centrale della fiducia nel sistema implica che esso debba essere fortemente regolato

AUTORITÀ DI VIGILANZA

non vi sono leggi preposte alla disciplina del sistema, ma esistono autorità pubbliche di vigilanza che controllano il **comportamento di operatori e intermediari** e istituiscono **norme di livello secondario**

autorità preposte a:

produzione di norme riguardanti
l'operatività dei soggetti vigilati

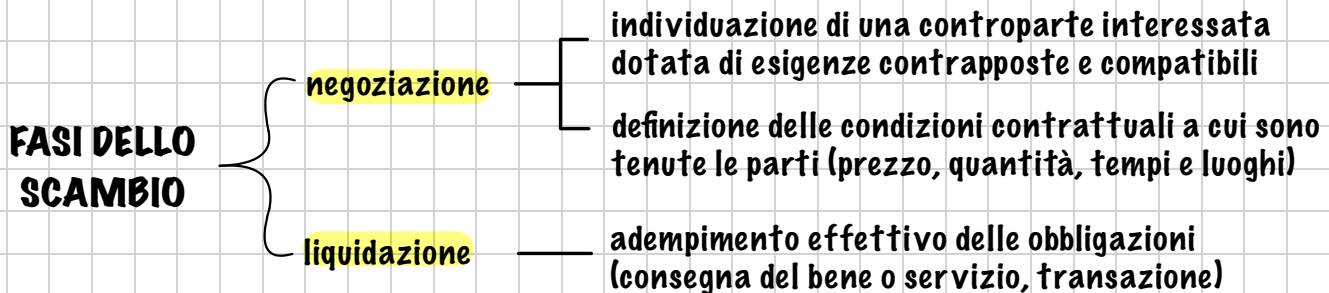
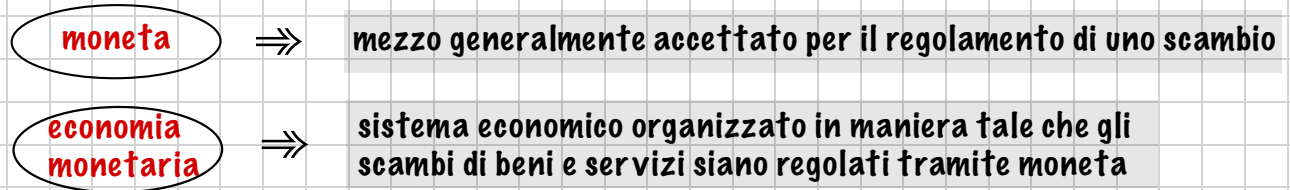
controllo del rispetto delle norme e dei
comportamenti dei soggetti vigilati

es. Banca Centrale Europea

MONETA & STRUMENTI FINANZIARI

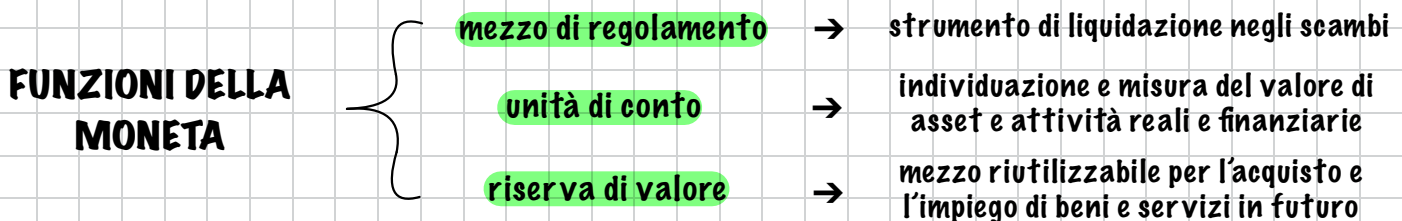
1. FUNZIONE MONETARIA

funzione che produce strumenti di pagamento ed eroga servizi che rendono più sicuro e meno costoso il regolamento delle transazioni, favorendo la specializzazione produttiva e la creazione di ricchezza

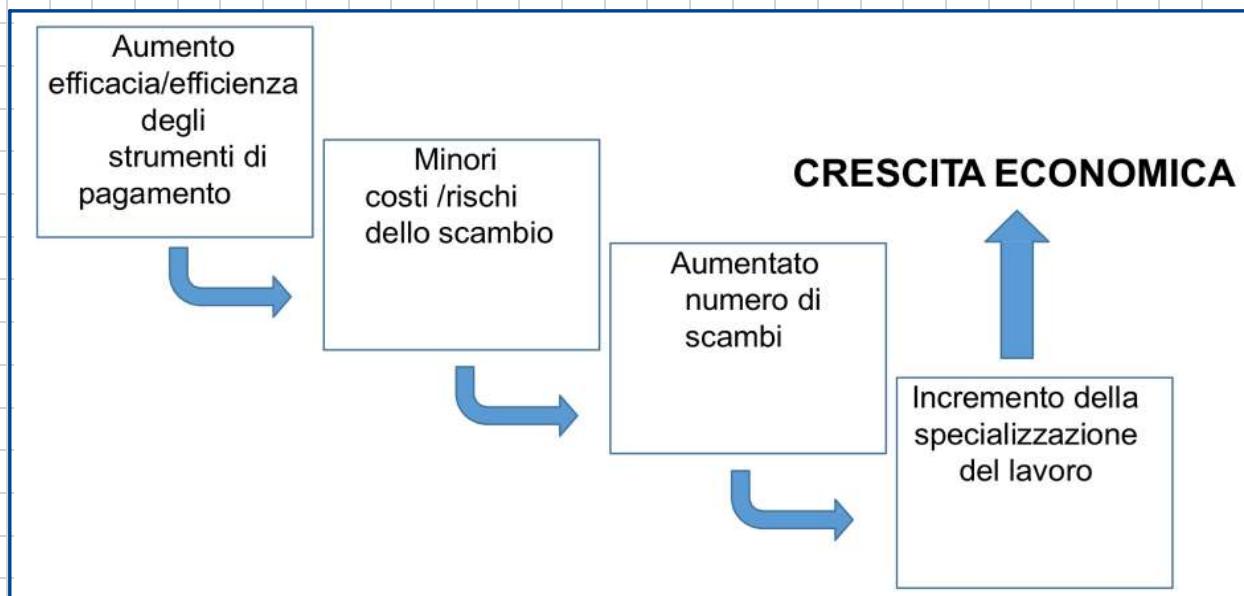


* la liquidazione o regolamento ha luogo subito o poco dopo la negoziazione (regolamento a pronti) o in una data futura (regolamento a termine)

ogni bene/servizio oggetto di scambio ha un valore definito in unità monetaria (in genere valuta nazionale)



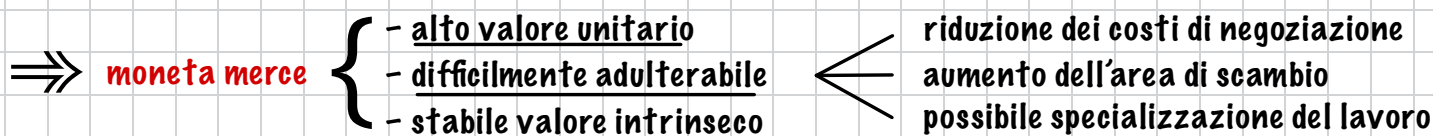
uno scambio, nonostante i benefici, implica anche **costi e rischi**, ragion per cui il sistema finanziario si impegna ad incrementare l'efficacia degli strumenti di pagamento così da aumentare il numero degli scambi, quindi la specializzazione del lavoro e conseguentemente contribuire alla crescita economica



EVOLUZIONE DELLA MONETA

MONETA MERCE

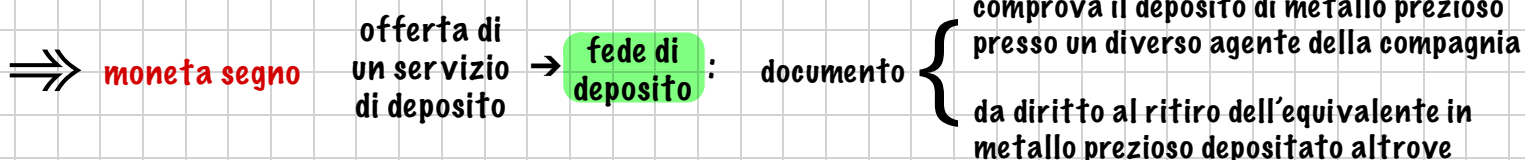
le problematiche del baratto (alti costi di ricerca e conseguente produzione per autoconsumo) hanno portato all'introduzione di un bene reale come mezzo di regolamento, accettabile per tutti gli scambi



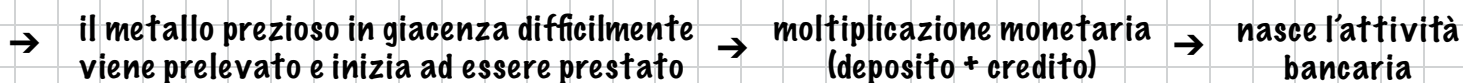
***metalli preziosi** → stabile valore intrinseco ma costi e rischi di trasferimento elevati in caso di scambi di alto valore e con liquidazione a grandi distanze

MONETA SEGNO

il trasporto di moneta comportava una serie di rischi e disagi che sono stati risolti dalla creazione delle case mercantili, sotto forma di reti di agenti operanti in diverse sedi commerciali responsabili in solido



le fedi di deposito iniziarono a circolare autonomamente dal momento che la fiducia nella loro **convertibilità in oro** consentiva a chi le possedeva di usarle direttamente nelle transazioni



MONETA BANCARIA

la **moneta bancaria** funziona grazie a ordini di pagamento su dei conti di deposito in conto corrente accesi presso banche, ossia si trasferisce tramite scritture contabili sui libri bancari di ordinante e beneficiario

l'ordine è dato alla banca tramite uno strumento di pagamento che specifica {

- nome del beneficiario del pagamento
- ammontare da pagare
- dati identificativi del conto da cui prelevare i fondi

es. assegno

→ le banche garantiscono il pagamento grazie all'insieme di **rapporti debito-credito** esistenti fra di esse

il sistema dei pagamenti viene gestito grazie all'intervento della **banca centrale**, presso la quale le banche hanno accesso dei conti di deposito, temporaneamente addebitati / accreditati degli importi necessari per regolare la transazione (in linea con i saldi di conto corrente di ordinante e beneficiario)

MONETA ELETTRONICA

la **moneta elettronica** è moneta scritturale non necessariamente, anche se in prevalenza, bancaria

il circuito di pagamento si attiva con addebiti/accrediti su un conto di deposito, raccolti **elettronicamente** → informazioni necessarie per la liquidazione trasmesse in **tempo reale** agli intermediari

es. pagamenti via internet cellulare, POS, bancomat

il controllo della capienza del conto ordinante e la processazione del pagamento avvengono in pochi secondi

2. FUNZIONE ALLOCATIVA

è possibile classificare gli operatori economici in funzione della loro disponibilità di risorse finanziarie

SOGGETTI IN SURPLUS

dispongono di risorse in eccesso rispetto ai fabbisogno di consumi e investimento

datori di fondi → U+

es. famiglie, aziende

SOGGETTI IN DEFICIT

consumano e investono per importi superiori alle risorse e al potere d'acquisto disponibile

prenditori di fondi → U-

es. Stato, aziende

SALDO FINANZIARIO = REDDITO DISPONIBILE - CONSUMO - INVESTIMENTO IN ATTIVITÀ REALI

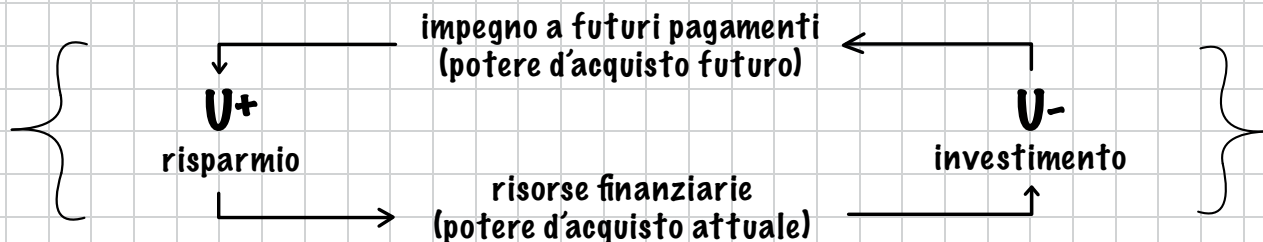
le unità in surplus hanno un saldo finanziario di periodo positivo

$$SF_t = YD_t - C_t - IR_t$$

risparmio di periodo
 $YD_t - C_t$

le unità in deficit hanno un saldo finanziario di periodo negativo

tramite il trasferimento dell'eccesso di risorse dalle unità in surplus alle unità in deficit queste possono intraprendere investimenti/attività di consumo che creano futura ricchezza/utilità, parte delle quali potrebbero essere restituite alle prime come compensazione per la disponibilità delle risorse prestate



la **funzione allocativa** è l'offerta di servizi e strumenti che consentono il trasferimento di risorse finanziarie dalle unità economiche che ne hanno un eccesso verso le unità economiche in carenza

OBIETTIVO:

massimizzazione del volume dei trasferimenti di risorse + finanziamento delle iniziative profittevoli

l'esistenza e il funzionamento dei circuiti di trasferimento delle risorse influenza i comportamenti delle diverse unità economiche

- scelte di consumo
- scelte d'allocatione del saldo finanziario (tesaurizzazione vs finanziamento)

- scelte di consumo e di investimento (senza trasferimenti non è possibile un saldo finanziario negativo)

U+

efficienti circuiti di trasferimento & allocazione delle risorse agli investimenti migliori

U-

↑ PROPENSIONE AL RISPARMIO



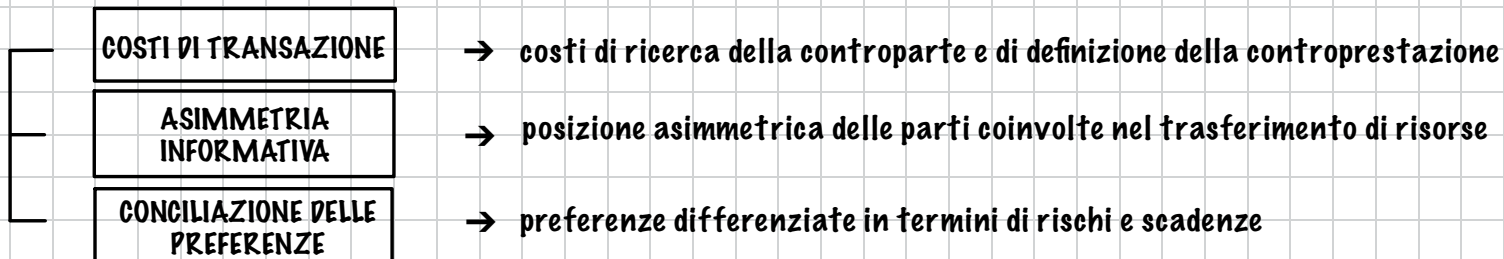
RICCHEZZA



↑ PROPENSIONE ALL'INVESTIMENTO

CAUSE DELLA FUNZIONE ALLOCATIVA

perchè è necessario l'intervento del sistema finanziario?



i mercati e gli intermediari intervengono

favorendo l'incontro fra unità in surplus e in deficit

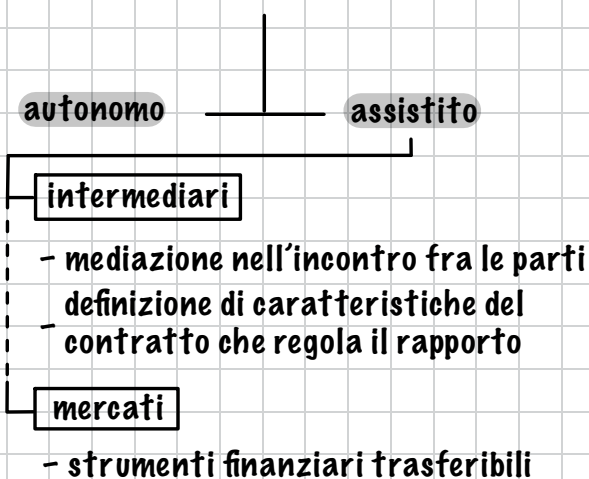
definendo i rapporti fra unità con la produzione di strumenti finanziari

con modalità differenziate

CIRCUITI DIRETTI

il trasferimento di risorse avviene tramite un solo strumento finanziario che regola i rapporti fra le due unità

le unità sono in contatto diretto, ma vengono mediate da un intermediario



la conciliazione di preferenze diverse in merito alla scadenza avviene con la trasformazione della posizione in moneta tramite la **cessione del diritto a terzi** all'interno dei mercati

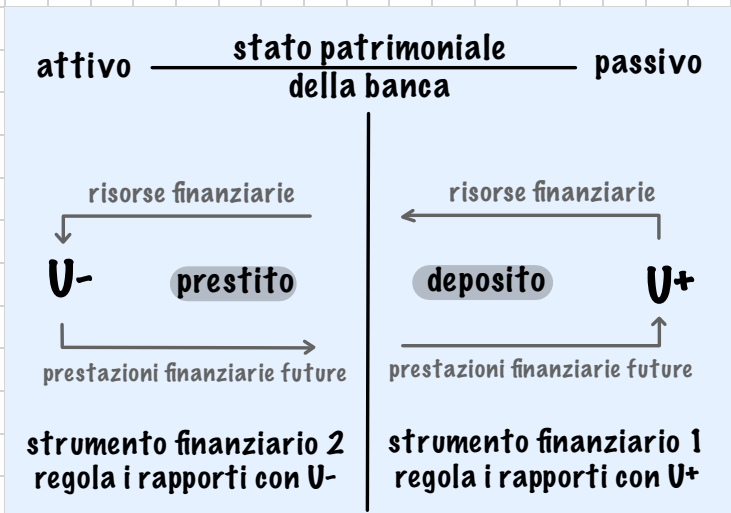
l'informazione è visibile nei prezzi e alla portata di chi non l'ha creata

asimmetria informativa contenuta + basso investimento in informazione

CIRCUITI INDIRETTI

il trasferimento di risorse avviene tramite un intermediario, che crea due distinti strumenti finanziari (diverso profilo rischio/rendimento)

le unità si interfacciano con l'intermediario autonomamente senza essere in contatto



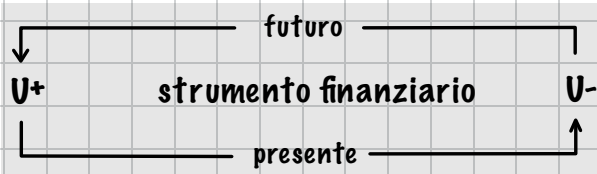
la conciliazione di preferenze diverse in merito a rischio e scadenza avviene tramite la **creazione di due strumenti finanziari** distinti in base alle caratteristiche delle due unità economiche

l'informazione prodotta non è visibile e quindi sfruttabile solo da chi l'ha creata

asimmetria informativa elevata + alto investimento in informazione

ASIMMETRIA INFORMATIVA

condizione in cui un'informazione non è condivisa integralmente fra unità coinvolte nello stesso processo economico



discrasia temporale fra la prestazione di U+ e la controprestazione di U-

⇒ la controprestazione di U- non è certa

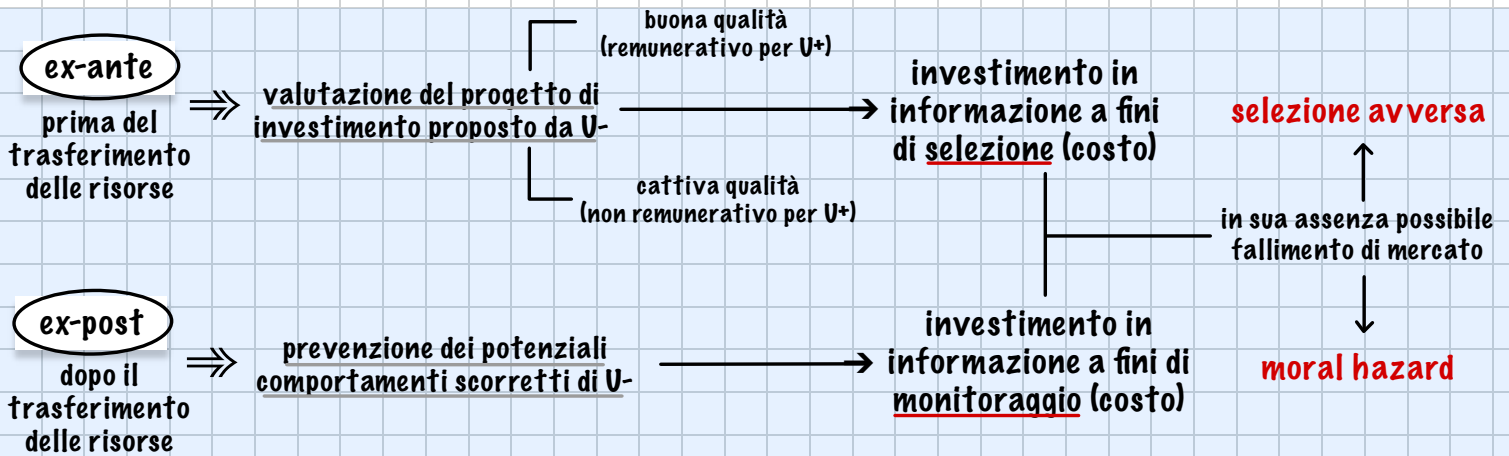
ASIMMETRIA TEMPORALE

→ fattori imprevedibili possono modificare la capacità di U- di onorare il suo impegno a svolgere prestazioni finanziarie future a favore di U+

ASIMMETRIA INFORMATIVA

U+ è in posizione di debolezza — non possiede tutte le informazioni necessarie a valutare la capacità di U- di adempiere alle obbligazioni

U- è in posizione di forza — non ha interesse a rivelare a U+ informazioni che invaliderebbero la sua iniziativa di investimento



ASIMMETRIA INFORMATIVA EX ANTE

fallimento di mercato: SELEZIONE AVVERSA

- U+ { U- con progetto di cattiva qualità ⇒ in condizioni di parità informativa non verrebbe finanziato o otterrebbe le risorse ad alto costo
- U+ { U- con progetto di buona qualità ⇒ in condizioni di parità informativa verrebbe finanziato o otterrebbe risorse a basso costo

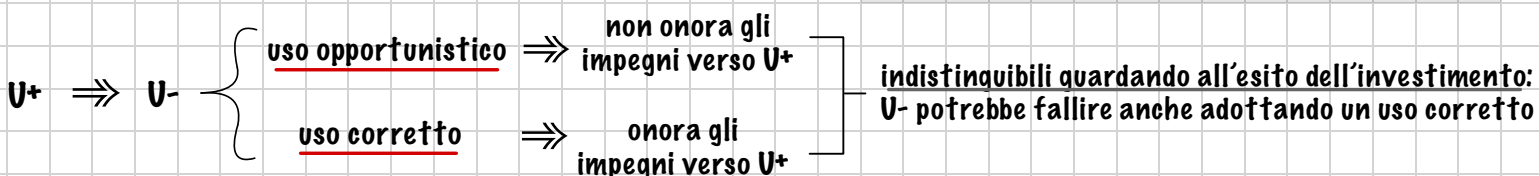
se U+ non investe in informazione per selezionare i progetti di buona qualità, si assume il rischio anche per progetti di cattiva qualità ossia finanzia ogni U- a un prezzo medio che è:

- svantaggioso per U- con progetti di buona qualità → superiore al finanziamento in parità informativa
- vantaggioso per U- con progetti di cattiva qualità → inferiore al finanziamento in parità informativa

il costo sostenuto da U- con progetti di buona qualità li fa uscire dal mercato, → anticipando ciò U+ non cosicché a chiedere risorse rimangano solo U- con progetti di cattiva qualità → finanzia alcun progetto

ASIMMETRIA INFORMATIVA EX POST

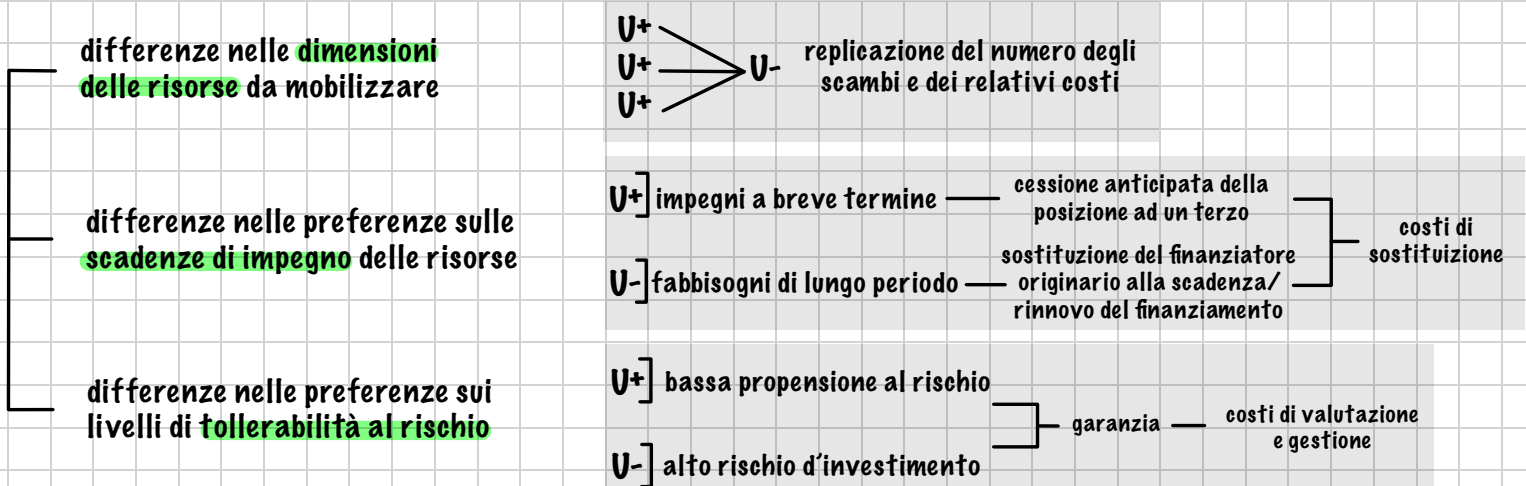
fallimento di mercato: MORAL HAZARD



se U+ non investe in informazione per monitorare U-, senza la minaccia credibile di una sanzione e in caso di uso opportunistico, questo si comporterà slealmente → anticipando ciò U+ non finanzia alcun progetto

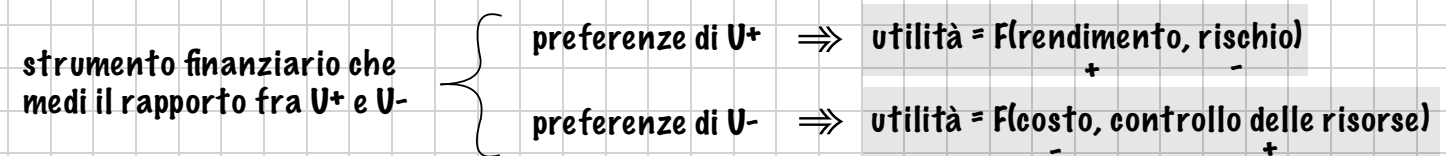
COSTI DI TRANSAZIONE

perché l'azione del sistema finanziario è necessaria nel trasferimento di risorse fra unità in surplus e in deficit?



CONCILIAZIONE DELLE PREFERENZE

lo scambio di risorse fra U^+ e U^- può avvenire solo se le preferenze di tali soggetti sono compatibili



contratto = punto di incontro fra i criteri che guidano le **decisioni di investimento di U^+ e di finanziamento di U^-**

rischi per U^+ { scadenza (indisponibilità delle risorse)
rischio di credito (incertezza sull'adempimento)

U^+ accetta dei rendimenti minori per trasferire risorse per cui ha maggiore controllo (minore rischio e scadenza più breve)

rischi per U^- { scadenza (instabilità delle fonti di finanziamento)
bancarotta (insostenibilità dell'impegno contratto)

U^- accetta dei costi maggiori per ottenere risorse su cui ha maggiore discrezionalità d'uso (maggiore rischio e scadenza più lunga)



TRASFORMAZIONE DELLE SCADENZE

gestibile in quanto

- solo parte delle risorse depositate vengono effettivamente richieste dai titolari \rightarrow parte minore dei depositi per riserve e fuoriuscite, parte maggiore per i prestiti
- l'internalizzazione dei circuiti di pagamento evita la fuoriuscita di pagamenti \rightarrow acquirenti e venditori titolari di conti presso la medesima banca

TRASFORMAZIONE DEI RISCHI

gestibile in quanto

- i depositi sono sostenuti dai prestiti, il cui rischio è minore per via della diversificazione
- esistono nell'istituzione bancaria meccanismi di garanzia per proteggere dal rischio

3. FUNZIONE DI GESTIONE DEL RISCHIO

rischio

potenziale verificarsi di un accadimento futuro incerto

RISCHIO PURO

la manifestazione dell'accadimento comporta delle conseguenze economiche esclusivamente negative



il sistema finanziario offre diverse tipologie di strumenti di gestione del rischio



strumenti che consentono il trasferimento del rischio a soggetti che sono disposti ad assumerlo poiché in grado di gestirne le ricadute negative

POLIZZE DI ASSICURAZIONE

nel caso in cui l'evento si manifesti i danni sono limitati dalla controparte (assicurazione) tramite liquidazione di una somma di denaro

il contratto lega 2 parti: **assicurato e assicuratore**

- il primo corre il rischio puro e paga un premio
- il secondo si impegna a indennizzare l'assicurato o pagargli una somma in caso si verifichi l'evento

l'assicuratore copre una pluralità di assicurati



investendo i premi costituisce un montante più sostanzioso per coprire i soggetti colpiti



maggiore è il numero di assicurati, maggiore è il capitale a disposizione dell'assicuratore per gestire la manifestazione di eventi rischiosi

- * **assicurazione danni** → durata breve, indennizzo
- * **assicurazione vita** → durata lunga, indennizzo e rendita

incoraggia l'iniziativa

RISCHIO SPECULATIVO

la sua manifestazione può avere delle conseguenze economiche positive (profitto) o negative (perdita)



strumenti finalizzati all'assunzione di una posizione rischiosa coerente con l'aspettativa di valore futuro di beni o asset finanziari

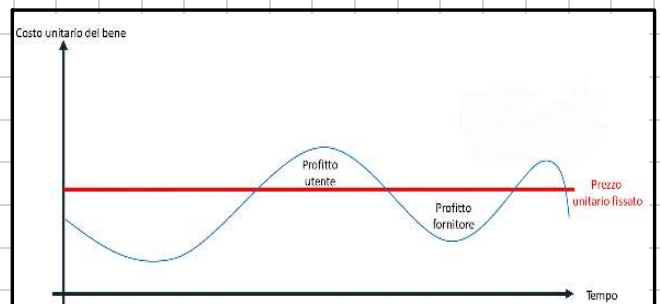
STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

il contratto implica l'assunzione di un rischio di segno contrario rispetto a quello fronteggiato dalla controparte

gli strumenti finanziari derivati sono presenti in vari **contratti di uso comune**

es. contratti di fornitura di utenze domestiche

per l'utente il contratto riduce l'esposizione al rischio di fluttuazioni del prezzo unitario poiché egli ha assunto una posizione rischiosa scommettendo sul rialzo del prezzo del bene

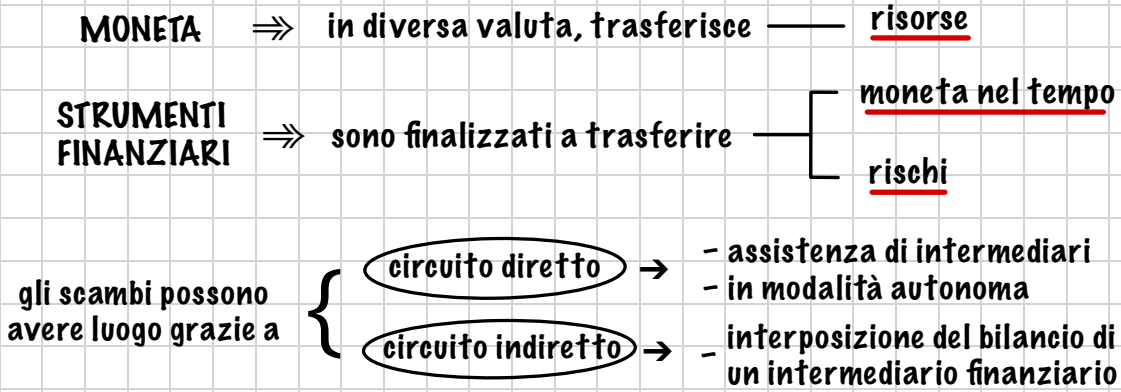


favorisce risparmio e investimento

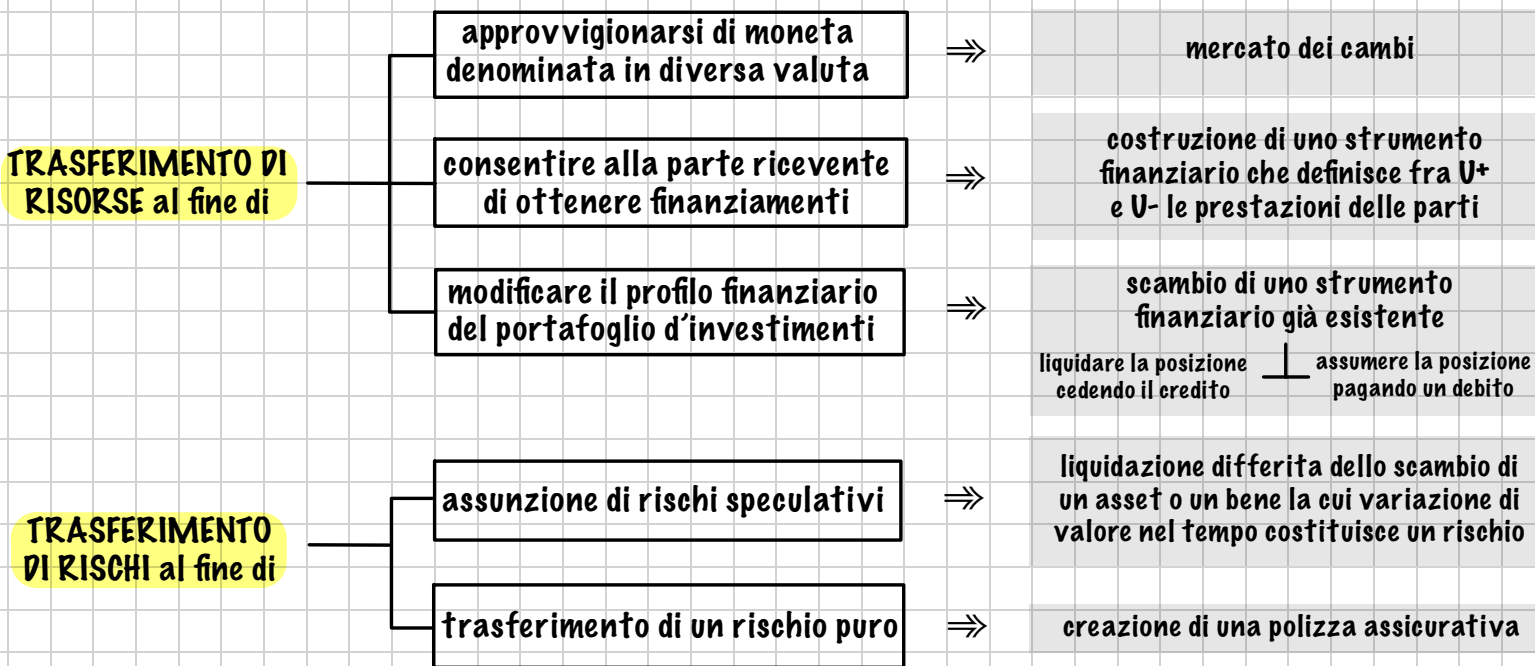
permettendo di graduare l'esposizione al rischio compatibilmente con le preferenze e i gradi di tollerabilità delle unità economiche

MERCATI FINANZIARI

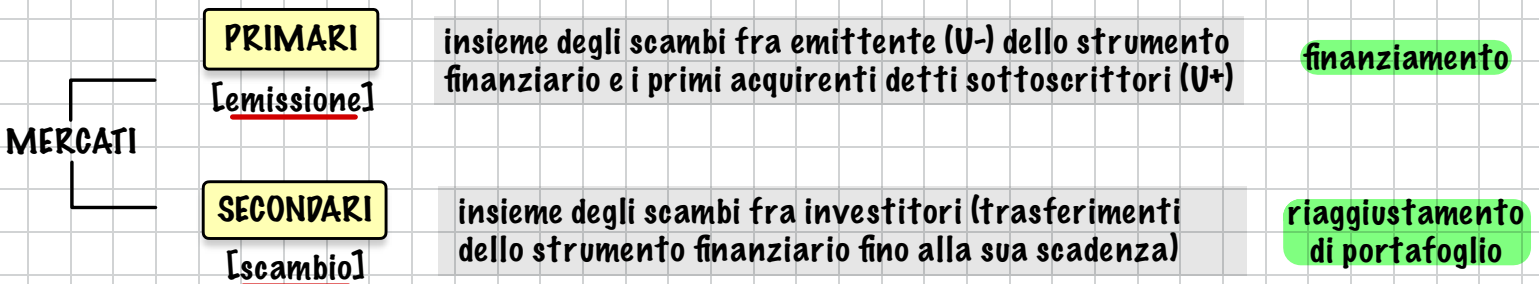
i mercati finanziari costituiscono un complesso di scambi aventi per oggetto moneta e strumenti finanziari



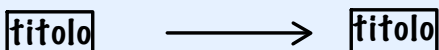
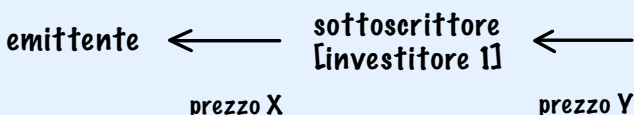
FUNZIONE ECONOMICA DELLO SCAMBIO NEI MERCATI



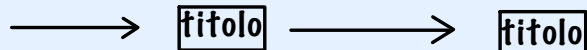
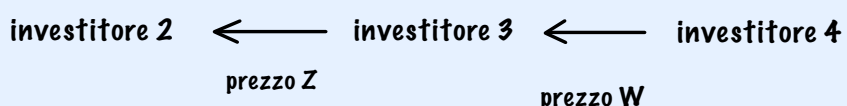
quando lo scambio ha per oggetto risorse e avviene tramite uno strumento finanziario finalizzato a permettere il trasferimento delle stesse nel tempo è possibile classificare i mercati in due categorie



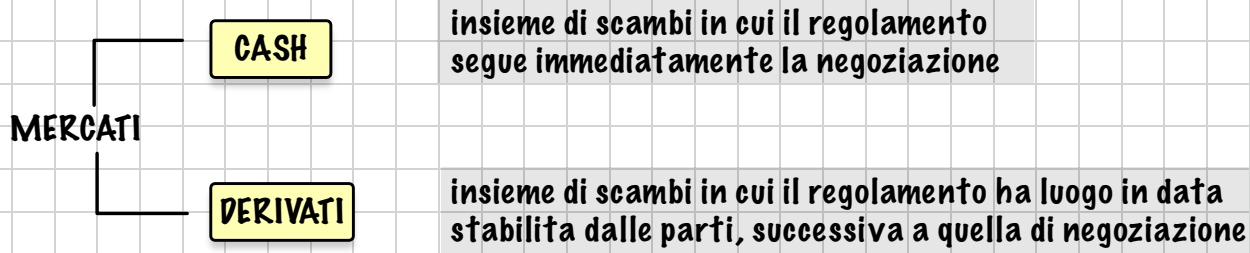
MERCATO PRIMARIO



MERCATO SECONDARIO



il **regolamento** differito dello scambio consente di gestire il rischio speculativo e di distinguere i mercati in:



il mancato regolamento è rilevabile solo nel momento futuro in cui la consegna avrebbe dovuto avere luogo (comporta gravi conseguenze economiche)



una gestione efficiente del **rischio di regolamento** consente il buon funzionamento del mercato dei derivati (con ricadute positive sui mercati cash)

in base alla **SCADENZA** degli strumenti finanziari che vengono scambiati nei mercati, questi si classificano:



mercati monetari

mercati dei capitali

gestione dei temporanei fabbisogni di liquidità (emittenti) e immobilizzazione di risorse a breve in attesa di occasioni più redditizie (investitori)

finanziamento degli investimenti di durata non breve (emittenti) e maggiori rendimenti (investitori)

U- → lunga scadenza + alto rischio

U+ → breve scadenza + basso rischio

⇒ conciliazione delle esigenze

{ circuito indiretto: interposizione di bilancio
circuito diretto: trasferibilità degli strumenti

in funzione dell'eventuale **TRASFERIBILITÀ** dello strumento finanziario è possibile distinguere i mercati in



mercati mobiliari

mercati creditizi

• **rapporto fra controparti poco personalizzato**

↳ gli asset finanziari trasferibili sono in genere standardizzati per facilitarne la circolazione

• **elevata trasparenza:** c'è informazione sui prezzi

↳ il prezzo ha un valore segnaletico per investitori U+ e prenditori di fondi U-

• **livello di liquidità elevato**

↳ esistenza di un potenziale mercato secondario

• **rapporto fra controparti molto personalizzato**

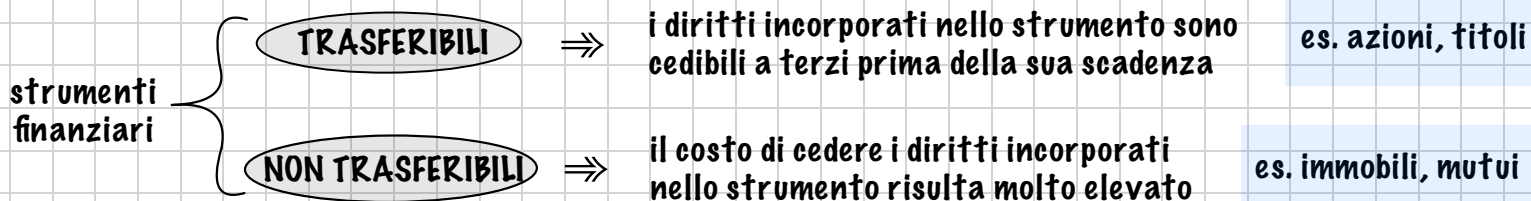
↳ la rinuncia alla trasferibilità è compensata dalla maggiore personalizzazione dell'asset

• **bassa trasparenza:** non c'è informazione sui prezzi

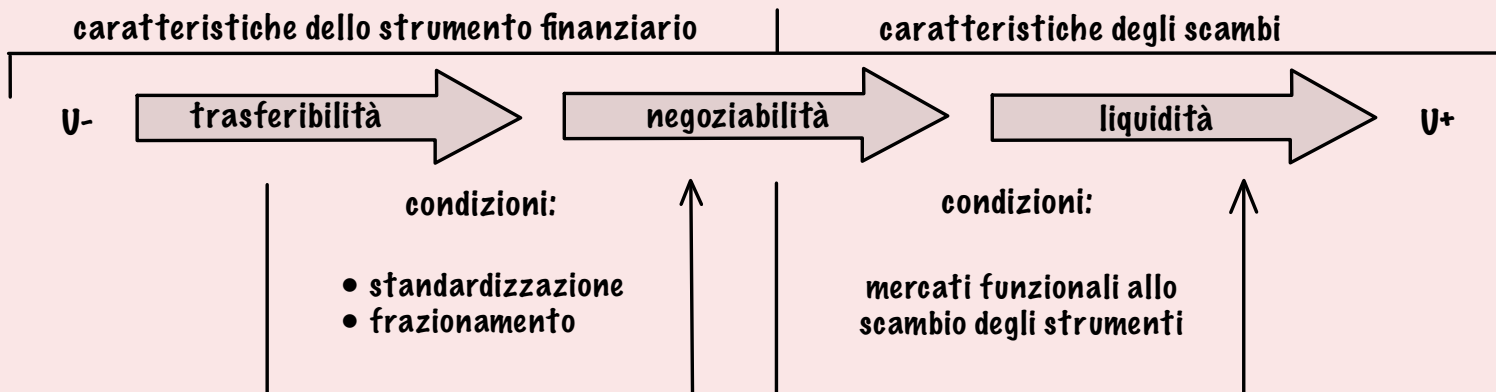
↳ negoziazione su base bilaterale, il prezzo non ha valore segnaletico

• **livello di liquidità basso o nullo**

↳ eccezione: cartolarizzazione dei crediti



TRASFERIBILITÀ DI STRUMENTI FINANZIARI



maggior liquidità → maggior numero degli scambi → minore volatilità dei prezzi

su mercato monetario e mercato dei capitali sono negoziati strumenti sia trasferibili che non trasferibili

		SCADENZA	
		entro un anno	oltre 1 anno
TRASFERIBILITÀ	si	titoli di stato a scadenza breve (es. Bot, certificati zero coupon)	titoli a scadenza medio-lunga (es. azioni, obbligazioni)
	no	prestiti a scadenza breve (es. depositi interbancari)	prestiti a scadenza medio-lunga (es. mutui)

poiché gli strumenti finanziari di natura creditizia (prestiti, depositi) non sono dotati della caratteristica della trasferibilità, tipicamente non vi sono mercati secondari se non in casi specifici (es. cartolarizzazione)

CARTOLARIZZAZIONE

la cartolarizzazione è un processo finanziario attraverso cui una banca trasforma attività illiquide (come mutui, prestiti o crediti) in titoli negoziabili, vendendoli a investitori al fine di ottenere liquidità immediata

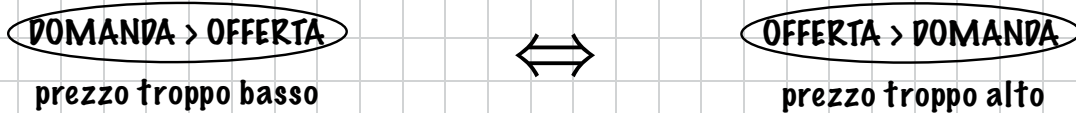
1. la banca crea una spv (special purpose vehicle, società veicolo di proprietà della banca)
2. l'spv emette obbligazioni per raccogliere fondi e acquista dalla banca le attività illiquide
3. la banca, vendendo all'spv, ottiene liquidità, in quanto trasforma parte delle attività
4. scade il bond, l'spv restituisce alla banca la quota di attività illiquida e ottiene liquidità
5. con la liquidità ottenuta, l'spv paga l'obbligazionista e si estingue

MECCANISMI DI COLLOCAMENTO

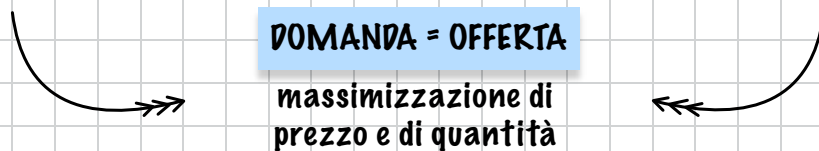
MERCATI (MOBILIARI) PRIMARI

esigenze degli emittenti (U-): raccogliere risorse al minor costo possibile e quindi al **maggior prezzo possibile**
esigenze degli investitori (U+): acquistare titoli con buon profilo rischio-rendimento al **minor prezzo possibile**

nei mercati mobiliari primari, l'emittente (U-) decide quando, come, per quali quantità e a quali condizioni contattare gli investitori (U+) e propone l'operazione di investimento, esponendosi al rischio di insuccesso



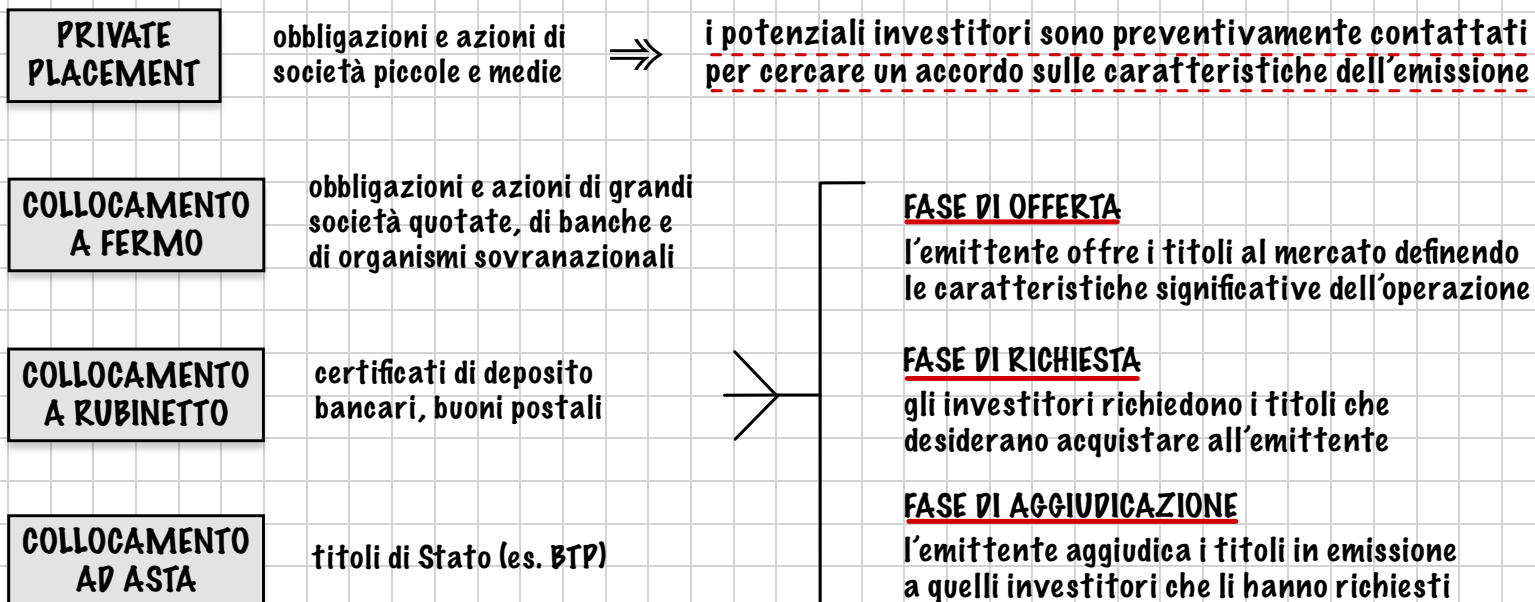
per evitare l'insuccesso dell'operazione, l'emittente usa un efficiente **meccanismo di collocamento**, ovvero un processo di vendita finalizzato alla vendita del titolo alle migliori condizioni ottenibili



si ottiene il maggior prezzo possibile vendendo tutti i titoli in emissione (tipicamente per realizzare questo, l'emittente coinvolge istituzioni finanziarie qualificate, in grado di stimare le aspettative degli investitori)



esistono diversi meccanismi di collocamento, usualmente utilizzati per collocare specifici tipi di strumenti



COLLOCAMENTO A FERMO

OFFERTA

con un documento detto prospetto informativo, l'emittente esplicita **tutte le specifiche** dell'operazione (le caratteristiche dei titoli, la quantità offerta e il periodo di adesione)
→ il prezzo del titolo è reso pubblico poco prima dell'inizio del periodo di adesione

RICHIESTA

→ gli investitori richiedono i titoli durante il periodo di adesione, tramite prenotazione presso la propria banca o compilando il modulo contenuto nel prospetto informativo

ATTRIBUZIONE

→ i titoli sono assegnati ai richiedenti

→ domanda < offerta → si assegnano i titoli richiesti e l'eccesso viene annullato
→ domanda > offerta → assegnazione mediante criterio specificato nel prospetto
es. riparto casuale, proporzionale o a precedenza temporale

limiti: **bassa flessibilità** degli investimenti (tutte le caratteristiche dell'operazione sono prefissate)

COLLOCAMENTO A RUBINETTO

OFFERTA

→ l'emittente esplicita le caratteristiche dei titoli e il **prezzo ma non la quantità offerta** e il periodo di validità delle condizioni (il prezzo è variabile nel tempo), con un documento

RICHIESTA

→ gli investitori richiedono i titoli alle condizioni vigenti

ATTRIBUZIONE

→ i titoli sono assegnati ai richiedenti, senza possibilità di scartare alcuna richiesta, però per indirizzare la domanda, l'emittente può modificare le condizioni di prezzo

→ domanda bassa → prezzo ↓ → rendimento del titolo ↑
→ domanda elevata → prezzo ↑ → rendimento del titolo ↓

cedole fisse su prezzi maggiori o minori

limiti: l'emittente è esposto inizialmente al **rischio di insuccesso**, anche se poi può modificare le condizioni

*meccanismo usato da emittenti in grado di raccogliere e sfruttare velocemente informazioni sulla domanda (es. banche)

COLLOCAMENTO AD ASTA

OFFERTA

→ l'emittente fa organizzare l'asta ad un banditore ed esplicita le caratteristiche dei titoli e la **quantità offerta ma non il prezzo** (si forma durante l'asta stessa in base alla domanda)

RICHIESTA

→ gli investitori richiedono i titoli specificando la quantità desiderata e il loro prezzo

ATTRIBUZIONE

→ le richieste sono ordinate dal prezzo più alto al più basso: le offerte con i prezzi più alti sono soddisfatte per prime, fino all'esaurimento della disponibilità di titoli

→ il prezzo di aggiudicazione è diverso a seconda che l'asta sia:

● **marginale** (prezzo uguale per tutti pari a quello dell'ultima richiesta aggiudicata)
● **competitiva** (prezzi diversi pari a quelli delle corrispondenti richieste aggiudicate)

asta marginale → titoli di Stato medio-lungo termine (meno domanda-più incentivo)

asta competitiva → titoli di Stato a breve termine (più domanda-meno incentivo)

le banche partecipano alle aste per conto proprio e come intermediari per clienti (per legge questi pagano il **prezzo medio ponderato d'asta**: somma dei prodotti di prezzi e quantità di ogni offerta divisa per la quantità totale)

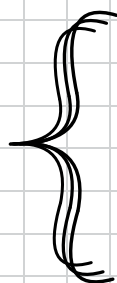
MERCATI (MOBILIARI) SECONDARI

le esigenze degli investitori in strumenti finanziari sono {

- bassi costi di ricerca delle controparti
- prezzi convenienti in base al rendimento
- bassi rischi di regolamento
- tempi rapidi per lo scambio

→ per soddisfare queste esigenze il mercato secondario deve configurarsi come un **mercato organizzato**:

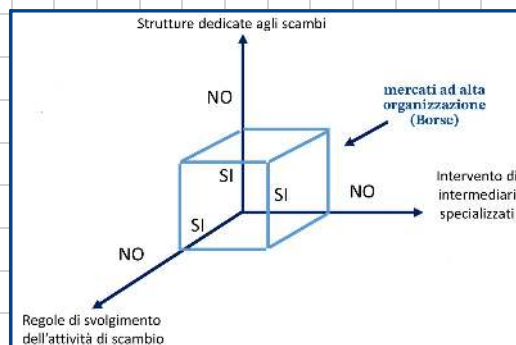
elementi organizzativi di un mercato mobiliare



STRUTTURE DEDICATE

INTERMEDIARI SPECIALIZZATI

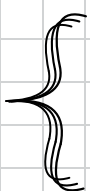
PROCEDURE DI SCAMBIO



i mercati in cui è assente uno dei tre elementi si dicono **mercati over-the-counter (OTC)** o non organizzati
 → mercati caratterizzati da una minore formalizzazione e una maggiore personalizzazione degli scambi

ATTORI DEI MERCATI SECONDARI

organizzatore del mercato



- istituisce e assicura il funzionamento della struttura
- stabilisce le modalità di negoziazione e di regolamento
- stabilisce le caratteristiche degli strumenti negoziabili
- ammette gli intermediari alle negoziazioni e vigila
- prende commissioni dai partecipanti (non sugli scambi)

investitori

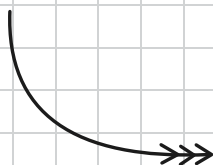
→ comprano e vendono strumenti finanziari negoziati nel mercato tramite intermediari

intermediari

→ negoziano per conto proprio e/o dei propri clienti

emittenti

→ chiedono che i loro titoli siano ammessi alle negoziazioni (processo di quotazione)
 *un titolo può essere negoziato in un mercato organizzato anche se non è quotato



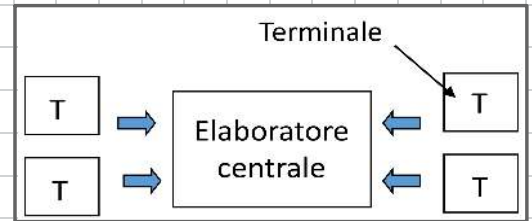
STRUTTURE DEDICATE

sono finalizzate alla {
- raccolta di **informazioni circa le controparti** potenziali
- effettiva **conclusione della fase di negoziazione** degli scambi

MERCATI TELEMATICI → reti telematiche

MERCATI FISICI → luoghi fisici ed edifici

tramite i **terminali**, la domanda e l'offerta di titoli convergono in un **elaboratore centrale** che, oltre a raccogliere e ordinare le informazioni, provvede al perfezionamento della negoziazione qualora vi sia compatibilità fra le caratteristiche degli ordini



book di negoziazione

↳ proposte di acquisto ordinate dal prezzo maggiore al minore
↳ proposte di vendita ordinate dal prezzo minore al maggiore

⇒ all'incontro fra maggiore proposta di acquisto e minore proposta di vendita si conclude uno scambio

maggiore la liquidità del titolo → minore lo **spread**: differenza fra {
• **ask** [prezzo di offerta o vendita]
• **bid** [prezzo di domanda o acquisto]

INTERMEDIARI SPECIALIZZATI

attori che intervengono nel mercato al fine di favorire e semplificare i processi di scambio fra le parti
→ la presenza di intermediari specializzati conduce all'incremento di volumi e quindi liquidità di mercato

BROKER

- intermediario che interviene negli scambi per conto di un cliente in nome proprio per la **ricerca di una controparte**, sulla base di un ordine contenente le specifiche del mandato
- è **remunerato con una commissione**, in percentuale sul valore dello scambio perfezionato

⇒ il broker punta a massimizzare i volumi, e quindi la liquidità, nel mercato, poiché il guadagno, tramite commissioni, è proporzionale al numero di scambi effettuati

DEALER

- a differenza del broker, **oltre alla funzione di ricerca della controparte, può proporsi direttamente in tale ruolo all'interno dello scambio, a seconda della sua convenienza**
- **oltre che dalle commissioni, può anche trarre profitto in maniera diretta dagli scambi**

⇒ anche la presenza del dealer aumenta i volumi e quindi la liquidità sul mercato, in quanto **aumenta la probabilità di conclusione degli scambi (più partecipanti)**

MARKET MAKER

- interviene negli scambi con continuità, quotando prezzi impegnativi (bid e ask), ma a differenza del dealer, **è obbligato a concludere la transazione** in contropartita diretta col cliente se egli è disposto a scambiare al prezzo quotato (non ha facoltà decisionali)

⇒ la presenza di market maker aumenta i volumi di mercato, in quanto l'investitore può sempre **riaggiustare il portafoglio alle condizioni specificate dall'intermediario**

PROCEDURE DI SVOLGIMENTO DEGLI SCAMBI

concernono l'insieme di modalità relative al funzionamento del mercato

QUANTITÀ MINIME DI NEGOZIAZIONE

lotti espressi in numero di titoli/valore nominale {
• mercati al dettaglio
• mercati all'ingrosso

MECCANISMI DI REGOLAMENTO

- liquidazione per contante (trasferimento di denaro a X giorni dall'apertura della Borsa)
- regolamento con interposizione di una controparte centrale (Clearing House) garante

MODALITÀ DI FORMAZIONE DEI PREZZI

- quote driven → ordini a prezzo di mercato (solo i market maker possono usare limiti)
- order driven → prezzi dati dall'incrocio di ordini (bid e ask) immessi dai broker
- ibridi → oltre ai broker, opera un market maker

compatibilità di prezzi e volumi

⇒ fra i meccanismi di formazione dei prezzi vi sono il book di negoziazione e l'asta

BOOK DI NEGOZIAZIONE

una volta immessi, gli ordini con limite di prezzo sono raccolti all'interno del libro ordini del titolo

SEZIONE DENARO / Proposte di acquisto			SEZIONE LETTERA / Proposte di vendita		
Numero proposte	Quantità (numero di contratti)	Prezzo (euro)	Prezzo (euro)	Quantità (numero di contratti)	Numero proposte
5	3064	3,45	3,47	5777	10
8	8250	3,44	3,50	2569	4
23	10572	3,39	3,55	1208	12
10	6457	3,38	3,61	6789	9
9	5909	3,32	3,80	2486	8
3	127	3,28	3,90	1500	1

MECCANISMI AD ASTA

l'incontro fra domanda e offerta di titoli ha luogo mediante meccanismi d'asta, in cui le proposte arrivano non solo dai potenziali acquirenti ma anche dai potenziali venditori (rappresentate graficamente nel book)

asta a chiamata

⇒ la domanda e l'offerta di un titolo confluiscono in un dato momento della giornata, dando luogo ad un unico prezzo a cui si concludono tutti gli scambi del titolo stesso

asta continua

⇒ gli ordini si succedono nel corso della giornata incrociandosi continuamente appena possibile e determinando una molteplicità di prezzi (uno per ogni scambio concluso)

* l'asta a chiamata è presente solo nei mercati order driven e in particolare la creazione di un prezzo di riferimento (assente nei mercati quote driven) è tipica dell'inizio e della fine delle sedute di mercato

struttura di ordini attraverso broker

1. oggetto → titolo specifico
2. posizione →
 - acquisto (bid)
 - vendita (ask)
3. prezzo →
 - a prezzo di mercato ("al meglio")
 - con limite (max in bid, min in ask)
4. quantità →
 - tutto o niente (ordine immesso solo se eseguibile interamente)
 - quantitativi anche inferiori accettabili
5. tempi di validità →
 - fino a revoca
 - per tutta la seduta

MERCATI MOBILIARI SECONDARI IN ITALIA e NORME

DECRETO EUROSIM (1996)

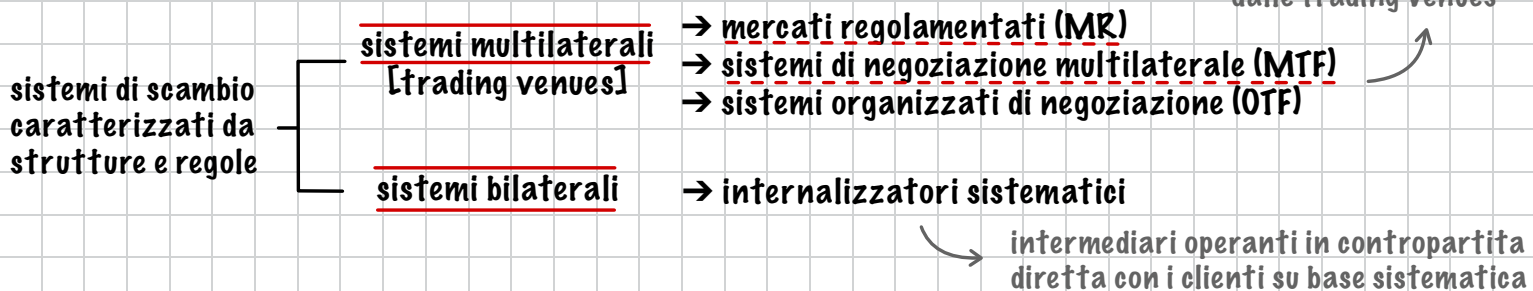
- principio mercato-impresa → l'attività di organizzazione e gestione di un mercato mobiliare è attività d'impresa → privatizzazione
- principio di concentrazione degli scambi → le modalità di funzionamento del mercato sono definite dall'organizzatore, al fine di soddisfare le esigenze degli utenti (nel rispetto delle leggi vigenti)
- principio di concentrazione degli scambi → i titoli quotati devono essere obbligatoriamente negoziati nel mercato in cui l'emittente ha richiesto la quotazione

DIRETTIVA MIFID (2007)

- abolizione principio di concentrazione degli scambi → i mercati possono competere (maggiore liquidità)
 - principio della best execution → obbligo per gli intermediari di negoziare alle condizioni migliori per il cliente
 - obblighi di trasparenza pre e post scambio → pubblicazione di informazioni necessarie ai partecipanti per concludere gli scambi e delle informazioni sugli ordini conclusi
- *salvo eccezioni e limiti volti a non influenzare in maniera negativa l'andamento del mercato

DIRETTIVA MIFID 2 (2018)

concorrenza fra mercati con regole più stringenti (trading obligation)



MERCATI ORGANIZZATI

mercati regolamentati (MR)

- quotazione e servizi connessi agli emittenti
- scambi su strumenti finanziari quotati

sistemi di negoziazione multilaterale (MTF)

- scambi su strumenti finanziari quotati e non

la quotazione di uno strumento finanziario su un mercato regolamentato implica l'obbligo anche per il soggetto organizzatore di far rispettare all'emittente una serie di norme in tema di informativa e governo societario

i sistemi di negoziazione multilaterale, non essendo soggetti a tali responsabilità, operano in modo più flessibile

- inoltre mentre nei MR l'organizzatore è solo una società di gestione del mercato autorizzata, negli MTF può assumere anche le funzioni di un intermediario finanziario autorizzato allo svolgimento del servizio

mercati azionari {
- Euronext Milan (MR)
- Euronext Growth Milan (MTF)

mercati obbligazionari {
- MOT (MR)
- Extra MOT (MR)

MERCATO MONETARIO

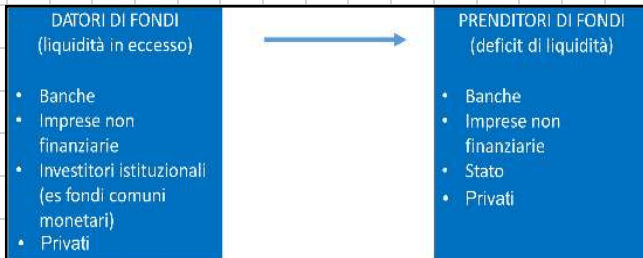
mercato monetario: insieme di negoziazioni aventi oggetto strumenti finanziari con scadenza fino a 12 mesi

caratteristiche fondamentali

- mercato all'ingrosso (controvalori per transazione ≥ 1 mln €)
- elevata liquidità (ampia facilità di trovare una controparte)
- rischio contenuto (per via della breve scadenza)

FUNZIONI DEL MERCATO MONETARIO

ALLOCAZIONE DELLA LIQUIDITÀ

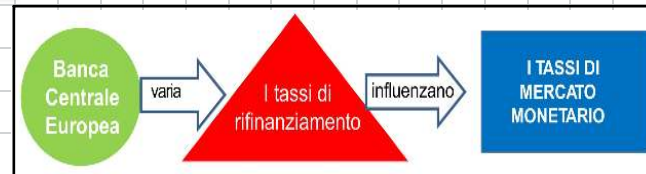


favorisce scambi e spostamenti di liquidità fra datori di fondi U+ (liquidità in eccesso) e prenditori di fondi U- (in deficit di liquidità)

- costi e rischi contenuti
- contratti standardizzati
- rapidità di esecuzione

TRASMISSIONE IMPULSI DI POLITICA MONETARIA

se la Banca Centrale intende introdurre politiche monetarie espansive/costrittive, riduce/incrementa i tassi di sconto a cui concede prestiti a breve termine alle banche commerciali



ciò indurrà una riduzione/aumento dei tassi di mercato monetario

→ [poiché alternativa al rifinanziamento delle banche presso la Banca Centrale]

FORMAZIONE DI TASSI D'INTERESSE BENCHMARK

i tassi benchmark sono tassi ai quali sono legati ("indicizzati") molti altri strumenti finanziari anche a scadenza medio-lunga (ad esempio mutui, contratti derivati ecc.) tasso più comune per mutui → euribor a 3 mesi

- €ster → Euro Short Term rate, tasso a breve termine (base giornaliera / overnight) dell'eurozona
- Euribor → Euro Interbank Offered Rate, tasso a più scadenze al quale scambiano le banche europee

1 settimana, 1 mese, 3 mesi, 6 mesi, 12 mesi

PARTECIPANTI AL MERCATO MONETARIO

Ministero di Economia e Finanze	vende titoli di Stato per finanziare il debito nazionale
Banca Centrale Europea	acquista e vende i titoli di Stato e altri emittenti come strumento primario per controllare i tassi di interesse
Banche commerciali	acquistano titoli di Stato, vendono certificati di deposito, effettuano prestiti a breve termine, offrono dei conti di deposito titoli a privati, per l'investimento sul mercato
SIM e SGR	attive nel mercato come dealer e market maker
Compagnie di assicurazione	mantengono riserve di liquidità in titoli a breve termine per far fronte a esigenze impreviste di fondi
Fondi comuni di investimento	consentono ai piccoli risparmiatori di partecipare al mercato aggregando i loro fondi per investirli in titoli
Imprese	acquistano e vendono vari titoli a breve termine come normale attività di gestione della liquidità
Soggetti privati	acquistano quote di fondi comuni di investimento o investono direttamente negli strumenti attraverso i conti di deposito titoli messi a disposizione dalle banche

STRUMENTI DEL MERCATO MONETARIO

- BOT (Buoni Ordinari del Tesoro)
- CD (Certificati di Deposito)
- PCT (Pronti Contro Termine)
- Depositi Interbancari
- CP (Commercial Paper)
- Accettazioni Bancarie

BOT (BUONI ORDINARI DEL TESORO)

i **BOT** sono titoli zero coupon (privi di cedole) emessi dallo Stato italiano con durata di 3, 6 e 12 mesi
→ il rendimento proviene integralmente dallo scarto di emissione: valore nominale (100) - prezzo di emissione

- la ritenuta fiscale è del 12,5% sullo scarto
- il taglio minimo è di 1.000 euro per acquistare BOT
- rappresentano circa il 6% del debito pubblico

inferiore rispetto a quella degli altri strumenti per incentivare l'acquisto

MERCATO PRIMARIO

il collocamento dei BOT si realizza mediante meccanismo dell'asta competitiva sul rendimento

- la partecipazione all'asta è riservata ad operatori abilitati che negoziano per conto proprio o di terzi
- ogni partecipante all'asta può inserire al massimo **5** richieste di almeno **1,5 mln** di euro a prezzi diversi
- le domande ordinate per rendimenti crescenti sono soddisfatte fino a esaurimento

MERCATO SECONDARIO

dopo l'emissione e prima della scadenza i BOT possono essere scambiati su due mercati regolamentati

- MOT (Mercato telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato) → scambi al dettaglio
- MTS Italy (Mercato telematico dei Titoli di Stato) → scambi all'ingrosso

RENDIMENTO

il rendimento di un BOT si quantifica calcolando la variazione del valore del titolo nel il periodo di possesso

regime di capitalizzazione semplice

$$i_{yt} = \left(\frac{VN}{P} - 1 \right) \times \frac{360}{n}$$

i_{vt} = rendimento annuale dell'investimento
VN = valore nominale / di rimborso a scadenza
P = prezzo di acquisto / di emissione del titolo
n = numero di giorni mancanti alla scadenza
per i BOT si usa l'anno commerciale (360 giorni)

regime di capitalizzazione composta

$$i_{yt} = \left(\frac{VN}{P} \right)^{\frac{360}{n}} - 1$$

⇒ se poi il BOT viene venduto, il suo rendimento si calcola con la stessa formula, sostituendo

- 1. valore nominale → prezzo di vendita
- 2. n° giorni alla scadenza → n° giorni di possesso

FONTI DI RISCHIO

- rischio di insolvenza → qualora lo Stato non riesca a onorare il suo debito (in genere basso/nulla)
- rischio di prezzo → legato alla variazione dei tassi di interesse: tassi ↑ = prezzo ↓ (in genere basso)
- rischio di liquidità → difficoltà di vendere il titolo prima della scadenza senza svalutarlo (in genere basso per via di liquidità e spessore del mercato secondario)

DEPOSITI INTERBANCARI

i **depositi interbancari** sono fondi a breve termine scambiati fra intermediari finanziari senza garanzia

- permettono la gestione di squilibri di liquidità di breve termine
- negoziati in **piattaforme elettroniche multilaterali o bilaterali**
- hanno **durate brevi** (es. 24h, 1 settimana, 1 mese)
- hanno **caratteristiche standard**

→ i tassi di interesse cui avvengono tali transazioni (**€ster** ed **Euribor**) sono riferimenti cruciali per l'industria finanziaria

COMMERCIAL PAPER / CAMBIALI FINANZIARIE

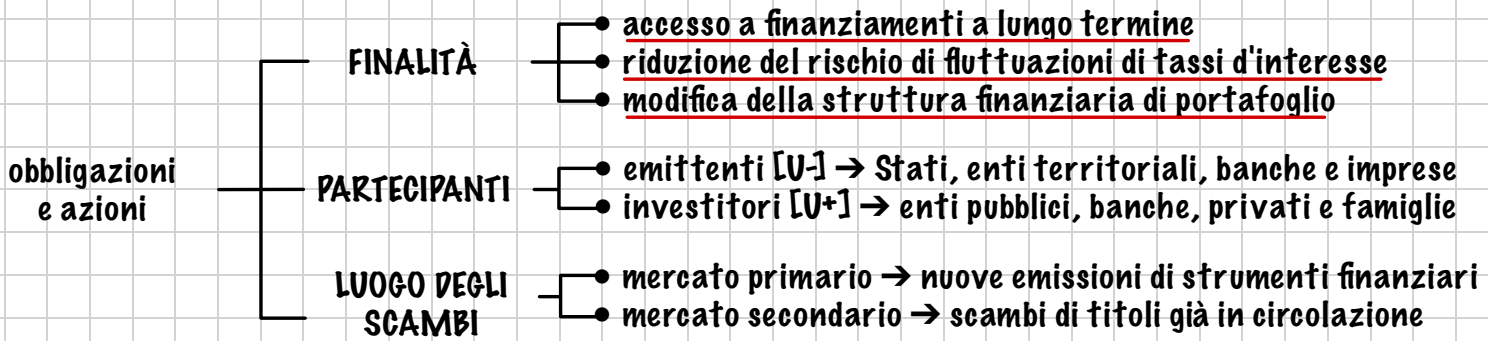
i **commercial paper / cambiali** sono titoli di credito emessi da imprese con scadenza inferiore a 270 giorni

- collocamento effettuato **a sconto direttamente dall'emittente** o con l'intervento di un intermediario
- **strumenti non garantiti** (spesso assistiti da una linea di credito stand by)
- il rendimento riflette i tassi di mercato e la solvibilità dell'emittente

più diffuse in USA,
meno diffuse in UE

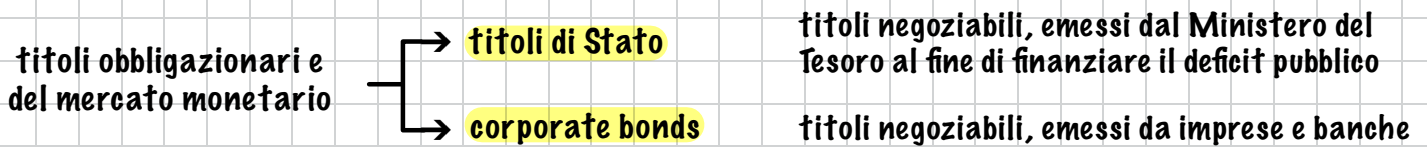
MERCATO DEI CAPITALI

mercato dei capitali: insieme di negoziazioni aventi oggetto strumenti finanziari con scadenza oltre 12 mesi



1) MERCATO OBBLIGAZIONARIO

le **obbligazioni (bond)** sono strumenti finanziari che incorporano solli diritti di credito [titoli con cui l'emittente si impegna a corrispondere importi specifici ad una determinata data con interessi periodici, fissi o indicizzati]



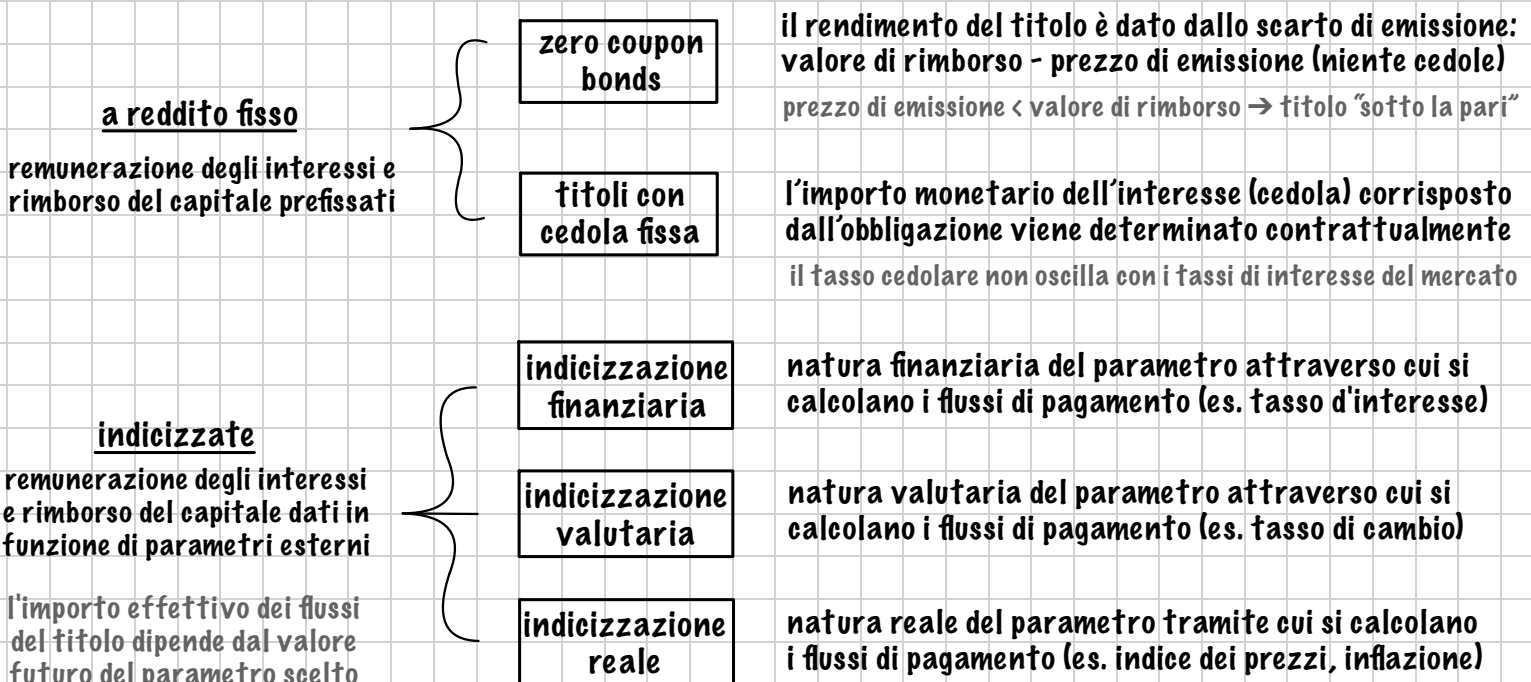
prestiti → finanziamenti tramite istituti di credito, non negoziati nel mercato dei capitali

valore nominale ⇒ somma rimborsata alla scadenza del titolo dall'emittente all'obbligazionista (importo di riferimento per il calcolo dei flussi finanziari prodotti dal titolo)

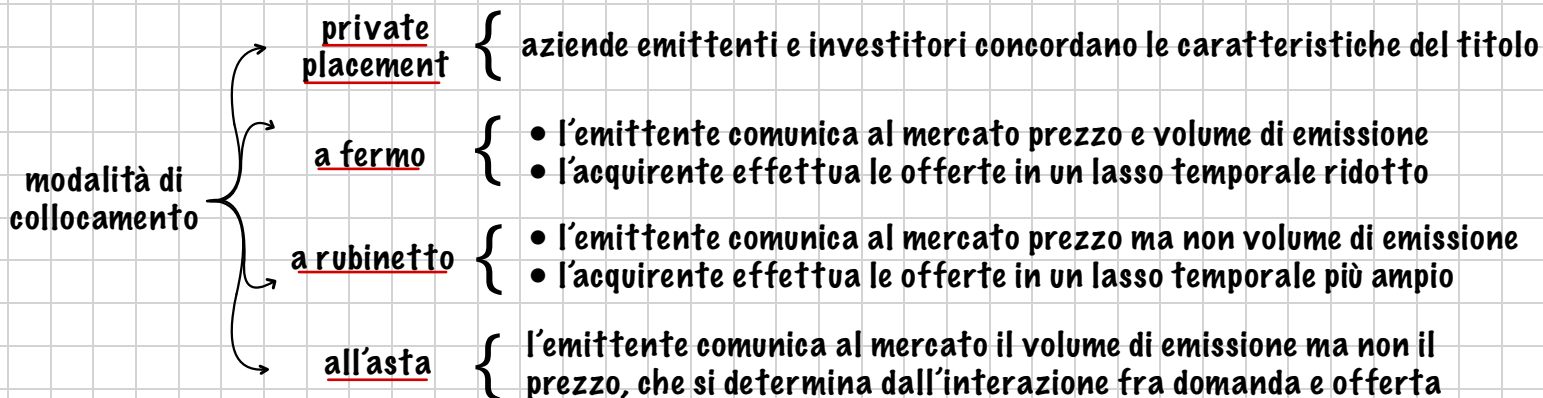
tasso cedolare ⇒ tasso d'interesse pagato periodicamente, calcolato sempre sul valore nominale

il titolo obbligazionario è composto in genere da due elementi: cedole/coupon e mantello

- le **cedole** rappresentano il diritto alla **remunerazione (interessi)**
 - il **mantello** rappresenta il diritto al **rimborso del capitale (VN)**
- "stacco" della cedola: momento del pagamento degli interessi



COLLOCAMENTO TITOLI DI STATO E CORPORATE BONDS



private placement / a fermo → obbligazioni

a rubinetto → certificati del deposito

all'asta → titoli di Stato

RATING DELLE OBBLIGAZIONI

alcune obbligazioni vengono valutate e classificate da società specializzate in base al rischio di insolvenza → tali società analizzano le caratteristiche finanziarie dell'emittente ed esprimono un giudizio (**rating**)

il rating è attribuito su richiesta e dietro corrispettivo dell'emittente o su iniziative delle agenzie di rating stesse (unsolicited rating), come nel caso di molti titoli di Stato

S&P / Fitch	Moody's	Descrizione
AAA	Aaa	Massima affidabilità
AA+ / AA / AA-	Aa1 / Aa2 / Aa3	Alta qualità
A+ / A / A-	A1 / A2 / A3	Solida affidabilità
BBB+ / BBB / BBB-	Baa1 / Baa2 / Baa3	Affidabilità moderata
BB+ / BB / BB-	Ba1 / Ba2 / Ba3	Speculative
B+ / B / B-	B1 / B2 / B3	Rischio significativo
CCC+ / CCC / CCC-	Caa1 / Caa2 / Caa3	Alto rischio di default
CC / C	Ca	Default imminente
D	D	Default (insolvenza)

agenzie di rating più importanti

STANDARD & POOR'S

MOODY'S

il rating varia da AAA (massima affidabilità creditizia) a D (società in stato d'insolvenza) {

- AAA/Aaa – BBB-/Baa3 → obbligazioni investment grade
- BBB-/Baa3 – D → high yield (alto rendimento) o junk bonds

TITOLI DI STATO

	BoT (Buoni ordinari del Tesoro)	BTp (Buoni del Tesoro poliennali)	BTp Italia (indicizzati al tasso di inflazione italiano)	CcTeu (Certificati di credito del Tesoro indicizzati all'Euribor)
SCADENZA	3, 6, 12 mesi	3, 5, 10, 15, 30 anni	5 anni	3-7 anni
CEPOLA	nessuna	semestrale	semestrale	semestrale
INDICIZZAZIONE	no	no	NO (il VN cambia in base al tasso di inflazione, cedola fissa in % del VN)	si (Euribor a 6 mesi)
MODALITÀ DI RIMBORSO DEL CAPITALE	in soluzione unica alla scadenza	in soluzione unica alla scadenza	in soluzione unica alla scadenza (valore indicizzato corrente)	in soluzione unica alla scadenza

esistono anche altre tipologie di titoli di Stato, come ad esempio i CTZ (Certificati del Tesoro Zero coupon)

obbligazioni degli enti pubblici territoriali

→ obbligazioni di medio-lungo termine emesse da enti territoriali locali utilizzate al fine di finanziare opere e servizi pubblici e di durata non inferiore a 5 anni
USA: municipal bond → per il finanziamento della spesa in conto capitale

OBLIGAZIONI SOCIETARIE



i corporate bonds si differenziano in base a diversi fattori:

tasso di interesse	<ul style="list-style-type: none">• obbligazione a tasso fisso → il tasso rimane fisso per la durata dell'obbligazione• obbligazione a tasso variabile → le <u>cedole variano</u> nella durata dell'obbligazione
garanzia	<ul style="list-style-type: none">• obbligazioni garantite → <u>garanzie implicite</u> (tasso d'interesse minore = meno rischio)• obbligazioni non garantite → <u>nessuna garanzia</u> ulteriore per l'obbligazionista
diritto di conversione	<ul style="list-style-type: none">• obbligazioni convertibili → in <u>azioni dell'emittente</u> (rendimenti minori)• obbligazioni cum warrant → collocate con un <u>opzione/warrant</u>• obbligazioni non convertibili → obbligazioni ordinarie (rendimenti maggiori)
diritto di rimborso anticipato	<ul style="list-style-type: none">• obbligazione callable → l'emittente ha il <u>diritto di rimborsare anticipatamente</u> il prestito all'obbligazionista così da poter rifinanziarsi a condizioni più favorevoli in caso i tassi d'interesse ↓
subordinazione	<ul style="list-style-type: none">• obbligazione subordinate → il pagamento delle cedole e il rimborso del capitale sono subordinati alla <u>soddisfazione degli altri creditori</u> non subordinati (esistono diversi livelli di subordinazione)
modalità di calcolo per rimborso del capitale e interessi	<ul style="list-style-type: none">• obbligazione strutturata → indicizzazione di interessi e valore di rimborso in base all'andamento di un <u>parametro esterno e/o</u> presenza di opzioni a favore dell'emittente o dell'obbligazionista es. reverse floater (Euribor) o index-equity linked (S&P 500)

obbligazioni convertibili → prevedono la facoltà per il possessore dell'obbligazione di trasformare il titolo obbligazionario in un titolo azionario secondo le modalità e i tempi predefiniti

- valore del titolo di compendio → valore dell'opzione di conversione incorporata del titolo
 - rapporto di conversione → quantità di azioni ottenibili dalla conversione dell'obbligazione
 - periodo di conversione → durata del periodo entro cui si può esercitare il diritto di conversione
 - condizioni per la conversione → vincoli per accedere alla conversione
- es. trigger legati al prezzo delle azioni

obbligazioni cum warrant → collocate insieme ad un'opzione (warrant) che permette al possessore di acquistare titoli azionari a condizioni di prezzo prefissate durante un dato periodo di esercizio

- valore del titolo di compendio → valore dell'opzione di acquisto incorporata del titolo
- rapporto di esercizio → quantità di azioni acquistabili esercitando l'opzione
- periodo di esercizio → durata del periodo entro cui si può esercitare l'opzione
- prezzo di esercizio → prezzo da pagare per acquistare le azioni tramite l'opzione

*il warrant è negoziabile separatamente dall'obbligazione e il suo esercizio non pregiudica lo status di obbligazionista

PROFILI DI VALUTAZIONE DELLE OBBLIGAZIONI

prestito semplice → il creditore fornisce al mutuatario una determinata quantità di fondi che devono essere rimborsati alla scadenza con un supplemento per l'interesse

prestito a rata costante → il creditore fornisce al mutuatario una determinata quantità di fondi che devono essere rimborsati restituendo periodicamente, per un dato numero di anni, una rata composta da una quota capitale e una quota di interessi

obbligazione a sconto → il sottoscrittore riceve soltanto il valore nominale, superiore al prezzo di emissione, alla scadenza dell'obbligazione (non vi è il pagamento di cedole)

obbligazioni con cedola → il sottoscrittore riceve il pagamento periodico di una cedola (determinata con il tasso cedolare fisso) e il valore nominale dell'obbligazione a scadenza

il regime usato convenzionalmente per calcolare i rendimenti nel mercato dei capitali è il **regime composto**

PRESTITO SEMPLICE

$$\text{Valore attuale} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Flusso di Cassa}_t}{(1+i)^t}$$

PRESTITO A RATA COSTANTE

$$\text{Importo del prestito} = \sum_{t=1}^n \frac{R}{(1+i)^t}$$

calcolo della rata

$$R = \frac{\text{Importo del prestito}}{\sum_{t=1}^n (1+i)^{-t}}$$

OBBLIGAZIONE A SCONTO (ZCB)

$$\text{Prezzo} = \frac{\text{Valore Nominale}}{(1+i)^{gg/360}}$$

calcolo del tasso d'interesse

$$i = \left(\frac{VN}{P}\right)^{\frac{360}{n}} - 1$$

gg = n° di giorni mancanti alla scadenza

OBBLIGAZIONE CON CEDOLA

$$\text{Prezzo} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Flusso di Cassa}_t}{(1+TRES)^t}$$

flusso di cassa = cedole periodiche e rimborso finale

TRES ⇒ tasso di rendimento effettivo a scadenza ⇒ tasso secondo cui il valore attuale dei flussi di cassa futuri (cedole + valore di rimborso) è uguale al prezzo di emissione

l'ipotesi fondamentale alla base del concetto di TRES è che il titolo sia mantenuto fino alla scadenza

emissione alla pari: prezzo = valore nominale → TRES = tasso cedolare

emissione sotto la pari: prezzo < valore nominale → TRES > tasso cedolare

emissione sopra la pari: prezzo > valore nominale → TRES < tasso cedolare

prezzo ↓ / ↑ → TRES ↑ / ↓

il reinvestimento dei flussi prodotti dal titolo durante l'holding period (periodo di possesso del titolo, spesso pari alla sua vita residua) produce un rendimento sempre uguale nel tempo e coincidente con lo stesso TRES

TRES ex ante
[c.d. tasso d'interesse]

assume due ipotesi:

1. holding period = vita residua del titolo
2. cedole reinvestite a tasso costante (= TRES)

Rendimento Effettivo ex post
[c.d. tasso di rendimento]

calcolato ex post, dopo che le variabili relative all'investimento sono certe e non è più necessario fare assunzioni

- il TRES ex ante non considera: **capital gain/loss** (guadagni/perdite legati alla differenza fra prezzo di acquisto e di cessione del titolo prima della scadenza)

- il TRES ex ante non considera: **tasso di reinvestimento** (montante effettivamente realizzato reinvestendo i flussi prodotti: se i tassi ↓ / ↑, il rendimento ↓ / ↑)

IPOSTESI 1: CASO DI CESSIONE PRIMA DELLA SCADENZA e CAPITAL GAIN

caso di vendita dell'obbligazione prima della scadenza \Rightarrow

il rendimento è determinato dalla somma fra il rendimento corrente (i_c) e il capital gain (g)

montante dell'investimento = flussi ottenuti allo smobilizzo

$$P(1+R) = C + PV$$

(momento di stacco della cedola, non reinvestita)

$$R = \underbrace{\frac{C}{P}}_{i_c} + \underbrace{\frac{(PV - P)}{P}}_g$$

C = cedola

PV = prezzo di vendita

P = prezzo di acquisto

rendimento ex post di una obbligazione ceduta dopo 1 anno

il rendimento ex post dipende quindi dal prezzo di vendita a cui si riesce a vendere il titolo (la cedola è fissa)

IPOSTESI 1: RISCHIO DI TASSO DI INTERESSE ed EFFETTO PREZZO

se la vita residua è superiore all'holding period

un aumento dei tassi di interesse comporta una riduzione del prezzo di smobilizzo (effetto prezzo), ovvero implica una perdita che diminuisce il rendimento ex post

$i \uparrow, PV \downarrow, R \downarrow$

una riduzione dei tassi di interesse comporta un aumento del prezzo di smobilizzo (effetto prezzo), ovvero implica un guadagno che aumenta il rendimento ex post

$i \downarrow, PV \uparrow, R \uparrow$

- se $i \uparrow$ \rightarrow maggiore la vita residua del titolo, minore il prezzo di smobilizzo e quindi il rendimento ex post

- se $i \downarrow$ \rightarrow maggiore la vita residua del titolo, maggiore il prezzo di smobilizzo e quindi il rendimento ex post

quando i tassi di mercato salgono/scendono, il titolo (a cedole fisse a un tasso più basso/alto) è meno/più conveniente, quindi serve diminuire/aumentare il prezzo di smobilizzo per aumentarne la competitività

IPOSTESI 2: RISCHIO DI TASSO DI REINVESTIMENTO ed EFFETTO REINVESTIMENTO

ipotesi: si reinvestono i flussi generati da un'obbligazione (che si mantiene fino a scadenza)

montante dell'investimento = flussi ottenuti a scadenza

es. vita residua = 2 anni $P \cdot (1+R)^2 = C \cdot (1+Rr) + C + VN$

$$R = \sqrt[2]{\underbrace{[C(1+Rr)]}_{\text{cedola anno 1 reinvestita}} + \underbrace{C + VN}_{\text{cedola anno 2 non reinvestita}} / P - 1}$$

$$R = \sqrt[2]{\underbrace{[C(1+TRES + (Rr - TRES))]}_{\text{rendimento ex post determinato dalla somma: TRES + differenziale da reinvestimento cedole}} + C + VN} / P - 1$$

rendimento ex post determinato dalla somma: TRES + differenziale da reinvestimento cedole

R = tasso di rendimento effettivo ex post

Rr = tasso di reinvestimento delle cedole

VN = valore rimborsato alla scadenza

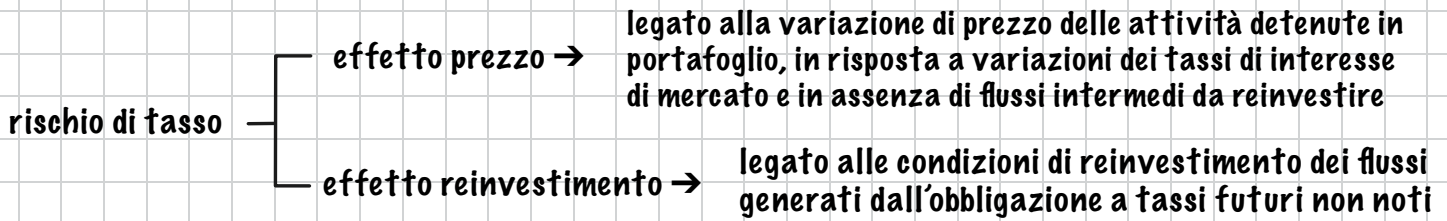
C = valore flussi prodotti dal titolo (cedole)

un aumento dei tassi di interesse, comporta un incremento del montante ottenuto reinvestendo le cedole (effetto reinvestimento) e ciò aumenta il rendimento realmente ottenuto, oltre quello calcolato ex ante

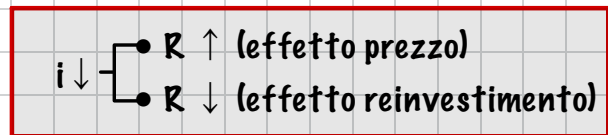
una riduzione dei tassi di interesse, comporta una riduzione del montante ottenuto reinvestendo le cedole (effetto reinvestimento) e ciò diminuisce il rendimento realmente ottenuto, oltre quello calcolato ex ante

se la vita residua è inferiore all'holding period, l'aumento / riduzione dei tassi consente di reinvestire oltre le cedole intermedie anche il valore di rimborso e l'ultima cedola a condizioni migliori / peggiori: il rendimento ex post può divenire così maggiore / minore del TRES calcolato ex ante

EFFETTO PREZZO ED EFFETTO REINVESTIMENTO



⇒ l'impatto della variazione dei tassi d'interesse di mercato sul valore del titolo dipende dalla somma di questi due effetti, i quali agiscono in modo contrario e si compensano ⇐



DURATION

intuitivamente minore è la scadenza di un titolo, meno è sensibile a rischi di volatilità dei tassi d'interesse

durata media finanziaria di un titolo a reddito fisso

$$DUR = \frac{\sum_{t=1}^n t * \frac{FC_t}{(1 + TRES)^t}}{P}$$

t = scadenza del flusso
 FC_t = flusso al tempo t
 TRES = tasso di rendimento
 P = prezzo d'acquisto
 n = scadenza del titolo

→ misura la sensibilità del rendimento del titolo alle variazioni del tasso d'interesse

→ è una media ponderata delle scadenze di ciascun flusso di cassa prodotto dal titolo

il peso di ogni scadenza è pari al valore attuale del flusso corrispondente diviso per il prezzo del titolo al momento della valutazione e riflette l'importanza di ogni flusso rispetto al valore complessivo del titolo

> importanza dei flussi più lontani → > duration → > esposizione al rischio di variazioni di tassi d'interesse

a parità di altre condizioni

- durata del titolo ↑ → duration ↑
- tassi di rendimento ↑ → duration ↓
- tasso cedolare ↑ → duration ↓

è additiva: per un portafoglio di titoli è la media ponderata della duration dei singoli titoli

$$\% \Delta P \approx -DUR * \frac{\Delta TRES}{1 + TRES}$$

maggiore la duration, maggiore la variazione percentuale del valore di mercato del titolo ($\Delta P/P_0$) per data variazione dei tassi d'interesse ($\Delta TRES$), e pertanto maggiore è il rischio legato al tasso d'interesse

$$DUR \text{ modificata} = \frac{DUR}{1 + TRES}$$

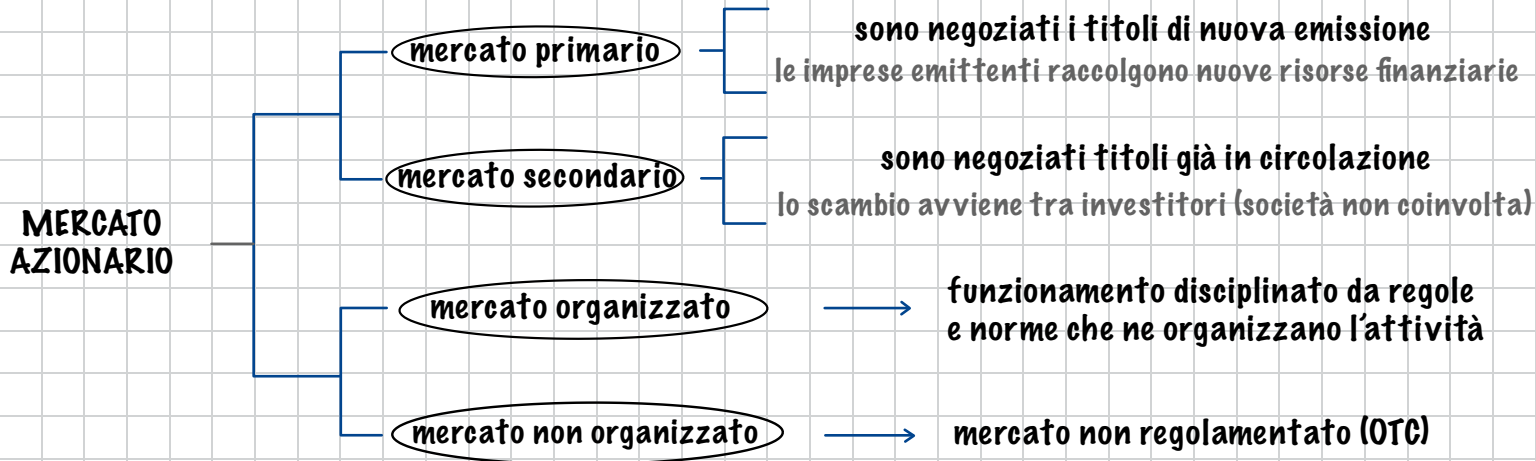
la duration modificata effettiva (pari a $\% \Delta P / \Delta TRES$) esprime la sensibilità del prezzo del titolo a variazioni del tasso d'interesse

*NB: - la duration è necessariamente inferiore alla scadenza
 - per titoli zero coupon la duration è pari alla scadenza

21 MERCATO AZIONARIO

le **azioni (shares)** sono titoli scambiati nel mercato dei capitali rappresentanti quote di proprietà in una società

- **ordinarie** { quote di proprietà nella società emittente, che conferiscono all'azionista facoltà di godere di diritti amministrativi pieni nelle assemblee ordinarie e straordinarie
→ remunerazione incerta (dipende dal risultato economico della gestione)
- **privilegiate** { gode di diritto di prelazione nel riparto degli utili e nel rimborso del capitale
→ remunerazione minima certa, e in generale prioritaria rispetto agli azionisti ordinari, ma subordinata ai creditori dell'impresa



MERCATO SECONDARIO ORGANIZZATO

il mercato secondario organizzato, in Italia, fa riferimento alla **Borsa Italiana**, la società che definisce le regole di funzionamento, secondo una serie di requisiti:

- condizioni di funzionamento per modalità di negoziazione, regolamento e fissazione prezzi
- regole di ammissione di emittenti e strumenti finanziari alla quotazione e alle negoziazioni
- approvazione dell'autorità di vigilanza (CONSOB) del regolamento deliberato dalla società
- regole di trasparenza e di tutela degli investitori (es. pubblicazione di informazioni)

la Borsa Italiana è un soggetto privato che fa capo ad azionisti privati e gestisce diversi mercati



PROCESSO DI NEGOZIAZIONE

sul mercato MTA (Mercato Telematico Azionario), principale mercato regolamentato di Euronext Milan, le negoziazioni avvengono attraverso un circuito telematico a cui accedono solo intermediari autorizzati

- sistema di negoziazione "misto"** ⇒ opera tramite due modalità non simultanee {
- asta a chiamata** → fase iniziale e finale della giornata
 - negoziazione continua** → prezzi differenti per ogni scambio (l'MTA è un mercato order driven)

quotidianamente vengono calcolati

- prezzo ufficiale → media aritmetica di tutti i prezzi stipulati, ponderata con le quantità
- prezzo di riferimento → prezzo medio ponderato dell'ultimo 10% di scambi della seduta

PROFILI DI VALUTAZIONE DELLE AZIONI

un titolo azionario si valuta confrontando il prezzo di mercato con il prezzo di equilibrio/intrinsic value (prezzo con il metodo generalizzato) e, in particolare, verificando l'esistenza di eventuali disallineamenti

PREZZO DI EQUILIBRIO > PREZZO DI MERCATO

l'azione è sottovalutata, ossia offre un rendimento superiore a quello richiesto



PREZZO DI EQUILIBRIO > PREZZO DI MERCATO

l'azione è sopravvalutata, ossia offre un rendimento inferiore a quello richiesto



disallineamenti e prezzo intrinseco sono frutto analisi soggettive (diverse investitori → diverse aspettative)

come si misura l'intrinsic value?

MODELLO DI VALUTAZIONE UNIPERIODALE (1 ANNO)

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(1+k_e)} + \frac{P_1}{(1+k_e)}$$

- P_0 = valore corrente delle azioni
 - P_1 = prezzo presunto dopo un anno
 - DIV_1 = dividendo a fine primo anno
 - k_e = rendimento sull'investimento
- tale stima si dice prezzo di equilibrio e può differire dal prezzo di mercato

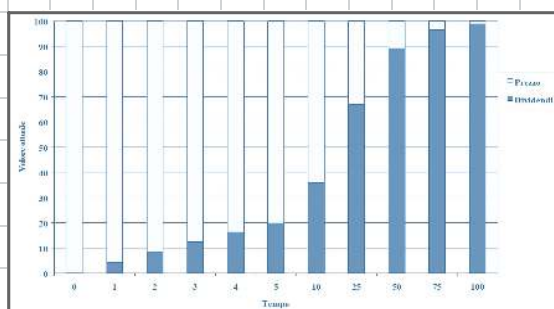
1. MODELLO DI VALUTAZIONE GENERALIZZATO

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(1+k_e)^1} + \frac{DIV_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{DIV_n}{(1+k_e)^n} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n}$$

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

il valore dei titoli è calcolato come valore attuale di tutti i flussi futuri (dividendi) che verranno generati dall'azione (Dividend Discount Model) + il valore attuale del presunto prezzo di vendita

con l'aumentare dell'orizzonte temporale considerato, il valore corrente del titolo è determinato in maniera sempre maggiore dal valore attuale dei dividendi futuri e sempre minore dal valore attuale del prezzo futuro



2. MODELLO DI GORDON

per superare il problema dato dalla stima dei singoli dividendi futuri, nel modello di Gordon, si ricorre all'ipotesi semplificatrice secondo cui i dividendi crescano nel tempo ad un tasso di crescita costante g

$$P_0 = \frac{DIV_0*(1+g)^1}{(1+k_e)^1} + \frac{DIV_0*(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{DIV_0*(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty}$$

$$\Rightarrow P_0 = \frac{DIV_0*(1+g)}{k_e-g} = \frac{DIV_1}{k_e-g}$$

ipotesi di fondo: oltre g costante, tasso di rendimento degli investimenti > tasso di crescita dei dividendi ($k_e > g$)

3. MODELLO DEL PRICE/EARNINGS (PE)

qualora non siano possibili gli altri metodi o insieme a questi, si può utilizzare un approccio semplificato: il **PE (Price-Earnings Ratio)**, che misura il prezzo teorico dell'azione tramite il multiplo medio di settore

$$\frac{P}{E} * E = P \quad \rightarrow \quad P^T = PE^S * Ee$$

- P^T = prezzo teorico dell'azione
- PE^S = multiplo Price-Earnings medio di settore
- Ee = utile atteso per le azioni della società

se il multiplo PE del titolo è superiore alla media può significare che il mercato si aspetta un futuro incremento degli utili o che il mercato ritiene che gli utili della società siano caratterizzati da un basso fattore di rischio

DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI MERCATO

- il prezzo di mercato è fissato dal compratore che è disposto a pagare il prezzo più alto o che può trarre il maggior vantaggio dall'attività (e non è necessariamente pari al valore della stessa)
- maggiori informazioni su un'azienda possono variare le aspettative sul livello dei dividendi futuri (e pertanto i prezzi delle azioni stesse), ma permettono anche di stimare meglio il rischio associato

anche se gli investitori utilizzassero gli stessi modelli, le diverse aspettative sul futuro producono comunque prezzi diversi

ERRORI DI VALUTAZIONE

PROBLEMI NELLA STIMA DEL TASSO DI CRESCITA

⇒⇒ la stima non considera l'evoluzione di società e economia in ottica futura, ma si basa solo su informazioni passate

PROBLEMI NELLA STIMA DEL COSTO DEL CAPITALE

⇒⇒ un errore nella stima del costo (rendimento sull'investimento) del capitale di rischio (k_e) può incidere fortemente sul valore dell'azione

PROBLEMI NELLA STIMA DEI DIVIDENDI FUTURI

⇒⇒ basandosi su proiezioni future, errori nella stima di tale fattore possono generare fluttuazioni significative del valore delle azioni

INDICI AZIONARI

un indice azionario è un paniere composto da un gruppo di titoli negoziati in un determinato mercato e il suo valore riflette il valore dei titoli componenti in ragione del peso di ciascuno all'interno dell'indice

→ le fluttuazioni degli indici offrono agli investitori informazioni sull'andamento di un ampio range di titoli

i più importanti sono:

- S&P 500 (USA)
- NASDAQ (USA)
- DOW JONES (USA)

- NYSE (USA)
- FTSE MIB (Italia)
- FTSE 100 (UK)

- DAX (Germania)
- Nikkei 225 (Giappone)
- CAC 40 (Francia)

31 MERCATO DEI DERIVATI

i **derivati** sono strumenti finanziari il cui valore deriva da attività finanziaria sottostanti (underlying asset)

CLASSIFICAZIONE PER TIPOLOGIA DI UNDERLYING ASSET

- **commodity derivatives** → derivati su beni reali e merci
- **financial derivatives** → derivati su attività finanziarie

CLASSIFICAZIONE PER CARATTERISTICHE TECNICHE

- **forward** → contratti di compravendita dell'attività sottostante con regolamento a termine
- **futures** → contratti assimilabili ai forward, con elevata standardizzazione e negoziabili in borsa
- **opzioni** → contratti di compravendita della facoltà di acquisto o vendita (a termine) del sottostante
- **swap** → contratti che prevedono lo scambio di flussi calcolati secondo modalità diverse fra due parti

CLASSIFICAZIONE PER MERCATO DI NEGOZIAZIONE

- **Exchange traded derivatives** → derivati negoziati in borse valori regolamentate → futures e opzioni
- **OTC traded derivatives** → derivati negoziati in mercati non regolamentati → forward, swap e opzioni

UTILIZZO DI STRUMENTI DERIVATI

- utilizzo a scopo di copertura** → il soggetto che prende posizione sul derivato ha già una posizione aperta sul sottostante e punta a ridurre o azzerare i rischi di questa posizione
- utilizzo a scopo speculativo** → il soggetto prende posizione sul derivato in base alle sue aspettative sul prezzo futuro del sottostante e ottiene quindi un profitto o una perdita
- utilizzo a scopo di arbitraggio** → il soggetto prende posizione contemporaneamente sul derivato e sul sottostante, traendo un capital gain senza rischio a causa di disallineamenti nelle parità teoriche dei prezzi dei due strumenti

COPERTURA

la grande efficacia dei derivati nella riduzione del rischio nasce dal fatto che permettono di effettuare una copertura, ossia di effettuare un'operazione finanziaria che diminuisce il rischio o lo elimina completamente

posizione lunga (rialzista) → si ACQUISTA un'attività e ci si espone al rischio che il suo valore scenda

posizione corta (ribassista) → si VENDE un'attività e ci si espone al rischio che il suo valore salga

in caso di posizione ribassista spesso l'attività venduta è prima comprata "in prestito" da una terza parte e poi riconsegnata ad essa in data futura

⇒ la copertura del rischio richiede di intraprendere un'operazione consistente nell'assumere una posizione di segno opposto coerente per durata e importo

{ compensare una posizione lunga assumendo una posizione corta, e viceversa, sulla stessa attività finanziaria o su una il cui prezzo si comporta in modo simile a quello dell'attività esposta al rischio

COMPRAVENDITA A PRONTI e A TERMINE

compravendita di asset finanziari

negoziazione

fase di ricerca della controparte (esigenze compatibili) e definizione delle obbligazioni a cui sono tenute le parti: prezzo, quantità e modalità di esecuzione dello scambio

regolamento

adempimento fisico delle parti alle obbligazioni:
- il compratore consegna al venditore il denaro
- il venditore consegna al compratore i titoli

la negoziazione delle attività finanziarie e il regolamento degli scambi può avvenire secondo due modalità:

• mercato a pronti

→ prezzo a pronti (prezzo cash/prezzo spot)

→ regolamento a pronti:

avviene non appena possibile

• mercato a termine

→ prezzi a termine (prezzi forward)

→ regolamento a termine:

avviene a date future prefissate (1, 3, 6, 12 mesi)

1. FORWARD (CONTRATTI A TERMINE)

il **forward** è un accordo fra due parti (l'acquirente e il venditore a termine), che si impegnano a regolare la compravendita di un'attività sottostante in data futura (scadenza del contratto) a condizioni specificate

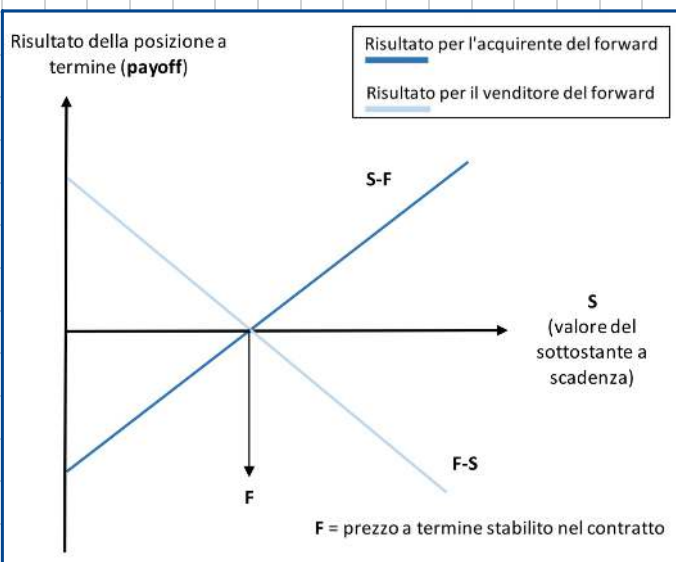
→ sono negoziati in mercati OTC

contratti a termine su tassi di interesse

(acquisto / vendita futura di uno strumento di debito come un'obbligazione o un titolo di Stato)

caratteristiche contrattuali

1. indicazione dello strumento di debito da trasferire
2. quantità dello strumento di debito da trasferire
3. prezzo dello strumento di debito al trasferimento
4. data futura in cui avverrà il trasferimento



il venditore detiene il titolo ed è esposto al rischio che i tassi d'interesse salgano e il prezzo scenda pertanto assume una posizione corta fissando il tasso a livello x

rendimento ex post → $F - S$

se $F > S$ = guadagno
se $F < S$ = perdita

l'acquirente vuole acquistare il titolo ma è esposto al rischio che i tassi d'interesse scendano e il prezzo salga quindi assume una posizione lunga fissando il tasso a x

rendimento ex post → $S - F$

se $S > F$ = guadagno
se $S < F$ = perdita

VANTAGGI

• **flessibilità**: contratti definibili "su misura" per le controparti (importi, scadenze, titoli...)

SVANTAGGI

- **manca di liquidità**: difficoltà di trovare controparti disposte a concludere il contratto
- **rischio di insolvenza**: possibilità che la controparte fallisca e non garantisca copertura

le criticità legate a liquidità e solvibilità spiegano i limiti di sviluppo del mercato dei forward e la nascita del mercato dei financial futures, contratti derivati negoziati su mercati regolamentati (in Italia, IDEM)

2. FINANCIAL FUTURES

i futures sono contratti inerenti operazioni di compravendita di strumenti finanziari, caratterizzati da elevata standardizzazione, che vengono negoziati in mercati di borsa regolamentati e regolati a termine

→ le parti negoziano solo il prezzo

facilitazione della negoziazione →

caratteristiche contrattuali prestabilite

- modalità di negoziazione
- modalità di liquidazione
- strumento da trasferire
- importo unitario (quantità)
- scadenza prefissata

⇒ i mercati futures si connotati dalla presenza di una **cassa centrale di compensazione (Clearing House)**

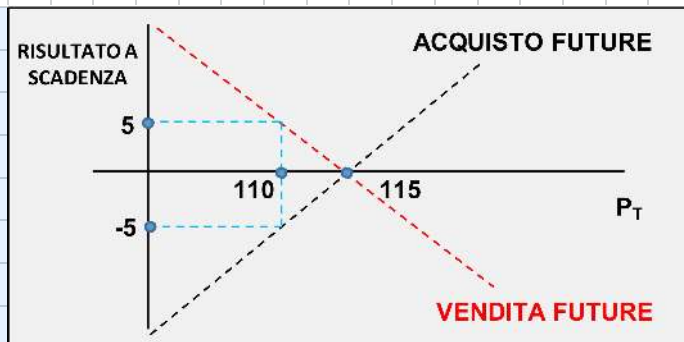
- controparte di ogni singola operazione che assicura il buon fine dei contratti

- opera secondo i regolamenti di funzionamento del mercato ad integrazione delle norme di legge

⇒ i mercati futures si caratterizzano anche per un **elevata liquidità** (a differenza dei mercati forward)

→ è possibile non andare sempre a scadenza

* la percentuale su scala globale di futures con regolamento a scadenza è circa l'1%



X vende fra 3 mesi un titolo obbligazionario con valore nominale pari a 100.000 USD, al prezzo di 115.000 USD

Y compra fra 3 mesi un titolo obbligazionario con valore nominale pari a 100.000 USD, al prezzo di 115.000 USD

se a scadenza il prezzo del titolo scende a 110.00 USD:

- X guadagna → vende a 115 un titolo che costa 110
- Y perde → compra a 115 un titolo che costa 110

i prezzi sono quotati in punti (1 punto = 1000 \$)

alla scadenza del future, il suo prezzo è pari a quello del sottostante (altrimenti si avrebbe un arbitraggio)

es. microcopertura

X ha una posizione lunga su 5 mln USD di obbligazioni con rendimento al 6%, pertanto per coprirsi prende una posizione corta su contratti future del valore di 100.000 USD

$$NC = VA / VC$$

NC = n° contratti per la copertura
VA = valore dell'attività sottostante
VC = valore di ogni contratto future

$$\rightarrow 5.000.000 / 100.000 = 50$$

↓
vende 50 future

→ se a scadenza i tassi sono aumentati, si ha una perdita in quanto il valore delle obbligazioni è sceso ma allo stesso tempo un guadagno di uguale importo sulla posizione corta sui future: 5 mln - nuovo prezzo più basso



in **USA** i future si scambiano su Chicago Board of Trade (CBT), Chicago Mercantile Exchange (CME), New York Future Exchange (NYSE); nel 1974 nasce la **CFTC (Commodity Futures Trading Commission)**: unione CBT e CME

→ disciplina borse future e scambi, assicurando stabilità e impedendo manipolazioni di mercato e frodi



in **Europa** i future si scambiano su **Euronext**, fuso nel 2007 con NYSE, dando vita al mercato NYSE-Euronext

→ marzo 2013: entra in vigore il regolamento EMIR (European Market Infrastructure Regulation), che stabilisce delle regole comuni, maggiore trasparenza e nuovi requisiti per i servizi di clearing



in **Italia** i future vengono scambiati sul **Mercato Italiano dei Derivati (IDEM)**, gestito da Borsa Italiana

→ su IDEM sono negoziati diversi tipi di future: FIB (future su indice FTSE MIB, ogni punto vale 5 euro), FDIV (su indice FTSE MIB Dividend), Single Stock Futures (su singoli titoli azionari italiani ed europei)

RAGIONI DI SUCCESSO DEI FUTURE

- **quantità e date standard** → più probabile abbinamento delle controparti e quindi aumento della liquidità
- **negoziabilità** → possibilità di comprare o vendere un future molteplici volte prima della data di scadenza
- **trasferimento di titoli eterogenei** → lo scambio non riguarda uno specifico titolo ma una classe di questi
- **trasferimento del sottostante** → le operazioni si chiudono eseguendone altre di segno opposto (l'acquisto si chiude con la vendita e viceversa): si evitano costi di trasferimento

Clearing House

il compratore e il venditore del future non stipulano il contratto direttamente fra loro (forward), ma per tramite della cassa di compensazione che opera come intermediario

margini iniziale obbligatorio

il margine iniziale è una percentuale del valore del contratto in base al sottostante, fissata dalla Clearing House che deve essere versata da ogni partecipante agli scambi

marking to market

i future sono sottoposti quotidianamente a valutazione a valori di mercato: alla fine del giorno le variazioni nei future posseduti sono aggiunte o sottratte dal conto di garanzia

FUTURE SU INDICI AZIONARI

i future su indici azionari nascono nel 1982 per gestire i rischi nel mercato azionario (oscillazione dei prezzi)

→ Future S&P 500

- l'indice registra i valori delle 500 azioni maggiormente scambiate nella borsa di NY
- il future relativo è regolato "per contanti": non c'è scambio di titoli (alta liquidità)
- ogni punto indice vale 250\$

es.

- X vende a Y un contratto al prezzo di 1.000 punti (250.000 \$) → a scadenza l'indice scende a 900 punti
- Y a scadenza paga 250.000 ma riceve un valore dell'indice pari a 225.000 → perde 25.000 \$
- X a scadenza riceve 250.000 ma consegna un valore dell'indice pari a 225.000 → guadagna 25.000 \$

*non c'è trasferimento di titoli ma solo compensazione degli importi da pagare e ricevere

RISCHIO DI CONTROPARTE IN CONTRATTI FUTURE

il contratto è trasferito alla Clearing House, che, in ogni scambio, diventa controparte di ogni operatore

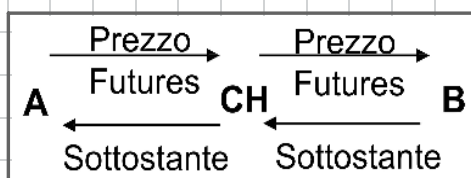
rischio di inadempimento della controparte

= rischio di inadempimento della Clearing House

al fine di garantire il buon fine delle transazioni:



- **non assume posizioni aperte** (per ogni contratto aperto di vendita, ne esiste uno d'acquisto e viceversa)
- accetta come controparte operatori del mercato che presentano determinati **requisiti di affidabilità**
- è **ben capitalizzata** (in caso di eventuali perdite, è in grado di assorbirle utilizzando capitale proprio)
- per ridurre le perdite derivanti da eventuali inadempimenti utilizza il **meccanismo dei margini**



se B non adempie, la cassa si procura il sottostante sul mercato, contabilizzando una perdita se il suo prezzo è aumentato

MECCANISMO DEI MARGINI

marginie obbligatorio

la cassa pretende il versamento del marginie di garanzia: cauzione sul valore del contratto in percentuale, gravante su tutti gli operatori che negoziano futures

marking to market

alla fine di ogni seduta, il contratto è chiuso virtualmente al prezzo di chiusura calcolato dalla cassa, che va a contabilizzare profitti e perdite dei partecipanti

- alla parte in utile è accreditato il profitto giornaliero
- alla parte in perdita è richiesto il versamento del marginie di variazione (somma che riporti la posizione in pari)

qualora la parte in perdita non ripiani la perdita giornaliera, la sua posizione viene stralciata e la cassa attinge al marginie di garanzia (se questo non è capiente, la cassa registra una perdita)

al fine di mantenere pareggiata la posizione aperta verso la parte adempiente, la cassa negozia un contratto dello stesso segno di quello stralciato sul mercato, ossia della parte inadempiente

all'inizio di ogni seduta i contratti sono riaperti al prezzo di chiusura della seduta precedente

a scadenza, regolamento

per consegna fisica

→ il venditore consegna il sottostante ricevendo in contropartita il penultimo prezzo di chiusura

per contanti

→ si calcola l'ultimo margine giornaliero e la cassa versa e riscuote le relative somme (no consegna)

→ N.B.: a scadenza, il prezzo futures è uguale al prezzo spot

LIQUIDAZIONE ANTICIPATA DEL CONTRATTO

poiché la controparte è sempre la stessa (Clearing House) si può liquidare anticipatamente la propria posizione sul contratto, assumendo una posizione di segno contrario per stesso numero di contratti

T_0

X stipula un contratto futures sul sottostante S a prezzo 100



T_1

X chiude la posizione stipulando su S un contratto futures, a prezzo 102

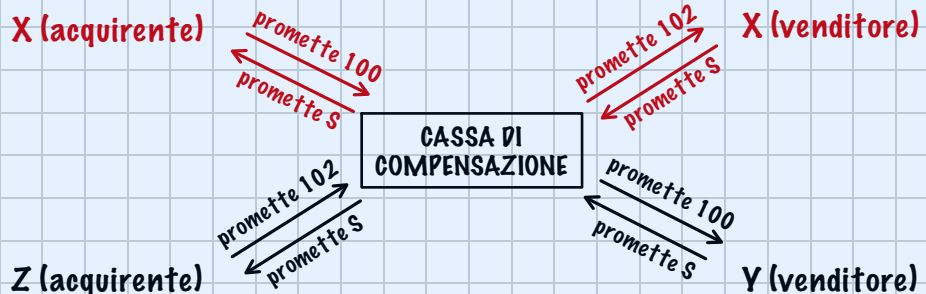


posizione netta X = +2

→ compra a 100, vende a 102

posizione netta della Cassa = 0

- riceve 100 (X), liquida 102 (X) → -2
- riceve 102 (Z), liquida 100 (Y) → +2



3. OPZIONI

le **opzioni** sono dei contratti che offrono all'acquirente il diritto (ma non l'obbligo) di acquistare o vendere il sottostante a un prezzo specificato (prezzo di esercizio o strike price), per un determinato periodo di tempo

⇒ il venditore dell'opzione (writer) è obbligato ad acquistare o vendere l'asset finanziario all'acquirente (holder), qualora il detentore dell'opzione eserciti il diritto, rispettivamente, di vendere o acquistare

- **opzione call** → contratto incorporante la facoltà di acquisto del sottostante
 - **opzione put** → contratto incorporante la facoltà di vendita del sottostante
- a strike price
- l'acquisto di tale facoltà viene pagato mediante corresponsione di un prezzo, denominato premio



OPZIONE AMERICANA → facoltà di compravendita del sottostante esercitabile fino a scadenza



OPZIONE EUROPEA → facoltà di compravendita del sottostante esercitabile solo a scadenza

OPZIONI CALL

facoltà di acquistare

OPZIONE IN THE MONEY → $S > P_e$

all'acquirente conviene esercitare l'opzione

OPZIONE AT THE MONEY → $S = P_e$

per l'acquirente è indifferente esercitare l'opzione

OPZIONE OUT OF THE MONEY → $S < P_e$

all'acquirente non conviene esercitare l'opzione

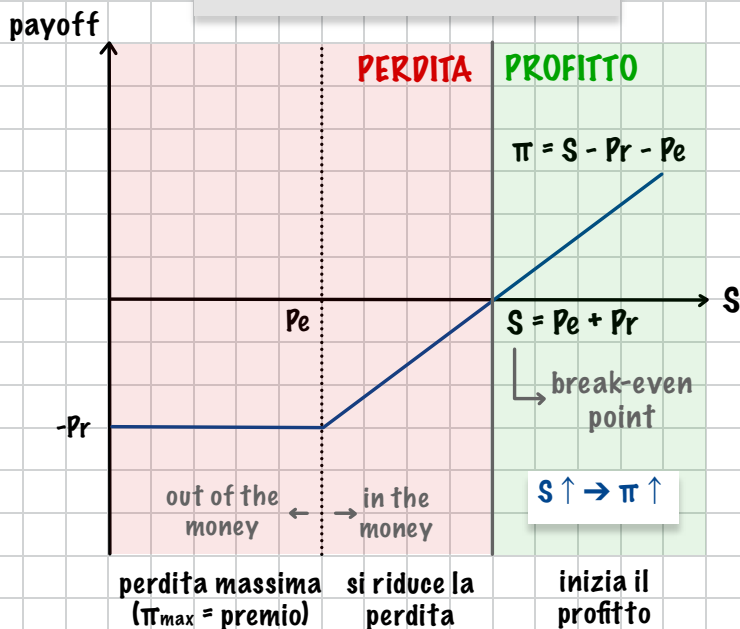
acquirente opzione call	venditore opzione call
paga il premio	riceve il premio
a/entro scadenza decide se acquistare il sottostante	a/entro scadenza, subisce le decisioni dell'acquirente
se l'opzione viene esercitata	
- paga lo strike price - riceve il sottostante	- riceve lo strike price - consegna il sottostante

P_r = premio sull'opzione // P_e = prezzo d'esercizio // S = prezzo a scadenza del sottostante

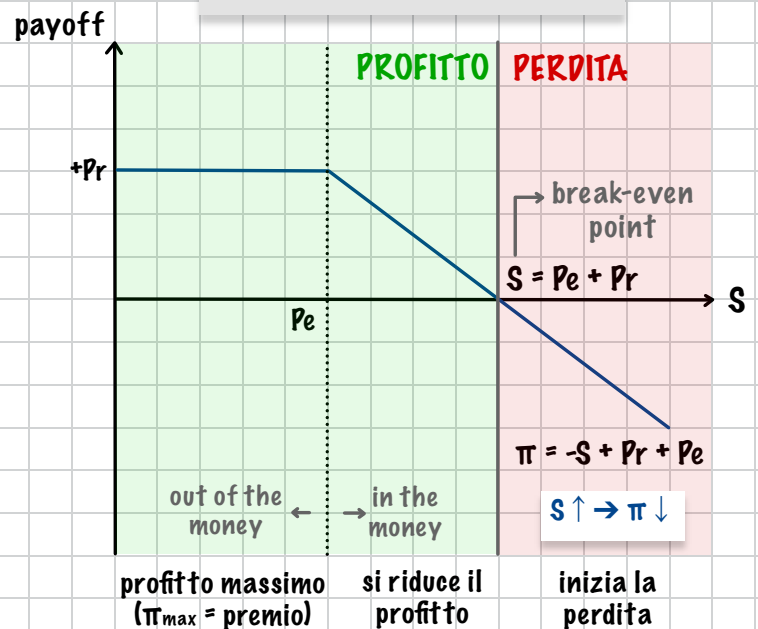
*per le opzioni call, il **profitto massimo del venditore è il premio** (se l'acquirente esercita vuol dire che $S \geq P_e$) solo in caso di mancato esercizio, il venditore, che ha comunque incassato il premio, massimizza il guadagno

*per le opzioni put, la **perdita massima dell'acquirente è il premio** in quanto se $S < P_e$ non esercita l'opzione

ACQUISTO DI OPZIONE CALL



VENDITA DI OPZIONE CALL



OPZIONI PUT

facoltà di vendere

OPZIONE IN THE MONEY → $S < P_e$

all'acquirente conviene esercitare l'opzione

OPZIONE AT THE MONEY → $S = P_e$

per l'acquirente è indifferente esercitare l'opzione

OPZIONE OUT OF THE MONEY → $S > P_e$

all'acquirente non conviene esercitare l'opzione

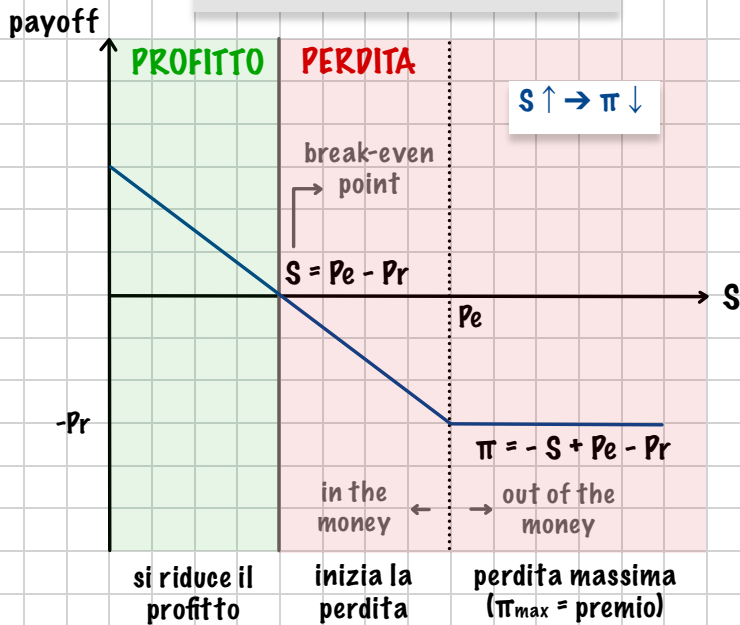
acquirente opzione put	venditore opzione put
paga il premio	riceve il premio
a/entro scadenza decide se vendere il sottostante	a/entro scadenza, subisce le decisioni dell'acquirente
se l'opzione viene esercitata	
- riceve lo strike price - consegna il sottostante	- paga lo strike price - riceve il sottostante

P_r = premio sull'opzione P_e = prezzo d'esercizio S = prezzo a scadenza del sottostante

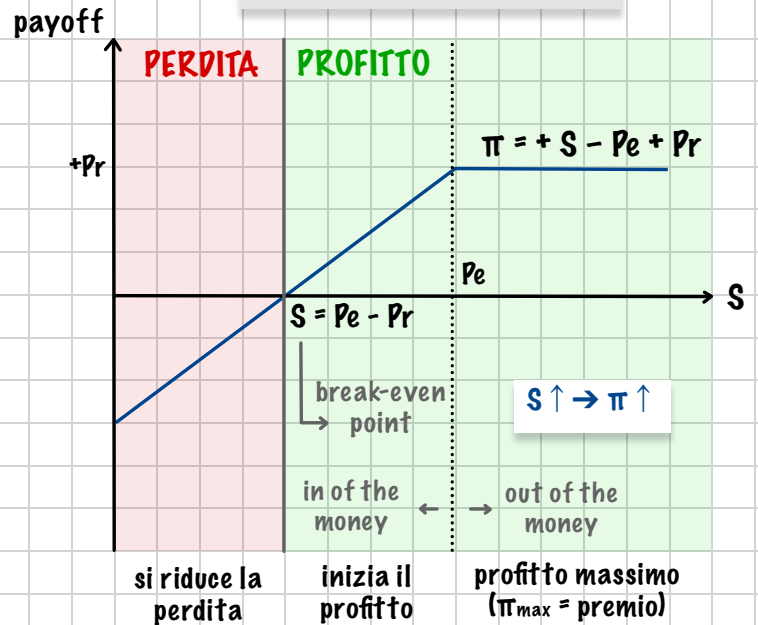
*per le opzioni put, il profitto massimo del venditore è il premio (se l'acquirente esercita vuol dire che $S \leq P_e$) solo in caso di mancato esercizio, il venditore, che ha comunque incassato il premio, massimizza il guadagno

*per le opzioni put, la perdita massima dell'acquirente è il premio in quanto se $S > P_e$ non esercita l'opzione

ACQUISTO DI OPZIONE PUT



VENDITA DI OPZIONE PUT



acquisto di opzioni con finalità speculative

⇒

a differenza di una normale posizione a termine, si pone un tetto massimo alle perdite pari al premio (qualora le aspettative non si siano rivelate esatte)

acquisto di opzioni con finalità di copertura

⇒

a differenza di una normale posizione a termine, si beneficia almeno in parte dell'andamento favorevole del prezzo relativo allo strumento sottostante

VALUTAZIONE DELLE OPZIONI

→ fattori che determinano il valore del premio:

• prezzo di esercizio

- nella call: prezzo di esercizio ↑ → profitti potenziali ↓ → premi minori
- nella put: prezzo di esercizio ↑ → profitti potenziali ↑ → premi maggiori

• durata contrattuale

- durata ↑ → premio ↑ (> copertura => probabilità che il prezzo si allontani da quello iniziale)

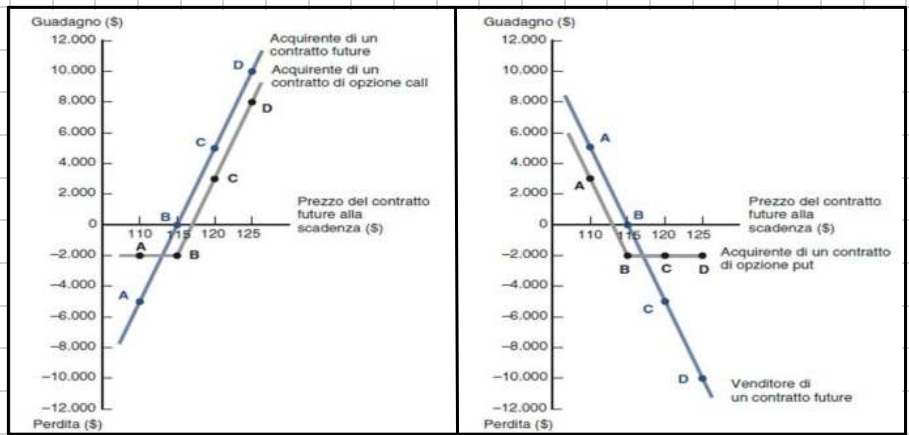
• variabilità dei prezzi del sottostante

- volatilità ↑ → profitti medi ↑ → premi maggiori

OPZIONI vs FUTURE

la principale differenza fra un'opzione e un future è la loro forma della curva dei profitti

la differenza fra i payoff dei due strumenti è pari al premio (se l'opzione viene esercitata)



• **future** → **curva lineare** (prezzo)

• **opzioni** → **curva spezzata**:

- parte piatta → premio dell'opzione (out of the money)
- parte inclinata → prezzo del sottostante (in the money)

le opzioni proteggono da perdite superiori al premio ma garantiscono profitti inferiori rispetto ai future per lo stesso ammontare

investimento iniziale: **margin obbligatorio (future) o premio (opzione)**

nei future c'è sempre MoM, ovvero movimenti quotidiani di denaro per le parti, nell'opzione solo all'esercizio

4. SWAP

gli **swap** sono contratti finanziari che obbligano le controparti a scambiarsi flussi futuri

→ ci sono due tipi principali di contratto:

- **interest rate swap (IRS)** → scambi di flussi determinati sulla base di un tasso d'interesse fisso con flussi determinati sulla base di un tasso d'interesse variabile, nella stessa valuta
- **currency swap** → scambio di flussi denominati in valuta X con flussi denominati in valuta Y

⇒ la versione base dello strumento è il **plain vanilla swap**

↳ contratto in cui una parte effettua pagamenti per interessi calcolati con un tasso variabile sul c.d. capitale nozionale e riceve pagamenti calcolati sullo stesso nozionale in base a un tasso fisso

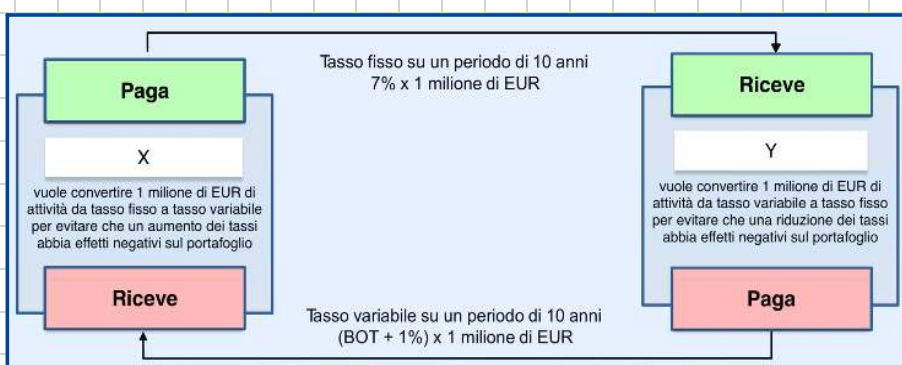
* il pagamento di interessi implica una posizione corta, la ricezione del flusso definisce una posizione lunga

⇒ **elementi fondamentali** del contratto:

- data di stipulazione
- data di inizio (da cui maturano gli interessi)
- data di scadenza del contratto
- date di pagamento dei flussi (settlement)

- tasso fisso
- tasso variabile
- capitale nozionale

(usato solo per il calcolo di interessi, mai scambiato)



VANTAGGI

- eliminazione rischio di tasso d'interesse
- scadenze molto lunghe → flessibilità
- servizio disponibile per la clientela (oltre che per la gestione del rischio)

SVANTAGGI

- mancanza di liquidità
- esposizione al rischio di insolvenza

MERCATO DEI CAMBI

mercato dei cambi: insieme di negoziazioni aventi oggetto lo scambio di una valuta contro un'altra

CARATTERISTICHE PRINCIPALI:

- mercato OTC (non regolamentato)
- mercato finanziario più grande al mondo
- mercato virtualmente aperto 24h al giorno
- include contratti a pronti, a termine e derivati
- transazioni in genere su piattaforme elettroniche e per controvalori ingenti (1mln di EUR e multipli)

FUNZIONI:

- copertura dal rischio di cambio
- attività speculativa e/o di arbitraggio
- compravendita di valuta per il regolamento di incassi/pagamenti da/verso terzi esteri

OPERATORI:

- banche in qualità di dealer o broker (ossia conto proprio o di terzi)
- investitori istituzionali (es. fondi di investimento, assicurazioni)
- importatori/esportatori
- Banche Centrali

TASSO DI CAMBIO

il **tasso di cambio** è il prezzo di una valuta espresso nei termini di un'altra

⇒ esistono due convenzioni alternative per indicare un tasso di cambio tra due valute

certo per incerto → valuta domestica certa (pari a 1) e valuta estera incerta (pari a N)

es. convenzione applicata tipicamente all'euro e alla sterlina britannica → N \$ per 1€ (1,25 \$ per 1 €)

incerto per certo → valuta domestica incerta (pari a N) e valuta estera certa (pari a 1)

es. convenzione applicata tipicamente allo yen e al dollaro americano → N € per 1\$ (0,80 € per 1\$)

→ per avere sempre certezza di quale sia la valuta certa e quale quella incerta, gli operatori utilizzano una **notazione letterale** in cui la prima sigla si riferisce alla valuta certa mentre la seconda a quella quotata

EURUSD → 1,25\$ (incerto) per 1€ (certo)

USDEUR → 0,80€ (incerto) per 1\$ (certo)

i due cambi sono l'uno il reciproco dell'altro

$$\text{EURUSD} = 1/\text{USDEUR} \quad 1/0,80 = 1,25$$

nel mercato dei cambi tipicamente i market maker esprimono due prezzi per ciascuna coppia di valute:

- **BID o DENARO** → prezzo al quale sono disposti ad acquistare la valuta certa
 - **ASK o LETTERA** → prezzo al quale sono disposti a vendere la valuta certa
- ⇒ la differenza si dice **spread**

*lo spread è di pochi basis points e rappresenta la remunerazione per il market maker

EURUSD { $\text{BID} = x$ → il market maker compra euro € (e quindi vende dollari \$) es. 1,30

$\text{ASK} = y$ → il market maker compra dollari \$ (e quindi vende euro €) es. 1,32

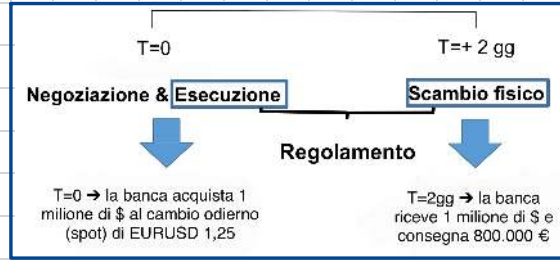
spread: 0,02

TIPOLOGIE DI TRANSAZIONE

sul mercato dei cambi si concludono transazioni spot e forward (oltre che in derivati)

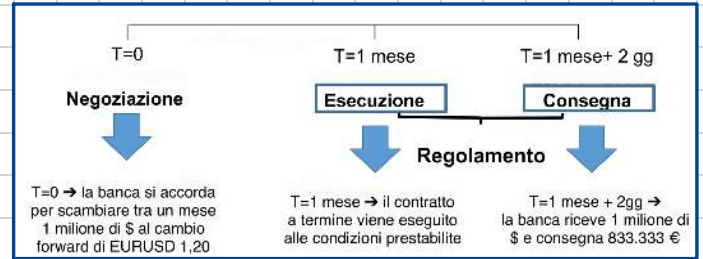
TRANSAZIONI SPOT

transazioni per contanti: la compravendita ha luogo nell'immediato mentre la consegna si ha il secondo giorno lavorativo successivo



TRANSAZIONI FORWARD

transazioni a termine: le controparti definiscono oggi prezzo e quantità di uno scambio che avverrà in data futura predefinita (le modalità di consegna non variano)



esecuzione: invio degli ordini di trasferimento della valuta alla banca per l'effettuazione della consegna

VARIAZIONI DEL TASSO DI CAMBIO

le variazioni del tasso di cambio sono importanti in quanto influenzano significativamente il valore delle attività e delle passività detenute in valuta e più in generale sulla competitività delle imprese

SISTEMA DI CAMBI VARIABILI

APPREZZAMENTO

una valuta aumenta di valore rispetto a un'altra

EURUSD \uparrow → più dollari per lo stesso euro

DEPREZZAMENTO

una valuta diminuisce di valore rispetto a un'altra

EURUSD \downarrow → meno dollari per lo stesso euro

il tasso di cambio è una tra le attività finanziarie più volatili e difficili da prevedere → modelli principali:

esistono vari approcci di previsione dei tassi di cambio, alcuni fondati su teorie economiche (modelli), altri, originati dalla pratica del mercato (analisi tecnica)

PARITÀ DEL POTERE DI ACQUISTO → basata sul mercato di beni e servizi internazionale

previsioni a lungo termine

PARITÀ SCOPERTA DEI TASSI D'INTERESSE → basata sul mercato finanziario internazionale

previsioni a breve termine

PARITÀ DEL POTERE D'ACQUISTO

il tasso di cambio è il rapporto dei prezzi di uno stesso bene in due valute diverse (legge del prezzo unico)

se ciò non si verifica si ha un **arbitraggio** → si compra il bene nel paese dove il bene è relativamente meno costoso e lo si rivende nell'altro, cambiando sul mercato il ricavo e ottenendo un utile

es. un bene costa 10.000 Yen in Giappone e 100€ in Italia, ma il tasso di cambio EURYEN ≠ 100

- caso 1: EURYEN > 100 → EURYEN = 101 → bene meno costoso in Yen (per avere EURYEN = 101 dovrebbe costare 10.100) si compra il bene per 10.000 Yen, si vende in Italia per 100€ e si cambia il ricavo a tasso 101 ottenendo 10.100 Yen
- caso 2: EURYEN < 100 → EURYEN = 99 → bene meno costoso in € (per avere EURYEN = 99 dovrebbe costare 101) si compra il bene per 100 €, si vende in Giappone per 10.000 Yen e si cambia il ricavo a tasso 99 ottenendo 101 €

⇒ una formulazione un pò meno restrittiva della parità del potere d'acquisto afferma che il tasso di cambio è dato dal rapporto dei prezzi di un paniere di beni in due valute diverse

- paese X: prezzi ↑, paese Y: prezzi stabili → deprezzamento valuta X, apprezzamento valuta Y
- paese X: prezzi ↓, paese Y: prezzi stabili → apprezzamento valuta X, deprezzamento valuta Y

$$\text{EURYEN} = 10.000 \text{ Yen} / 102 \text{ €} = 98 \text{ (Yen per 1€)}$$

$$\text{EURYEN} = 10.000 \text{ Yen} / 98 \text{ €} = 102 \text{ (Yen per 1€)}$$

alla base della parità del potere d'acquisto vi sono però diverse ipotesi semplificatrici:

- **assenza di costi di transazione** negli scambi fra paesi
- **coincidenza delle preferenze** fra paesi diversi
- **commerciabilità di tutti i beni** all'interno dei paesi

tali ipotesi limitano la capacità previsionale della PPA, che però mantiene un buon grado di affidabilità sulle tendenze di lungo periodo

FATTORI CHE INFLUENZANO IL TASSO A LUNGO TERMINE

oltre la PPA, diversi altri fattori contribuiscono alla variazione dei tassi di cambio nel lungo periodo

Fattore	Variatione nel fattore	Effetto sul tasso di cambio, E*
Livello dei prezzi relativi*	↑	↓
Barriere commerciali*	↑	↑
Importazioni	↑	↓
Esportazioni	↑	↑
Produttività*	↑	↑

1. **inflazione X** ↑ → prezzi paese X > prezzi paese Y → si vende valuta X e si acquista valuta Y
2. **barriere commerciali X** ↑ → prezzi paese X < prezzi paese Y → si acquista valuta X e si vende valuta Y
3. **importazioni** ↑ → maggior necessità di valuta estera Y → deprezzamento valuta X
4. **esportazioni** ↑ → maggior necessità di valuta domestica X → apprezzamento valuta X
5. **produttività X** ↑ → prezzi paese X < prezzi paese Y → si acquista valuta X e si vende valuta Y

↳ (a parità di costi, produzione maggiore // a parità di produzione, costi minori)

PARITÀ DEI TASSI D'INTERESSE

la variazione attesa del tasso di cambio è pari alla differenza dei tassi d'interesse domestici ed esteri

$$\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} = i^F - i^D$$

i^D = rendimento attività finanziarie domestiche

i^F = rendimento attività finanziarie estere

$(E_{t+1}^e - E_t)/E_t$ = variazione attesa del tasso di cambio

per evitare che si investa solo nel paese con i rendimenti (tassi d'interesse) più alti, è necessario che il tasso di cambio subisca delle variazioni volte a compensare i profitti ottenuti, al momento del cambio della valuta

RENDIMENTO DELL'INVESTIMENTO ESTERO

$$i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

differenza fra rendimento sulla somma investita in valuta estera e l'eventuale apprezzamento della valuta domestica

il profitto è in valuta estera pertanto dovrà essere convertito nel mercato dei cambi

RENDIMENTO DELL'INVESTIMENTO DOMESTICO

$$i^D$$

rendimento pagato sulla somma investita in valuta domestica

il profitto è già in valuta domestica pertanto non andrà convertito nel mercato dei cambi

a parità di altre condizioni:

- $i^D \uparrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow$ deprezzamento

- $i^D \downarrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow$ apprezzamento

- $i^F \uparrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow$ apprezzamento

- $i^F \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow$ deprezzamento

affinché le due attività finanziarie siano indifferenti nella scelta deve valere:

$$i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} = i^D \quad \text{ovvero che} \quad \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} = i^F - i^D$$

la condizione di parità dei tassi di interesse è utile nella previsione dei cambi a breve termine, nell'ipotesi:

- perfetta mobilità dei capitali fra paesi
- perfetta sostituibilità tra attività finanziarie e domestiche

se tali condizioni non valgono (es. attività domestiche più rischiose di quelle estere) oltre il differenziale sui tassi, a spiegare l'evoluzione attesa del tasso di cambio, sono altri fattori (es. differenziale di rischio)

INTERMEDIARI FINANZIARI

gli **intermediari finanziari** sono attori del sistema finanziario che esercitano due tipologie di funzioni

- **interposizione del bilancio** → cede risorse finanziarie al fine di ottenerne altre
- **servizi di assistenza** → non vi è trasformazione di attività e passività ma in assenza dell'intermediario lo scambio non ha luogo

ATTIVITÀ	PASSIVITÀ
crediti / partecipazioni	debiti / mezzi propri

INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA

fondi raccolti emettendo debito e/o titoli rappresentativi del capitale di rischio, finalizzati all'erogazione di prestiti

INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

fondi raccolti emettendo debito e/o titoli rappresentativi del capitale di rischio, finalizzati all'investimento in valori mobiliari + fornitura servizi legati a investimento/collocamento di questi

INTERMEDIAZIONE ASSICURATIVA

fondi raccolti tramite premi e titoli rappresentativi di capitale di rischio (assunzione di rischi puri), finalizzati o all'investimento in valori mobiliari/immobili o all'erogazione di prestiti (meno spesso)

INTERMEDIAZIONE PREVIDENZIALE

fondi raccolti emettendo debito e/o titoli rappresentativi del capitale di rischio, finalizzati all'investimento in valori mobiliari per la costituzione di un montante previdenziale (es. pensione)

TIPOLOGIA		Servizi offerti	Intermediari	TIPOLOGIA		Servizi offerti	Intermediari
INTERMEDIARI CREDITIZI	Bancari	Servizi di: Raccolta del risparmio presso il pubblico* Erogazione del credito Pagamento Intermediazione mobiliare Altri (es. consulenza alle imprese)	Banche Casse di Risparmio Banche popolari Banche di credito cooperativo (BCC)	INTERMEDIARI MOBILIARI	Imprese di investimento	Servizi di investimento & accessori: Collocamento con o senza assunzione di garanzie } Mercato primario Negoziazione } Mercato secondario • per conto dei clienti (brokeraggio) • per conto proprio (dealing&mkt making) Gestione di MTF }	Banche Società di intermediazione mobiliare (SIM)
	Non bancari	Leasing finanziario Factoring Credito al consumo	Società di: • Leasing • Factoring • Credito al consumo			Consulenza alle imprese in materia di operazioni di finanza straordinaria - compreso il collocamento di strumenti finanziari } Investment banking Consulenza agli investitori in materia di investimenti } Servizi di wealth management Gestione individuale di portafogli di investimento per conto terzi } } Servizio di gestione collettiva del risparmio } Servizi di asset management	

TIPOLOGIA	Servizi offerti	Intermediari
INTERMEDIARI ASSICURATIVI & PREVIDENZ.	Imprese di assicurazione Assicurazione danni Assicurazione sulla vita	Compagnie di assicurazione danni Compagnie di assicurazione vita
	Fondi pensione Erogazione di una prestazione (rendita/capitale) al raggiungimento dell'età pensionabile convertendo un montante generato tramite la gestione collettiva di un patrimonio	Fondi pensione negoziali o chiusi, fondi pensione aperti

investitori istituzionali →

intermediari che svolgono delle attività di investimento, in modo sistematico, grazie a disponibilità finanziarie affidate da terzi

- SGR/SICAV/SICAF
- compagnie assicurative
- fondi pensione

1) INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: BANCHE D'INVESTIMENTO



MERGERS AND ACQUISITIONS

acquisizione: un'impresa acquista tutta o parte di un'altra: il processo parte dall'acquirente o dal venditore

BUY SIDE (ACQUIRENTE)

- definizione strategia → obiettivi acquisizione (es. diversificazione, integrazione verticale, espansione)
- scelta: make or buy → sviluppo interno delle competenze o acquisizione di società che già le possiede
- caratteristiche target → individuazione delle specifiche del target (es. settore, dimensione, quota)
- identificazione target → individuazione di un'azienda con le caratteristiche predeterminate
- fase di valutazione → stima del valore del target (analisi finanziaria) e definizione del regolamento
- offerta formale → presentazione di una proposta di acquisto ai proprietari del target
- negoziazione → trattative sulle condizioni dell'acquisizione (es. prezzo, tempistiche, garanzie)
- rifiuto o conclusione → in caso di rifiuto si torna all'identificazione, altrimenti l'acquisizione ha luogo

SELL SIDE (VENDITORE)

- definizione strategia → obiettivi della vendita (es. liquidità per investimenti, uscita dal mercato)
- scelta: operate or sell → mantenimento e gestione dell'attività o cessione della stessa
- selling memorandum → documento di presentazione dell'azienda (descrizione, potenzialità, performance)
- identificazione target → individuazione di potenziali acquirenti (es. concorrenti diretti, financial sponsor)
- fase di valutazione → stima del valore dell'azienda o del cespite da cedere (analisi finanziaria)
- offerta formale → ricezione di proposte di acquisto dai potenziali acquirenti
- selezione proposte e negoziazione → scelta dell'offerta migliore e trattative (es. prezzo, tempistiche)
- rifiuto o conclusione → in caso di rifiuto si torna all'identificazione, altrimenti l'acquisizione ha luogo

*per accedere al selling memorandum bisogna firmare un NDA (non disclosure agreement)

BANCA D'AFFARI

M&A ADVISORY (ACQUIRENTE)

- **identificazione:**
 - caratteristiche del target ideale
 - specifici target potenziali
 - struttura deal (modalità di pagamento)
- **valutazione**
- **due diligence** (preparazione documentazione)
- **negoziazione**

acquirente
+
target

M&A ADVISORY (VENDITORE)

- **identificazione:**
 - caratteristiche dell'oggetto di vendita
 - punti di interesse dell'oggetto di vendita
 - specifici potenziali acquirenti
- **valutazione**
- **due diligence** (preparazione documentazione)
- **negoziazione**

MERCATO PRIMARIO: CAPITAL MARKETS

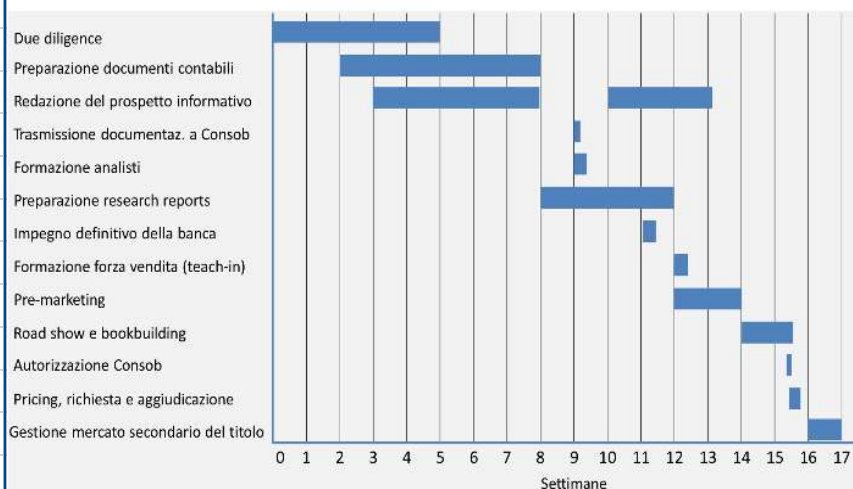
per gli emittenti, che si rivolgono al mercato per raccogliere capitali solo una tantum, la gestione del processo di collocamento è difficoltosa quindi l'operazione ha luogo tramite intermediari specializzati

CONSULENZA & PIANIFICAZIONE (advisory and arranging)	SOTTOSCRIZIONE (underwriting)	MARKETING & DISTRIBUZIONE (selling)
<ul style="list-style-type: none"> → definizione caratteristiche del titolo e dell'emissione es. quantità, modalità di collocamento, target → pricing del titolo → due diligence + preparazione documentazione informativa (poi diffusa agli investitori) → gestione dei rapporti con le autorità di vigilanza 	<p>consorzio di collocamento</p> <ul style="list-style-type: none"> → bought deal: acquisto dell'intera emissione a sconto → backstop commitment: garanzia di acquisto dei titoli invenduti → best effort: mero impegno a vendere 	<ul style="list-style-type: none"> → pre deal investors education: presentazione dell'emissione e dell'emittente agli investitori → roadshow: incontri fra emittente e potenziali investitori per presentare l'opportunità → bookbuilding: raccolta intenzioni d'acquisto → aggiudicazione/assegnazione e supporto post-emissione

emittente
(U-)

investitori
(U+)

TIMING INDICATIVO DELLE ATTIVITÀ IN UN'IPO



*IPO → offerta pubblica iniziale

le attività da svolgere e la loro importanza nel processo dipendono da molteplici fattori

- titolo collocato e modalità di collocamento
- esistenza o meno di titoli simili già quotati
- notorietà e affidabilità dell'emittente

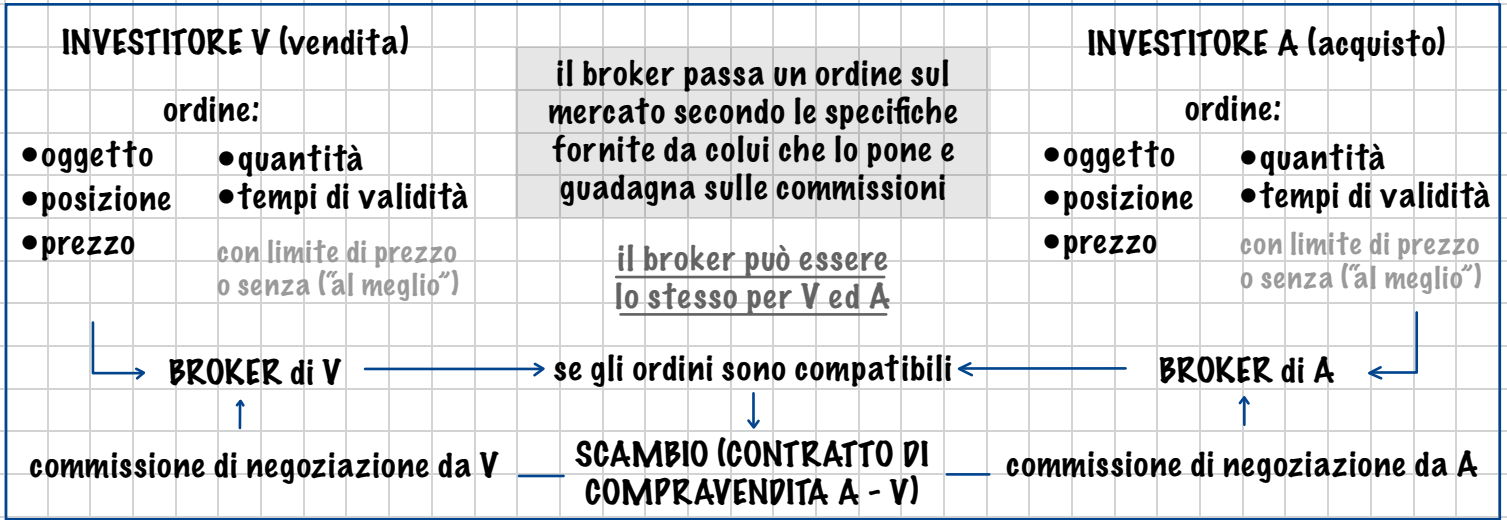
uno sforzo maggiore per la banca comporta maggiori costi per l'emissione (commissioni)

TITOLO COLLOCATO	MODALITÀ DI COLLOCAMENTO PRESCELTA	TITOLI IN CIRCOLAZIONE/QUOTATI
Azioni	Offerta pubblica { Collocamento a fermo Modalità alternative	{ No Initial Public offering Si Seasoned equity offering
	Collocamento privato	
Obbligazioni	Offerta pubblica	{ No Si
	Collocamento privato	

MERCATO SECONDARIO: TRADING

le banche d'investimento assumono tre ruoli nel mercato secondario: broker, dealer e market maker

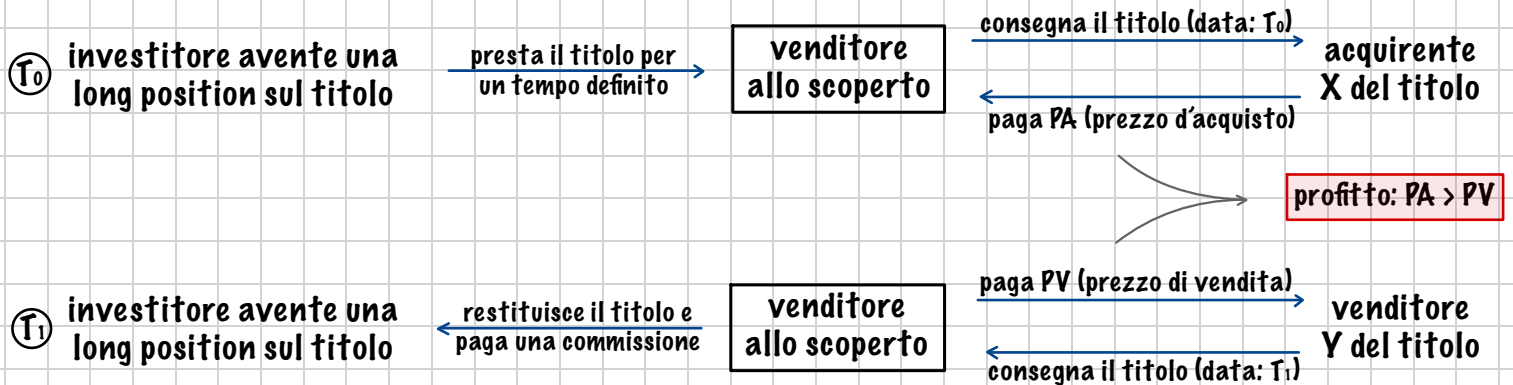
BROKER → non prende posizione, ha un ruolo di mediazione su mandato del cliente



FUNZIONI DEL BROKER

- ricerca della controparte
 - garanzia nelle transazioni
 - altri servizi
- consulenza (es. definizione limite di prezzo)
 - mediazione nel prestito titoli → vendita allo scoperto
 - finanziamento (prime brokerage) → leva finanziaria

VENDITA ALLO SCOPERTO



la banca prende in prestito da un investitore un titolo e lo dà ad un venditore allo scoperto, che a sua volta lo vende (aspettandosi in data futura una riduzione del suo valore) → a scadenza, il venditore allo scoperto deve riacquistare il titolo, a prezzo di mercato, per restituirlo all'investitore che lo aveva prestato all'inizio

*la banca dà una commissione a chi presta i titoli e ne ottiene un'altra (maggiore) da chi li vende allo scoperto

LEVA FINANZIARIA

leva finanziaria: meccanismo tramite cui si aumenta il potere d'investimento usando capitale in prestito

- la banca concede un prestito a un investitore, permettendogli di disporre di un capitale maggiore di quello che possiede, e trattiene un margin come forma di garanzia per coprire eventuali perdite
- l'investitore utilizza il capitale concesso in prestito per acquistare asset di valore maggiore rispetto al proprio capitale iniziale, con l'obiettivo di ottenere un rendimento maggiore del costo del prestito

rendimenti > costo del prestito → il profitto netto in relazione al proprio capitale è molto maggiore
 rendimenti < costo del prestito → la perdita netta in relazione al proprio capitale è molto maggiore

SENZA LEVA

titoli	mezzi propri
100	100

caso 1: titoli ↑ [100 → 110]

titoli	mezzi propri
110	110

rendimento = $10/100 = 10\%$

caso 2: titoli ↓ [100 → 90]

titoli	mezzi propri
90	90

rendimento = $-10/100 = -10\%$

CON LEVA

titoli	debito	mezzi propri
100	80	20

caso 1: titoli ↑ [100 → 110]

titoli	debito	mezzi propri
110	81	29

rendimento = $9/20 = 45\%$

caso 2: titoli ↓ [100 → 90]

titoli	debito	mezzi propri
90	81	9

rendimento = $-11/20 = -55\%$

margin banca = 1

DEALER / MARKET MAKER

→ prende posizione, acquista da chi vende e vende da chi acquista



sia il dealer che il market maker assumono **rischi**

se non è in grado di rivendere a un prezzo maggiore il titolo acquistato a prezzo bid

se non riesce ad acquistare a un prezzo minore il titolo che si è impegnato a vendere a prezzo ask

- tiene il titolo in bilancio
 - vende in perdita

- acquista in perdita
 - vende allo scoperto

1) INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: SGR E FONDI DI INVESTIMENTO

gestione collettiva: servizio di gestione di organismi d'investimento collettivo del risparmio e relativi rischi

⇒ gli **organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR)**

- raccolgono il patrimonio fra più investitori mediante emissione e offerta di quote o azioni
- gestiscono il patrimonio in maniera autonoma ma nell'interesse degli investitori
- allocano il patrimonio in asset finanziari in base a una politica di investimento predefinita

→ a seconda dei diritti vantati dai sottoscrittori, gli OICR si distinguono in aperti e chiusi:

- **OICR aperti** → i sottoscrittori possono aderire al collocamento e richiedere il rimborso della quota / azione (riscatto) sul patrimonio dell'OICR in ogni momento

- **OICR chiusi** → i sottoscrittori possono solo aderire al collocamento mentre il rimborso della quota/azione (riscatto) può essere richiesto a scadenze predefinite

→ l'uscita in momenti diversi è possibile liquidando la posizione sul mercato secondario

→ esistono due schemi alternativi per a gestione collettiva del risparmio:

- **forma contrattuale**

↳ l'OICR non è un ente legale a se stante, ma un semplice patrimonio autonomo (fondo comune di investimento), gestito da una società esterna (Italia: SGR, società di gestione del risparmio)

- **forma societaria**

↳ l'OICR è una persona giuridica e gli investitori ne sono azionisti: partecipazione tramite azioni (SICAV: società di investimento a capitale variabile, SICAF: società di investimento a capitale fisso)

SICAV

società di investimento a capitale variabile (SICAV): società per azioni il cui unico oggetto è l'investimento collettivo di un patrimonio raccolto presso il pubblico mediante l'emissione di titoli azionari (**OICR aperte**)

SICAF

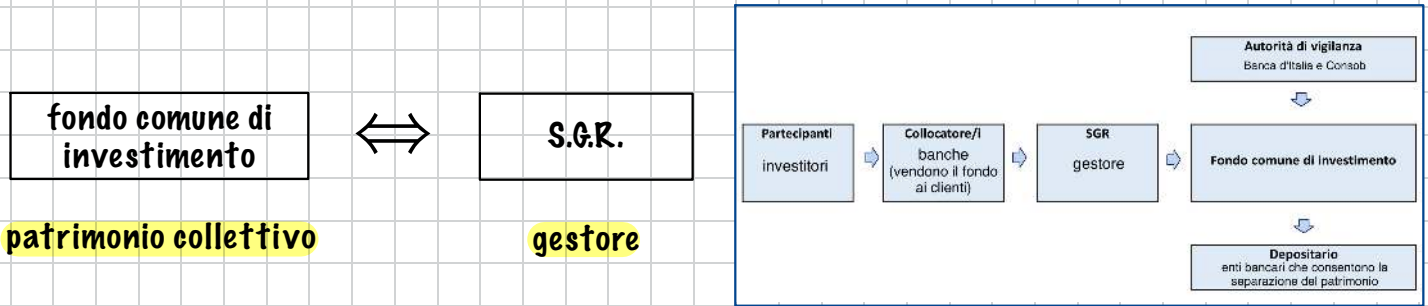
società di investimento a capitale fisso (SICAF): società per azioni il cui oggetto esclusivo è l'investimento collettivo di un patrimonio raccolto presso il pubblico mediante l'emissione di titoli azionari (**OICR chiuse**)

SICAV / SICAF

⇒ patrimonio collettivo e gestore

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

fondi comuni di investimenti (FCI): patrimoni collettivi costituiti con le somme versate da una pluralità di investitori per usufruire di un servizio di gestione "in monte" del risparmio da parte di un'apposita società



il fondo comune di investimento (patrimonio autonomo rispetto a quello della SGR) risponde di obbligazioni contratte esclusivamente con il proprio patrimonio, su cui non sono ammesse azioni dei creditori della SGR

- il gestore amministra il fondo ma è il **depositario** che detiene il patrimonio in nome e per conto di terzi
- i fondi comuni di investimento sono soggetti in Italia a due **autorità di vigilanza: Banca d'Italia e Consob**
 - Banca d'Italia competente sul contenimento del rischio e sulla stabilità patrimoniale delle SGR
 - Consob competente per **trasparenza informativa e correttezza delle azioni degli intermediari**

⇒ i **partecipanti** del fondo, in funzione dell'importo versato, detengono un certo numero di quote, di ugual valore e con uguali diritti, in proporzione del quale partecipano ai profitti e alle perdite

la **quota** è una frazione del patrimonio del fondo, il cui valore (NAV) è calcolato dividendo l'ammontare del patrimonio netto (attività - passività) per il numero delle quote in circolazione

$$\text{NAV} = \frac{\text{attivo} - \text{passivo}}{\text{n}^\circ \text{ quote}}$$

il NAV dipende da tipo, quantità e prezzo dei titoli detenuti (fattori variabili → NAV cambia nel tempo)
capitale entrante nel fondo / NAV → numero di nuove quote scambiabili sul mercato

FUNZIONI

il funzionamento di un fondo comune di investimento prevede quattro attività essenziali:

- promozione, istituzione e organizzazione** del fondo e rapporti con i partecipanti (**SGR promotrice**)
- gestione delle risorse finanziarie raccolte** (**SGR gestore**, non sempre coincide con la SGR promotrice)
- custodia di strumenti finanziari e liquidità** costituenti il portafoglio del fondo (**depositario**)
- commercializzazione delle quote** (rete distributiva più efficiente e minori costi per gli investitori)

VANTAGGI

- maggiore diversificazione → maggiore frazionamento del rischio (a prescindere da quanto si è investito)
- accesso ad un servizio di gestione professionale (a costi sostenibili)
- maggiore tutela (autonomia del patrimonio del fondo + controlli operativi e contabili del depositario)
- possibilità di attuare strategie di investimento non disponibili per singoli investitori
- possibilità di convertire rapidamente gli investimenti in liquidità / rimborso quota (solo nei fondi aperti)

→ l'unico rischio è che l'SGR non sia efficiente e non riesca a sfruttare positivamente il capitale ricevuto

TIPOLOGIE DI FONDI DI INVESTIMENTO

è possibile classificare i fondi comuni di investimento sulla base di una serie di parametri alternativi

1. a seconda delle **modalità di entrata e di uscita**, si distinguono:

fondi comuni aperti → la sottoscrizione e/o il riscatto possono avvenire in ogni momento

il capitale del fondo è variabile (dipende dalle nuove sottoscrizioni e riscatti che nel tempo si producono) e la società gestore del fondo provvede al rimborso delle quote nel termine massimo previsto dalla legge

fondi comuni chiusi → l'ammontare complessivo del fondo da sottoscrivere è fissato al momento del lancio del fondo stesso e il rimborso avviene solo a scadenze predefinite

il capitale del fondo è fisso e non varia con nuove sottoscrizioni e/o riscatti, mentre lo smobilizzo prima del termine per il rimborso avviene solo con la vendita delle quote sul mercato secondario, con problemi di liquidità e di identificazione della controparte quando il fondo non è quotato su mercati regolamentati

investimenti non rapidamente liquidabili senza perdite di valore { immobili (fondi immobiliari o fondi real estate) e partecipazioni al capitale di rischio di società non quotate (fondi chiusi mobiliari o fondi di private equity)

2. a seconda dell'**oggetto dell'investimento**, si distinguono:

fondi comuni mobiliari → investimenti in asset finanziari (azioni, obbligazioni ecc.)

fondi comuni immobiliari → investimenti in immobili, diritti reali immobiliari ecc.

3. a seconda della **modalità di destinazione dei proventi**, si distinguono:

fondi comuni ad accumulazione di proventi → proventi periodici reinvestiti nel patrimonio del fondo

fondi comuni a distribuzione di proventi → proventi periodici distribuiti ai partecipanti del fondo

4. secondo la conformità alle direttive comunitarie sulla **libera circolazione di fondi in UE**, si distinguono:

fondi comuni armonizzati (UCITS) → fondi con sede in UE che rispettano i requisiti delle direttive

fondi aperti, mobiliari, destinati agli investitori dell'UE + politiche di investimento in linea con i criteri di diversificazione e frazionamento dei rischi (in questo caso vi è libera circolazione di fondi nei paesi membri)

fondi comuni non armonizzati (AIF) → fondi con sede in UE che non rispettano i requisiti o fondi con sede al di fuori dell'UE a prescindere dalle loro caratteristiche

la libera circolazione nei fondi di investimento alternativo (AIF) vale per la sola clientela professionale (soggetti con capacità ed esperienza specifiche in materia di investimenti e risorse finanziarie elevate)

	fondi aperti	fondi chiusi
fondi mobiliari	fondi mobiliari aperti (in genere armonizzati)	fondi private equity, venture capital e private debt (AIF)
fondi immobiliari	///	fondi real estate (AIF)

i **fondi mobiliari aperti** sono i più diffusi sono caratterizzati da elementi specifici

- modalità di sottoscrizione
- modalità di riscatto
- valorizzazione della quota
- politiche di investimento

FONDI DI INVESTIMENTO MOBILIARI APERTI

MODALITÀ DI SOTTOSCRIZIONE

la partecipazione al fondo si realizza con la sottoscrizione delle quote del fondo o con l'acquisto, a qualsiasi titolo, del certificato rappresentativo di esse, presso l'intermediario collocatore, che può non essere la SGR promotrice (tipicamente la sottoscrizione avviene per tramite di una banca incaricata della distribuzione)

la sottoscrizione delle quote ha luogo previa consegna della documentazione informativa:

- **prospetto informativo** → descrive soggetti e caratteristiche del fondo → (obiettivo di investimento, indice benchmark, strategia di gestione, rischi, rendimenti pregressi, ecc.)
- **regolamento del fondo** → descrive le regole di funzionamento del fondo

MODALITÀ DI RISCATTO

nei fondi mobiliari aperti è possibile richiedere il rimborso ad ogni data di valorizzazione della quota

la domanda di rimborso va presentata o inviata dall'investitore alla SGR direttamente o tramite il collocatore che non oltre il primo giorno lavorativo successivo alla ricezione, la trasmette alla SGR

VALORIZZAZIONE DELLA QUOTA

la frequenza di valorizzazione è per legge almeno settimanale

il valore della quota del fondo - **net asset value (NAV)** - è costituito dalla somma del valore corrente delle attività in portafoglio (compresa la liquidità), al netto delle passività, diviso per il numero totale di quote

- nel calcolo del NAV, si conta:
- computo dei vari **investimenti** a prezzo di mercato
 - computo delle **risorse liquide** di pertinenza del fondo
 - individuazione della totalità dei **debiti** del fondo
 - calcolo pro rata temporis di **ratei passivi per commissioni** di gestione e di performance, per il compenso alla banca depositaria e per altri oneri posti a carico del fondo comune
- } **asset value lordo**

il NAV unitario di ogni valorizzazione è il riferimento per sottoscrizioni/riscatti del giorno corrispondente

POLITICA DI INVESTIMENTO

in funzione della politica di investimento, si distinguono due fondi comuni di investimento mobiliare aperti

- **fondi comuni a gestione attiva** → la SGR si propone di battere un indice benchmark rappresentativo di un determinato comparto del mercato mobiliare preso di riferimento
- **fondi comuni a gestione indicizzata** → la SGR si propone di replicare un indice benchmark di riferimento

indice benchmark

parametro oggettivo di riferimento costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da enti terzi e di comune utilizzo, coerente con i rischi dell'OICR, al quale confrontare il rendimento dell'OICR stesso

→ ex ante: strumento segnaletico delle caratteristiche di rischio del prodotto

→ ex post: strumento di valutazione dei risultati del fondo tramite confronto

dal 01/07/2000, nel prospetto informativo, va inserito il benchmark

il benchmark si limita a riflettere, in termini generali, il profilo di rischio- rendimento del fondo, ma è il tipo di strategia - attiva o indicizzata - a delineare l'ampiezza del profilo di rischio del portafoglio

COSTI DEI FONDI DI INVESTIMENTO

i costi che gravano sul servizio di gestione collettiva del risparmio si dividono in:

- **costi direttamente a carico dell'investitore**
- **costi direttamente a carico del patrimonio** → sono sempre sostenuti dagli investitori ma in modo indiretto (riduzione NAV attraverso rateo passivo)

- i costi direttamente a carico dell'investitore sono oneri volti per lo più a remunerare l'attività dei collocatori: commissione di sottoscrizione (entrata), commissione di rimborso (uscita) e diritti fissi
 - alcune categorie di sottoscrittori (es. istituzionali) hanno delle agevolazioni (meno commissioni)
 - talvolta sono i soggetti collocatori ad avere margine di discrezionalità sulle commissioni richieste
 - esistono fondi di investimento c.d. no load senza commissioni a carico diretto degli investitori

- i costi direttamente a carico dei fondi sono sopportati indirettamente dai sottoscrittori e prelevati dal patrimonio del fondo stesso (non sempre sono del tutto connessi alla remunerazione del servizio)

- commissione di gestione (obbligatoria) → compenso per il depositario
- commissione di performance (eventuale) → altri costi
- costi sulla compravendita di asset → es. contributo di vigilanza CONSOB

può accadere per uno stesso fondo vengano offerte differenti "classi" di quote con regimi commissionali differenti, così da dare la possibilità al sottoscrittore di scegliere l'opzione più adatta alle sue esigenze

⇒ una valutazione complessiva dei costi gravanti solo sul fondo si può compiere tramite l'analisi del TER

il **TER (Total Expense Ratio)** è un indice riassuntivo dell'incidenza delle commissioni sul patrimonio del fondo ed è calcolato come il rapporto percentuale fra oneri a carico del fondo e suo patrimonio medio

*negli oneri non si considerano quelli a carico diretto degli investitori, ma solo quelli a carico del fondo

⇒ una stima del costo complessivo sostenuto da un sottoscrittore può essere effettuata tramite il TSC

il **TSC (Total Shareholder Cost)** è un valore puramente stimato, calcolato ex ante e dato dal rapporto fra i costi gravanti sull'investitore (diretti o indiretti) e il valore medio del patrimonio del fondo

*il TSC coincide la somma del TER e di una stima dei costi annuali a carico dei sottoscrittori

*nell'UE tale indicatore si definisce RiY (Reduction in Yield), ossia incidenza annuale dei costi

CONFLITTI D'INTERESSE NEI FONDI D'INVESTIMENTO

i conflitti d'interesse si manifestano in presenza di situazioni di asimmetria informativa o di interessi disallineati fra i soggetti coinvolti nel rapporto (es. azionisti dell'SGR vs investitori del fondo comune)

→ **late trading**

possibilità di lucrare profitti dall'acquisizione di informazioni diramate dopo la chiusura del mercato

ad alcuni clienti privilegiati la richiesta di sottoscrizione delle quote del fondo, inoltrata dopo l'orario di scadenza, è comunque soddisfatta al prezzo del giorno corrente e non del successivo

→ **market timing**

si sfruttano le differenze di fuso orario e le correlate opportunità di arbitraggio (es. azioni)

FONDI HEDGE

i **fondi speculativi** sono fondi comuni di investimento alternativi (AIF) che non sono sottoposti a limiti prudenziali di rischio (propri dei fondi armonizzati UCITS) e adottano strategie volte a ricercare un c.d. "rendimento assoluto", indipendentemente dall'andamento complessivo che seguono i mercati finanziari

→ in Italia, i fondi speculativi

- non sono sottoposti a vincoli prudenziali (elevata libertà d'investimento delle risorse)
- prevedono una sottoscrizione minima iniziale di 100.000 euro

*le quote dei fondi speculativi italiani non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento

EXCHANGE TRADED FUND (ETF)

gli **ETF (Exchange Traded Fund)** sono prodotti finanziari che combinano caratteristiche dei fondi comuni aperti a gestione indicizzata (fondi/SICAV che replicano un indice benchmark) con quelle dei fondi chiusi

→ le quote degli ETF sono compravendute in un mercato secondario regolamentato (dopo la quotazione)

prima di poter essere negoziati nel mercato secondario, le quote vengono emesse e collocate sul mercato primario, al quale non partecipano gli investitori ma istituzioni finanziarie autorizzate

nel mercato primario:

1. **promotore/sponsor dell'ETF** → soggetto che stabilisce il benchmark e si occupa della gestione
2. **participating dealer** → istituzioni autorizzate a sottoscrivere e riscattare le quote dell'ETF (avendo da/dando a lo sponsor cassa o titoli corrispondenti alla quota)
3. **market maker** → attori il cui scopo è fornire liquidità alle negoziazioni sul mercato secondario e che, pertanto, partecipano come participating dealer nel mercato primario

nel mercato secondario:

non avviene alcun coinvolgimento dello sponsor dell'ETF: i partecipanti agli scambi sono unicamente participating dealer, market maker e **investitori finali (acquirenti e venditori tramite il loro broker)**

separare il processo di creazione e riscatto delle quote dalla fase di investimento e disinvestimento di piccoli risparmiatori evita allo sponsor la compravendita di titoli (+ costi) per ordini di entità limitata

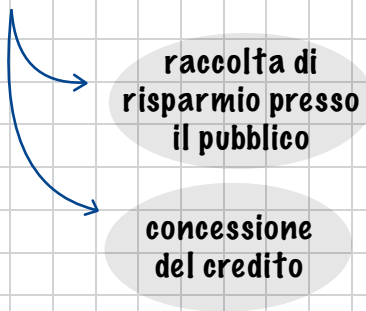
la possibilità di scambiare quote contro titoli in contropartita del participating dealer permette di ridurre la quantità di cassa detenuta per fare fronte ai riscatti, aumentando la massa investita

→ ciò consente allo sponsor di chiedere commissioni minori e rende quindi il fondo più attrattivo

la crescente popolarità degli ETF è strettamente legata sia alla facilità della negoziazione che alle basse commissioni addebitate per la gestione

2) INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA: BANCHE COMMERCIALI

l'attività bancaria è una forma di intermediazione creditizia, in cui il finanziamento dell'attività di erogazione dei prestiti avviene in prevalenza emettendo debito raccolto presso i risparmiatori



l'attività di raccolta del risparmio presso il pubblico può avvenire sotto forma di deposito o di altre forme

tuttavia solo le banche (e gli Stati sovrani) possono raccogliere fondi con scadenza a vista o con valenza del mezzo di pagamento a spendibilità generalizzata

FUNZIONE ALLOCATIVA

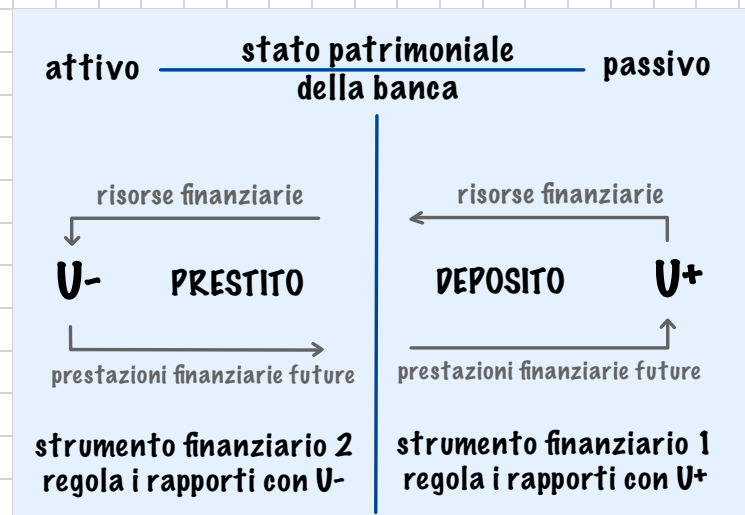
il ruolo primario delle banche sta nell'efficiente allocazione delle risorse nel sistema economico

il **circuito indiretto** e l'**interposizione del bilancio bancario** incrementano l'efficienza degli scambi:



si creano due strumenti finanziari distinti in termini di rischi e scadenza (per U- e U+)

trasformazione di scadenze, dimensioni, liquidità e rischi



FUNZIONE MONETARIA

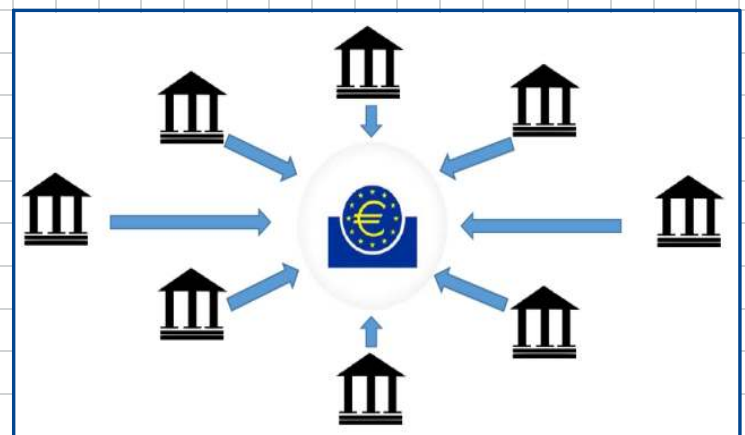
la banca svolge anche un ruolo essenziale nell'operatività del sistema dei pagamenti

i trasferimenti di fondi da un conto all'altro avvengono mediante scritture contabili sui libri della banca ordinante e del beneficiario



l'insieme di rapporti di debito-credito strutturano il **sistema dei pagamenti**

produzione di moneta scritturale/elettronica



nel sistema è coinvolta anche la Banca Centrale, presso la quale le banche hanno conti di deposito

FUNZIONE DI TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

la regolazione dell'offerta di moneta da parte delle Banche Centrali si attua con operazioni la cui controparte è data da banche commerciali

FUNZIONE DI GESTIONE DEI RISCHI



- rischio di credito
- rischio di liquidità
- rischio d'interesse

la conciliazione delle preferenze in tema di rischio ha degli importanti riscontri nella funzione allocativa

INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA

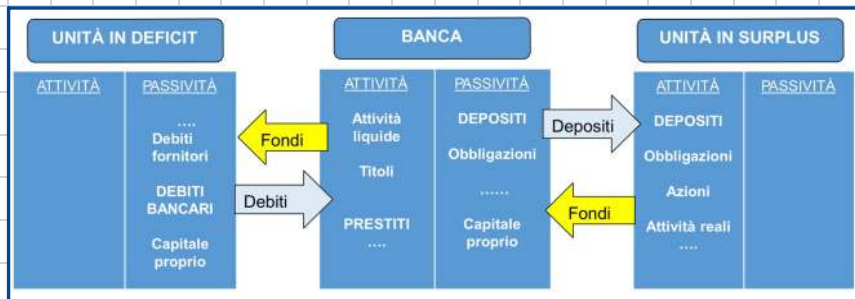
la funzione di intermediazione creditizia o allocativa consiste nel **trasferimento di risorse finanziarie**:

le banche si pongono come controparte diretta sia di **U+** che di **U-**, interponendosi giuridicamente ed economicamente fra questi attraverso distinti tipi di contratti (di raccolta presso i risparmiatori e di prestito nei confronti di imprese e famiglie)

datori di fondi [U+]



prenditori di fondi [U-]



1) le U+ sottoscrivono titoli emessi dalla banca



2) con i fondi raccolti la banca presta alle U-

- 1) depositi/titoli = passivo bancario
- 2) prestiti/titoli = attivo bancario

in un'economia senza intermediari finanziari:

→ le imprese con fabbisogni finanziari incontrerebbero problemi legati agli elevati costi di transazione
- raccogliere individualmente le risorse finanziarie presso un gran numero di singoli risparmiatori

→ i risparmiatori che volessero investire dovrebbero far fronte a problemi di asimmetria informativa
- valutare individualmente le probabilità di successo dei progetti e selezionare quelli validi ("merito di credito")
- effettuare individualmente le attività di monitoraggio sul progetto (remunerazione/rimborso del capitale)

sulle attività svolte, la banca spesso consegue sia **economie di scala** che **economie di scopo**, con i vantaggi informativi che ne derivano (es. clienti che chiedono prestiti e detengono depositi presso la stessa banca)

→ **relationship banking**: il rapporto banca/cliente da informazioni funzionali al rinnovo/cessione di altri crediti
ciò avvantaggia tutti gli attori del sistema finanziario, che contano su una banca più informata ed efficiente

RISCHIO DI CREDITO

il rischio di credito si manifesta come

- **rischio di insolvenza** → rischio che il cliente non sia in grado di onorare i propri debiti
- **rischio di migrazione** → rischio che si riduca il merito di credito del cliente debitore

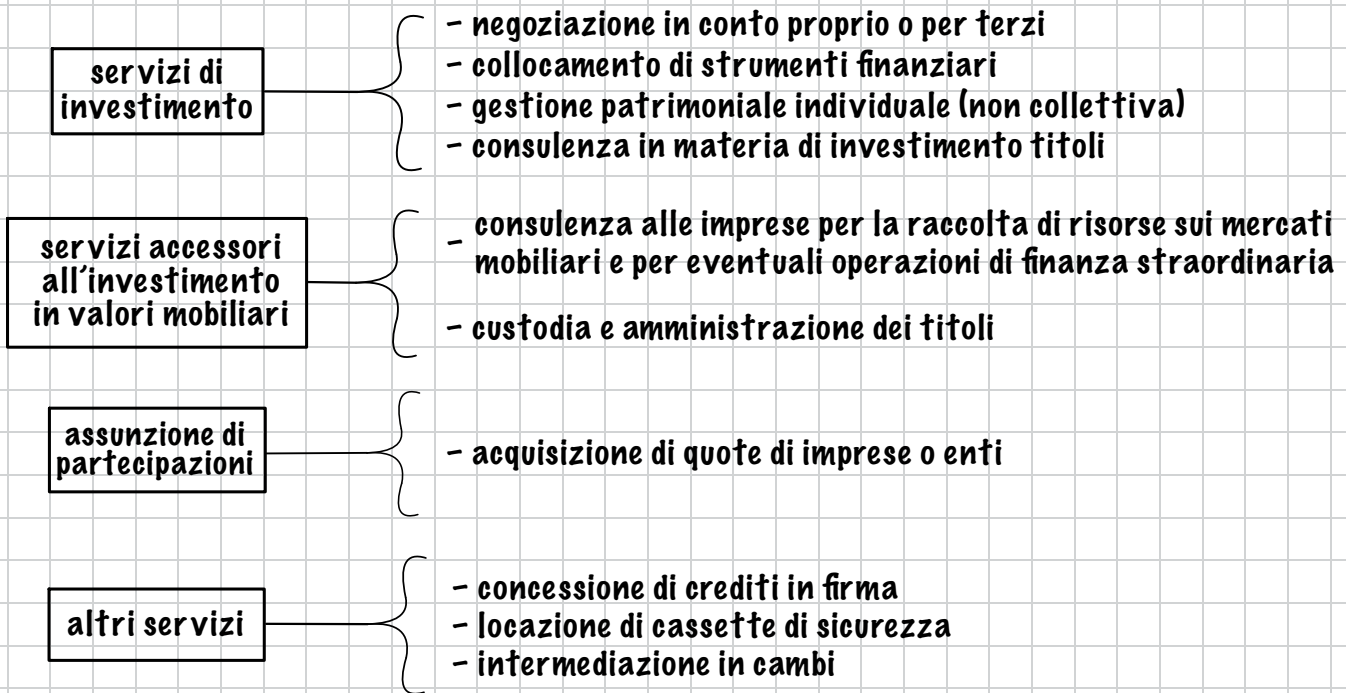
⇒ in entrambi i casi si riduce il valore dei prestiti nell'attivo del bilancio, generando delle perdite

la qualità del processo di valutazione e monitoraggio del credito è rilevante per

- **performance della banca** → minimizza le perdite sui crediti e riduce la necessità di finanziarsi, utilizzando costoso capitale di rischio
- **efficienza allocativa** → le risorse vengono destinate agli investimenti più produttivi, così da evitare fallimenti di mercato

SISTEMA BANCARIO ITALIANO

l'attività svolta dalle banche italiane, coerentemente con l'ordinamento europeo, comprende anche:



il sistema bancario italiano è regolato da norme riconducibili a due decreti legislativi:

- **TUB (Testo Unico Bancario)**: in materia bancaria e creditizia
- **TUF (Testo Unico della Finanza)**: in materia di intermediazione finanziaria

la forma giuridica delle banche in Italia può essere esclusivamente di due tipi:

- **SPA (Società Per Azioni)**
- **SCRL (Società Cooperativa a Responsabilità Limitata)**
 - **Banche Popolari**
 - **Banche di Credito Cooperativo (BCC)**

le differenze riguardano i vincoli di partecipazione dei soci al capitale della banca

- nelle SpA un socio può possedere fino al 100% delle azioni della banca
- nelle Banche Popolari nessun socio può detenere oltre l'1%
- nelle BCC nessun socio detiene azioni per un nominale superiore a 100k €

oggi le banche scelgono una scelta strategica sulle attività da svolgere sulla base di due parametri:

- **paletti dell'ordinamento finanziario** sull'attività bancaria
- valutazioni in termini di **specializzazione o diversificazione**



BANCA DIVERSIFICATA: MODELLO ISTITUZIONALE

- **Banca Universale** svolge tutte le attività bancarie (raccolta, credito, servizi, partecipazioni)

→ attività svolte in via diretta: unico soggetto giuridico e unica società

vantaggi della Banca Universale:

- maggiore efficacia dei sistemi di coordinamento strategico e di controllo
- risparmi dei costi fissi legati alla costituzione di società distinte

- **Gruppo Bancario** caratterizzato dalla presenza di una strategia comune e di coordinamento

- alcune attività sono separate e svolte all'interno di diversi soggetti giuridici specifici
- attività di coordinamento svolta da un soggetto che assume la funzione di capogruppo (**holding**)
 - assegnazione alle diverse banche di compiti specifici in termini di prodotti-servizi offerti
 - assegnazione alle diverse banche di aree territoriali di competenza

l'ordinamento italiano configura anche il caso di istituzioni finanziarie, non bancarie, che svolgono attività tipicamente effettuate dalle banche (non la raccolta di risparmio presso il pubblico sotto forma di depositi)

un soggetto operante sul mercato del credito (mutui, leasing) acquisisce lo status di intermediario creditizio non bancario ⇒ **società finanziaria**

un soggetto operante sul mercato dei servizi di investimento acquisisce lo status di intermediario mobiliare non bancario ⇒ **società di intermediazione mobiliare (SIM)**

un soggetto operante sul mercato dei servizi di gestione collettiva del risparmio (patrimoni) acquisisce lo status ⇒ **SGR o SICAV / SICAF**

*in un Gruppo Bancario può capitare che alcune delle partecipate non sono banche ma **società-prodotto**

vantaggi del Gruppo Bancario:

- maggiore flessibilità operativa nella gestione delle attività (unità giuridicamente autonome)
- possibilità di concedere ampia autonomia alle singole società del gruppo
- possibilità di coinvolgere eventuali soci solo in specifiche attività svolte (**partnership mirate**)

a partire dagli anni '90 si assiste a un fenomeno di progressiva concentrazione del sistema bancario

OPERAZIONI BANCARIE: OPERAZIONI DI RACCOLTA

la banca pone in essere operazioni di raccolta per acquisire risorse finanziarie dal pubblico dei risparmiatori al fine di finanziare l'erogazione dei prestiti e l'acquisizione di titoli (funzione di intermediazione creditizia)

nelle operazioni di raccolta la banca assume una posizione debitoria verso la clientela (emette passività)

- capitali acquisiti → proprietà della banca (c.d. raccolta diretta)
- remunerazione delle operazioni → interessi passivi di conto economico

alle operazioni di raccolta si associa l'assunzione del **rischio di liquidità** { possibili e inattesi prelevamenti massicci da parte dei depositanti

⇒ vi sono svariate operazioni di raccolta tuttavia l'investimento in questi strumenti è sempre caratterizzato da due componenti → remunerazione
moneta

le banche effettuano operazioni con diversi profili e finalità per soddisfare tutte le esigenze della clientela

DEPOSITI-MONETA	depositi in cui prevale la finalità monetaria (bisogno dei clienti di trasferire moneta a terzi per il regolamento delle transazioni)	• conto corrente passivo
DEPOSITI-TEMPO	depositi in cui prevale la finalità remunerativa (bisogno dei clienti di conservare ed aumentare il proprio potere d'acquisto nel corso degli anni)	• depositi a risparmio • conti di deposito • certificati di deposito
ALTRE FORME	depositi volti sempre alla finalità remunerativa (di investimento) da parte del cliente, ma che non costituiscono forme di deposito in senso stretto	• pronti contro termine • obbligazioni bancarie

CONTO CORRENTE PASSIVO

il **conto corrente passivo** è un deposito-moneta dotato di massimo grado di liquidità, poiché rimborsabile in ogni momento su richiesta del depositante (c.d. passività a vista), ed è la forma di raccolta più diffusa

attività del cliente sul conto corrente passivo {
→ **deposito di moneta** legale presso la banca
→ **trasferimento di moneta** legale (prelievi o strumenti di pagamento)
→ **accesso ad altri servizi** bancari

a ogni operazione di accredito/addebito, poste dal cliente con ordini di versamento/prelevamento, la banca attribuisce una valuta, ossia una data a partire dalla quale decorrono/cessano gli interessi attivi/passivi

→ ciò determina la configurazione di varie forme di saldo di conto corrente:

- saldo liquido → espressione algebrica di tutte le operazioni per le quali la valuta è maturata
- saldo contabile → espressione di tutte le operazioni a prescindere dalla maturazione della valuta
- saldo disponibile → espressione di tutte le operazioni di cui la banca ha verificato il buon fine
esistenza delle risorse corrispondenti all'operazione nel conto di chi la effettua

l'obbligo di rendicontazione al cliente da parte della banca si esplica tramite invio periodico di tre documenti:

- **estratto conto** → riepilogo delle operazioni basato sull'ordine cronologico della data di esecuzione
- **conto scalare** → riepilogo dei saldi relativi a ogni operazione in base all'ordine cronologico delle valute
- **prospetto competenze e spese** → riepilogo dell'importo di interessi attivi/passivi, ritenuta fiscale su interessi attivi, commissioni, imposta di bollo e spese relative al c/c

la finalità del conto scalare è la determinazione degli eventuali interessi a credito o a debito per il cliente

la predisposizione del conto scalare richiede:

1. calcolo dei **salidi debitori o creditori per valuta** (salidi dei conti nelle date fra un'operazione e l'altra)
2. calcolo dei **giorni** (n° di giorni in cui quel saldo rimane invariato fino alla successiva operazione)
3. calcolo dei **numeri debitori o creditori** (moltiplicazione fra saldi e numero di giorni corrispondenti)
4. calcolo degli **interessi da liquidare** (in riferimento ai numeri debitori / creditori e ai tassi prefissati)

Estratto conto al 31/12/2017					Conto scalare al 31/12/2017							Prospetto competenze e spese al 31/12/2017		
Data	Causale	Importo (D)	Importo (A)	Valuta	Movimenti (D)	Movimenti (A)	Salidi valuta (D)	Salidi valuta (A)	Valuta	Giorni	Numeri (D)	Numeri (A)		
03/10/2017	Apertura c/c con versamento contanti		5000	03/10/2017									Interessi lordi = $410500 \times 1/36500$	11,25
10/10/2017	Versamento assegno bancario banca Beta fuori piazza		1500	15/10/2017	200	5000	5000	6300	03/10/2017	12		60000	- Ritenuta 26%	2,93
12/10/2017	Pagamento utenza (scadenza 15/10/2017)	200		15/10/2017	1800	1500	6300	4500	15/10/2017	21		132300	Interessi netti	8,33
05/11/2017	Bonifico a favore di terzi	1800		05/11/2017	1300		4500	3200	05/11/2017	30		135000	- Spese tenuta conto	10,00
05/12/2017	Prelevamento di contanti	1300		05/12/2017			3200		05/12/2017	26		83200	- Spese per operazione	2,50
												410500	Competenze a favore del cliente	-4,18

accanto alle forme tradizionali di conto corrente, le banche offrono tipologie di conto in grado di:

- coniugare la gestione della liquidità a finalità d'investimento del risparmio

CONTI CORRENTE ONLINE → consente di compiere operazioni online in qualsiasi momento

CONTI LIQUIDITÀ → associato all'investimento in enti di gestione risparmio collettivo

- enfaticizzare la funzione di conto corrente come strumento di gestione della liquidità (meno onerosità)

CONTI A PACCHETTO → prevedono il pagamento di canoni per l'accesso a specifiche operazioni

CONTI DI SERVIZIO → strumenti a remunerazione bassa/nulla (assenza di spese di gestione)

- raggiungere specifiche categorie di clienti proponendo offerte mirate alle loro esigenze

CONTI CONVENZIONATI → prevedono il medesimo trattamento economico per tutti i clienti

CONTI A TARGET → prevedono condizioni economiche prestabilite, applicate a categorie di clienti rientranti nel target commerciale, su richiesta degli stessi

i conti correnti passivi sono esposti al **rischio di credito** (la banca non dispone di liquidità per restituire le somme depositate), mitigato dall'assicurazione del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi fino a 100k €

DEPOSITI A RISPARMIO

il **deposito a risparmio** è un deposito-tempo che consente alla clientela di ottenere una remunerazione dall'investimento, concedendo la possibilità di disporre più o meno liberamente delle somme depositate
→ in altre parole la banca raccoglie risorse sottratte più o meno durevolmente al risparmio

alla stipula del contratto, il cliente riceve il c.d. **libretto di deposito**, un documento nominativo (solo il proprietario può ottenere le prestazioni) su cui si annotano tutte le operazioni di prelievo/versamento

in base alla modalità di movimentazione del deposito a risparmio, si distingue fra

DEPOSITI A RISPARMIO LIBERI

→ il depositante dispone delle somme in ogni momento senza vincoli

DEPOSITO A RISPARMIO VINCOLATI

→ il depositante si impegna a non procedere ad operazioni di prelievo per un dato periodo determinato o a farlo con congruo preavviso

anche i depositi a risparmio sono esposti al **rischio di credito** e come i conti correnti godono della copertura offerta dall'assicurazione del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (fino a un limite massimo di 100k €)

i conti di deposito a differenza dei conti correnti passivi non prevedono l'accesso al sistema dei pagamenti, però offrono generalmente maggiori tassi di interesse (= maggiori rendimenti) e nessuna spesa di gestione

i conti di deposito sono tipicamente abbinati ad un conto corrente di corrispondenza (c.d. conto di appoggio) tramite cui vengono effettuate le operazioni di versamento di prelievamento dei fondi sul/dal primo conto

altre operazioni bancarie tipiche (bonifici, prelievi tramite sportelli o carte di credito/debito) sono inibite

PRONTI CONTRO TERMINE

il **pronti contro termine** è uno strumento articolato in due operazioni: una a pronti e una contrapposta e contestuale a termine, poste in essere fra medesimi soggetti, su medesimi titoli e per importi nominali

un soggetto realizza una vendita di titoli a pronti (raccogliendo risorse finanziarie) con il contestuale impegno a riacquistare a termine la stessa quantità di titoli, della stessa specie, a un prezzo prefissato a seconda della posizione assunta dalla banca nell'operazione, quest'ultima può configurarsi come:

PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVO

→ la controparte acquista a pronti da una banca (raccolta)

PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVO

→ la controparte vende a pronti a una banca (finanziamento)

⇒ le operazioni di pronti contro termine non sono standardizzate, poiché risultano dall'accordo bilaterale fra controparti, relativamente a durata, importi, titoli sottostanti e rendimento

il regime fiscale prevede una ritenuta fiscale del 26% sui proventi dell'operazione (12,5% per titoli di Stato)

tipologie di operazioni	banca / clientela ordinaria	operazioni di raccolta (la banca vende titoli a pronti) con durata 15gg - 6 mesi e taglio minimo circa 25k €
	banca / banca centrale	operazioni di mercato aperto (OMA), per max 15gg al fine di regolare la liquidità del sistema finanziario
	banca / banca	operazioni di mercato interbancario volte a raccogliere o impiegare temporaneamente delle risorse finanziarie (prevedono durata 1 - 90gg e tagli minimi di 2,5 mln €)

CERTIFICATI DI DEPOSITO

i **certificati di deposito** sono titoli emessi dalle banche presso la clientela ordinaria (retail) a fronte di somme di denaro depositate per un determinato periodo di tempo *esistono anche quelli interbancari

esistono diverse tipologie di certificati di deposito, per soddisfare le esigenze di investimento della clientela:

→ si classificano in base a due parametri: **durata** e **tasso d'interesse**

CERTIFICATI DI DEPOSITO A BREVE TERMINE → con scadenza fra 1 gg e 18 mesi

CERTIFICATI DI DEPOSITO A MEDIO TERMINE → con scadenza fra 18 e 60 mesi

CERTIFICATI DI DEPOSITO A TASSO FISSO → per titoli senza cedola o con cedola fissa

CERTIFICATI DI DEPOSITO A TASSO VARIABILE → parametro di riferimento di tipo monetario

il regime fiscale prevede una ritenuta fiscale del 26% sui proventi dell'operazione (12,5% per titoli di Stato)

MERCATO PRIMARIO e SECONDARIO

1. le banche emettono certificati di deposito adottando il **meccanismo di collocamento "a rubinetto"**

2. il mercato secondario dei certificati di deposito è molto sottile (**pochissima liquidità**) per via della limitata standardizzazione delle operazioni con riferimento agli importi e alle date di emissione

le banche cercano di compensare ciò:

- riacquistano dalla clientela i certificati emessi (se vita residua > 18 mesi)
- costituiscono società specializzate nella loro negoziazione
- ricercano prima della scadenza le controparti acquirenti per lo smobilizzo

CALCOLO DEGLI INTERESSI E DEL RENDIMENTO

pronti contro termine

il rendimento è calcolato secondo il regime di capitalizzazione semplice

$$R = \left(\frac{PV}{P} - 1 \right) \times \frac{360}{n}$$

R = rendimento netto
n = durata
PV = prezzo a termine
P = prezzo a pronti

certificati di deposito

scadenza > 1 anno → capitalizzazione composta
scadenza < 1 anno → capitalizzazione semplice

$$R = \left(\frac{VF}{VI} \right)^{\frac{360}{90}} - 1$$

$$R = \left(\frac{VF}{VI} - 1 \right) \times \frac{360}{n}$$

VF = importo netto a scadenza // VI = importo depositato

gli interessi si calcolano secondo la convenzione dell'anno civile (365gg), e su essi si calcola e si sottrae il 26% di ritenuta fiscale

$$I = P \cdot i \cdot (n/365) \quad PV = P + I \cdot (1 - 0,26)$$

$$I = VI \cdot i \cdot (n/365) \quad VF = VI + I \cdot (1 - 0,26)$$

OBBLIGAZIONI BANCARIE

le **obbligazioni bancarie** sono titoli di debito emessi da banche per raccogliere risorse a medio-lungo termine

→ hanno funzionamento e caratteristiche analoghi alle obbligazioni societarie

OPERAZIONI BANCARIE: OPERAZIONI DI IMPIEGO

le operazioni di impiego sono le operazioni tramite cui la banca eroga prestiti a imprese o soggetti privati

FIDO BANCARIO

la banca mette a disposizione dei clienti una somma di denaro (o garantisce che lo farà al bisogno) definendo le modalità tramite cui l'affidato può utilizzare le somme concesse

→ la concessione del fido dipende dall'istruttoria, ossia il processo volto a valutare la capacità di rimborso del richiedente (merito creditizio), e di conseguenza il profilo di rischio dell'operazione



IMPIEGHI

la banca eroga prestiti ai clienti, mediante operazioni con diverse "forme tecniche"

→ le operazioni d'impiego si articolano in diverse forme in base alla loro classificazione secondo:

- modalità di utilizzo
- grado di rischio
- modalità di rimborso
- tempo di rimborso

il fido assume la caratterizzazione dell'impiego nel momento in cui l'affidato fa uso della somma messa a disposizione dalla banca, la quale rileva un'erogazione, ossia un esborso/impiego concreto di capitale

MODALITÀ DI UTILIZZO

PRESTITI PER CASSA

la banca eroga le somme finanziarie al cliente, che verranno rimborsate in date future insieme alla remunerazione per il servizio costituita da interessi attivi

→ es. apertura di credito in c/c, mutuo, smobilizzo di crediti commerciali

PRESTITI PER FIRMA

la banca garantisce il regolare adempimento di una obbligazione finanziaria del cliente e riceve come forma remunerativa del servizio delle commissioni attive

l'esborso della banca assume carattere di eventualità, in quanto ha luogo solo nel caso in cui il cliente affidato sia inadempiente per le obbligazioni contratte

→ le principali forme di prestito per firma sono l'avallo e la fideiussione

MODALITÀ DI RIMBORSO

*solo prestiti per cassa

PRESTITI DIRETTI

il rimborso del capitale alla banca avviene direttamente da parte dell'affidato

PRESTITI AUTO-LIQUIDABILI

il rimborso del capitale alla banca avviene da parte di terzi debitori dell'affidato

- autoliquidabili in senso stretto: pro soluto → la banca non può rivalersi sull'affidato
- autoliquidabili in senso lato: pro solvendo → la banca può rivalersi sull'affidato

condizione necessaria: presentazione alla banca di effetti o fatture non scadute comprovanti l'esistenza del credito in capo all'affidato nei confronti del debitore

GRADO DI RISCHIO

PRESTITI GARANTITI

accompagnati da garanzie reali attivabili dalla banca in caso di inadempienza

→ es. mutuo (ipoteca su beni immobili) o anticipazione su pegno (pegno su beni mobili)

PRESTITI IN BIANCO (CHIROGRAFARI)

non assistiti da alcuna garanzia nei confronti della banca da parte dell'affidato

TEMPO DI RIMBORSO

PRESTITI A REVOCA

non è prevista nessuna scadenza contrattuale e le parti hanno la possibilità di estinguere il contratto in ogni momento comunicando la revoca, con preavviso

es. apertura di credito in conto corrente

PRESTITI A TERMINE

in sede contrattuale è definito un piano di rimborso che in base alla sua durata permette la distinzione fra i prestiti a breve termine e a scadenza protratta

es. mutuo (con relativo piano di ammortamento)

- prestiti a breve termine → durata del contratto inferiore a 18 mesi
↳ destinati principalmente al finanziamento del capitale circolante di aziende
- prestiti a scadenza protratta → finanziamenti a medio-lungo termine
↳ destinati principalmente al finanziamento di investimenti pluriennali

SERVIZI DI PAGAMENTO

i principali servizi erogati dalle banche alla clientela sono i servizi di investimento (intermediazione mobiliare) e i servizi di pagamento

la banca svolge la funzione monetaria creando strumenti e ordini di pagamento collegati a conti correnti di corrispondenza preesistenti agevolando lo scambio di natura monetaria in modo ordinato ed efficiente

ASSEGNI (CARTOLARI)

titoli di credito con l'ordine incondizionato, che il titolare dell'assegno impartisce alla banca, di effettuare un pagamento a vista di una data somma al beneficiario

- assegni circolari — la copertura dell'assegno è preconstituita e si può effettuare il pagamento presso qualunque filiale della banca emittente
- assegni bancari — la copertura dell'assegno non è preconstituita e questo può essere emesso solo presso la propria filiale di riferimento

BONIFICI E ORDINI AUTOMATICI

ordini di pagamento di tipo elettronico impartiti dal cliente alla banca in modo che questa paghi gli importi definiti, ad una data scadenza e a un dato soggetto

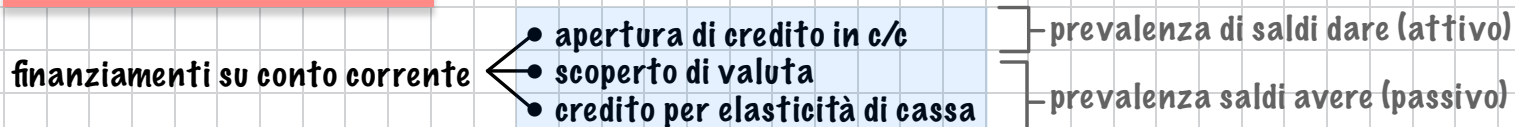
CARTE DI CREDITO

strumenti di pagamento elettronici (tessere magnetiche) usate per acquistare beni/servizi o ottenere anticipi di moneta presso le banche aderenti al circuito
→ il regolamento delle transazioni avviene al ricevimento dell'estratto conto

CARTE DI DEBITO e CARTE PREPAGATE

strumenti di pagamento elettronici (tessere magnetiche) usate per prelevare denaro agli sportelli o regolare transazioni commerciali presso i punti vendita
→ per il funzionamento è richiesto un PIN (es. POS per l'acquisto di beni/servizi)

PRESTITI PER CASSA



sconfinamento → utilizzo di importi maggiori rispetto a quelli oggetti del fido concesso con l'apertura in c/c
→ finanziamento privo di schema contrattuale formalizzato e con importo e durata limitati

APERTURA DI CREDITO IN C/C

la banca permette al cliente di effettuare operazioni a debito sul proprio conto corrente per importi maggiori delle sue disponibilità, nei limiti del fido accordato

FINALITÀ → sopperire a fabbisogni finanziari legati alla dinamica del capitale circolante dell'azienda

GARANZIA → operazione tipicamente non assistita da garanzia

DURATA → operazione tipicamente a breve termine (durata < 18 mesi)

SCADENZA → può essere indeterminata o determinata

TIPOLOGIE

- apertura di credito ordinario** → il cliente può effettuare operazioni di prelievo, al fine di usufruire liberamente della disponibilità, e di versamento, per ripristinarla
- apertura di credito semplice** → il cliente può usare l'intero importo del fido, ma non ha la possibilità di ripristinare la disponibilità accordata con successivi versamenti

COSTI TIPICI

- interessi passivi** → calcolati e capitalizzati in via posticipata sulle somme utilizzate
- commissione disponibilità fondi** → percentuale del fido (max 0,5% trimestrale) a prescindere dall'ut
- commissione di istruttoria veloce (CIV)** → in caso di sconfinamento (maggiore di 500€ o di durata >

la commissione disponibilità fondi remunera l'impegno della banca di fare fronte alle richieste di utilizzo del fido concesso, la CIV remunera l'impiego di risorse in eccedenza rispetto a quelle erano state concesse

SCOPERTO DI VALUTA

differenza (negativa) tra il saldo contabile del conto (estratto conto) e il saldo per valuta (conto scalare), entrambi riferiti alla stessa data

SCOPERTO DI CONTO

CREDITO PER ELASTICITÀ DI CASSA

anticipo da parte della banca di somme di cui il beneficiario disporrà nel breve termine (importi contenuti ma comunque eccedenti la disponibilità)

ANTICIPAZIONE SU PEGNO

cessione del possesso (non proprietà) di beni da parte del cliente in favore della banca: questa li valuta ed eroga un prestito che il cliente si impegna a ripagare

- se il cliente non adempie l'obbligazione, la banca ha diritto a rivalersi sul bene per recuperare il credito
- l'importo del prestito erogato è pari al valore del bene al netto di un **c.d. scarto di garanzia** (percentuale)
- *anticipazioni: su titoli (scarto di garanzia 20% - 50%) /// su merci (scarto di garanzia fra 30% - 70%)

NATURA → due contratti: contratto principale di prestito e contratto accessorio di pegno

GARANZIA → prestito garantito da pegno su merci, valori mobiliari o crediti (es. cambiali, fatture...)

DURATA → operazione tipicamente a breve termine (durata < 18 mesi)

TIPOLOGIE

- anticipazioni in conto corrente** → linee di credito, di importo pari al valore della perizia al netto dello scarto di garanzia, usate e ripristinate ripetutamente dal cliente
- anticipazioni per somma a scadenza fissa** → accredito del valore nominale al netto di interessi prefissati (indipendentemente dall'uso del credito) e scarto di garanzia

smobilizzo di crediti commerciali a breve termine

- sconto cambiario
- anticipo su portafoglio
- anticipo su fatture
- factoring

la banca concede finanziamenti all'impresa attraverso l'anticipo dei crediti commerciali da essa detenuti

→ è una forma di prestito autoliquidabile in senso lato (**pro-solvendo**), il cui rimborso avviene solo qualora il soggetto terzo debitore del cliente non sia in grado di onorare il pagamento del debito verso la banca



SCONTO CAMBIARIO

la banca anticipa al cliente l'importo nominale, al netto degli interessi, salvo buon fine, del credito vantato verso un terzo (documentato da titoli di credito)

- la banca effettua attività istruttoria finalizzata a verificare il **merito di credito** del cliente
- la banca determina il **c.d. castelletto**: importo massimo di utilizzo della linea di credito concessa
- ⇒ gli interessi sono calcolati in via anticipata e sono determinati sull'intero valore nominale dei titoli (lasso temporale di calcolo: dalla data dello sconto a quella di scadenza dell'effetto + "giorni banca")

ANTICIPO SU PORTAFOGLIO

la banca accredita al cliente un importo pari alle ricevute cambiarie presentate all'incasso, con data valuta però successiva alla data di scadenza degli effetti

→ il cliente è tenuto al pagamento degli interessi maturati solo sulle somme effettivamente utilizzate

lo smobilizzo avviene tramite:

- **accredito diretto in conto corrente**
- **uso di un conto transitorio fruttifero salvo buon fine**

la banca addebita l'importo su un conto c.d. transitorio a cui l'azienda attinge solo quando il cliente paga l'effetto: si registra uno scoperto di valuta (intanto l'azienda paga gli interessi sull'importo "bloccato")

ANTICIPO SU FATTURE

la banca mette a disposizione dell'azienda un importo tipicamente pari a circa il 70% - 80% dell'importo nominale delle fatture emesse nei confronti dei clienti

→ in caso di mancato pagamento delle fatture, la banca chiede la restituzione delle somme

FACTORING

l'azienda smobilizza i propri crediti commerciali e ne demanda la gestione alla banca/società di factoring (c.d. factor) con formula pro soluto o pro solvendo

→ può essere prevista: {

- **esclusività**: divieto del cedente di intrattenere rapporti con altri factor
- **globalità**: obbligo di cessione di tutti i crediti derivanti dal business aziendale

→ a seconda della formula adottata, la remunerazione dovuta al factor può comprendere:

- **componente interessi**
- **spese di tenuta conto e di incasso**
- **commissioni per il servizio di gestione dei crediti**
- **commissioni per servizi di garanzia per rischi di inadempienza**

MUTUO (LOAN)

la banca presta al cliente un importo, che questi si impegna a restituire, con interessi, attraverso rate periodiche entro un determinato periodo di tempo

NATURA	→ il rimborso avviene un piano di ammortamento articolato in rate periodiche
GARANZIA	→ operazione con garanzia reale (in genere iscritta sul bene per il cui acquisto si contrae il mutuo)
DURATA	→ scadenza a medio-lungo termine (durata 5-30 anni, estensibile a 40)

Loan To Value: rapporto che indica la percentuale del valore del bene finanziata dalla banca tramite mutuo

→ l'importo finanziato è indicativamente pari all'80% del valore del bene

la banca non finanzia l'intero mutuo (LTV = 100%) in quanto qualora il cliente sia inadempiente e il valore del bene scenda, alla rivendita di questo (per il recupero del credito), la banca registrerebbe un collaterale

interessi: il **tasso d'interesse** di riferimento per il calcolo degli interessi può essere fisso o variabile

→ esistono mutui a tasso misto, in cui l'interesse è rinegoziabile dopo un certo lasso temporale

rata: la rata può essere determinata secondo due modalità: l'ammortamento italiano o francese

→ **ammortamento italiano**: quota capitale costante, quota interessi decrescente (rata decrescente)

→ **ammortamento francese**: quota capitale crescente, quota interessi decrescente (rata costante)

elementi concorrenti alla determinazione del costo totale del mutuo

- spese notarili per l'erogazione del mutuo e l'iscrizione dell'ipoteca
- compenso per l'istruttoria (spettante alla banca)
- spese di perizia per la valutazione della garanzia reale
- imposta sostitutiva in percentuale all'importo erogato
- premio per assicurazioni obbligatorie

- commissione di estinzione anticipata:

→ commissione percentuale che il mutuatario paga qualora estingua anticipatamente il mutuo

- portabilità del mutuo:

→ possibilità per il mutuatario di trasferire il proprio mutuo ad una banca differente senza spese

CREDITO AL CONSUMO

finanziamenti, erogati da banche, società finanziarie o fornitori, volti ad acquisire beni/servizi o ad affrontare la temporanea necessità di liquidità

→ l'importo delle operazioni di credito al consumo è tendenzialmente compreso fra 200 e 75.000 euro

→ forme tecniche:

• **prestito non finalizzato**

prestito personale: concesso per il soddisfacimento di generiche esigenze (prestito restituito dal debitore con pagamento a rate)

prestito con cessione del quinto: rimborso del prestito da parte di dipendenti o pensionati mediante la cessione di 1/5 dello stipendio o pensione

• **prestito finalizzato** concesso per l'acquisto di un determinato bene o servizio con rimborso mediante pagamento a rate (ottenibile direttamente presso il venditore convenzionato)

• **carta di credito revolving** utilizzabile come strumento di pagamento, entro il plafond/limite di spesa (rimborso con pagamento a rate, che ripristinano la disponibilità del plafond)

BILANCIO BANCARIO & MANAGEMENT

il **bilancio bancario** presenta alcuni elementi che sono comuni al bilancio delle imprese non finanziarie

- **documenti contabili** → stato patrimoniale, conto economico, nota integrativa ecc.
- **finalità perseguite** → adempiere alle norme del diritto societario;
→ offrire informazioni chiare, veritiere e corrette agli stakeholder

d'altra parte, il bilancio della banca propone un format particolare di presentazione delle voci contabili

è redatto sia nel rispetto della disciplina generale del bilancio «IAS- IFRS», che nel rispetto di specifiche disposizioni, stabilite dalle autorità di vigilanza (maggiore coerenza con i contenuti dell'attività bancaria)

CONTO ECONOMICO

costi

ricavi

gestione bancaria e svolgimento delle operazioni

RICAVI FINANZIARI

- **interessi attivi** su prestiti, titoli e investimenti in disponibilità liquide
- **commissioni attive** sui servizi offerti alla clientela
- guadagni derivanti dalla **cessione a terzi di asset finanziari** (es. titoli, prestiti)

COSTI FINANZIARI

- **interessi passivi** sulla raccolta verso clienti e sui debiti verso altre banche
- **perdite sui crediti** a seguito di inadempienze dei debitori (c.d. rischio di credito)
- perdite derivanti dalla **cessione a terzi di asset finanziari** (es. titoli, prestiti)

* oltre ai costi finanziari la banca deve sostenere anche dei c.d. **costi operativi**: costi per il personale, spese generali, affitti e ammortamenti su immobili ecc...

il conto economico di una banca, espresso in forma verticale, mette in evidenza alcuni **marginetti reddituali**, che rappresentano dei "risultati parziali", derivanti da un confronto fra ricavi e costi di diversa tipologia

1. **marginetti di interesse** → differenza tra gli interessi attivi e gli interessi passivi percepiti e sostenuti
2. **marginetti di intermediazione** → margine di interesse + altri ricavi e costi di natura finanziaria (commissioni attive e utili/perdite sulla cessione di asset finanziari)
3. **risultato di gestione** → differenza tra il margine di intermediazione e i costi operativi sostenuti
4. **utile netto di esercizio** → risultato di gestione + le rimanenti componenti reddituali (risultato finale)

se i marginetti reddituali misurano la performance/redditività della banca in termini assoluti, per ottenere i dati in termini relativi (per confronti fra banche), è necessario fare riferimento ai c.d. **indici di bilancio**

⇒ **ROA%** [Return on Asset] → utile netto / totale attivo

redditività netta complessiva degli investimenti (tutti i ricavi e costi)

⇒ **ROE%** [Return on Equity] → utile netto / capitale proprio

redditività netta, di cui beneficiano i soci in relazione al loro investimento

⇒ **NIM%** [Net Interest Margin] → margine d'interesse / totale attivo

capacità degli investimenti di produzione di redditività

redditività delle aree di raccolta delle risorse finanziarie e del loro impiego nelle varie forme d'investimento

STATO PATRIMONIALE

passivo → attività di raccolta

attivo → attività di impiego

- liability management
- asset management
- liquidity management
- capital adequacy management

ATTIVO

modalità con cui la banca investe risorse finanziarie

1. **prestiti** (es. mutui, sconti cambiari, anticipazioni...)
 - nei confronti della clientela
 - nei confronti di altre banche

a breve o medio
- lungo termine
2. **riserve di liquidità**
 - riserve libere (disponibili a vista)
 - riserve obbligatorie (vincolate)

disposizioni di politica monetaria

* in contanti o come disponibilità presso la BC
3. **titoli di proprietà** (es. titoli di Stato, obbligazioni...)

PASSIVO

modalità con cui la banca raccoglie risorse finanziarie

1. **raccolta da clientela** (es. C/C passivo, CD, PTC...)
 - depositi moneta
 - depositi tempo

debiti verso la clientela
2. **debiti**
 - presso altre banche o la banca centrale
 - * tipicamente nella forma overnight o PTC
3. **capitale proprio**
 - capitale sociale e riserve patrimoniali
 - (es. utili non distribuiti)

come ogni impresa, la banca persegue la massimizzazione del profitto in condizioni di rischio controllato; tale processo avviene mediante l'elaborazione di scelte riconducibili a quattro principali aree gestionali

LIABILITY MANAGEMENT - GESTIONE DELLE PASSIVITÀ

la **gestione delle passività** comprende le decisioni in merito ai canali di raccolta di risorse, e considera:

- **trade-off scadenza-costo** degli strumenti di raccolta
 - maggiore è la scadenza di una passività, maggiore è la stabilità delle risorse raccolte, maggiore è il loro costo
- **scadenza a vista** dei depositi moneta (c/c passivi)
 - la banca deve far fronte a eventuali richieste di rimborso improvvise da parte dei titolari di depositi in c/c

ASSET MANAGEMENT - GESTIONE DELLE ATTIVITÀ

la **gestione delle attività** comprende le decisioni in merito ai canali di impiego dei fondi raccolti, e considera:

- **trade-off liquidità/scadenza-rendimento** degli investimenti
 - maggiore la scadenza dell'investimento, minore la sua liquidità, maggiore il suo rendimento/tasso d'interesse
- **relazione positiva rischio-rendimento** degli investimenti
 - maggiore il rischio legato ad un investimento, maggiore il suo rendimento
 - soprattutto rischio di credito (inadempienza del debitore)
- **diversificazione**
 - articolazione del portafoglio di investimenti secondo caratteristiche geografiche, settoriali e dimensionali dei debitori in una logica generale di controllo del rischio

LIQUIDITY MANAGEMENT - GESTIONE DELLE LIQUIDITÀ

la **gestione della liquidità** comprende le decisioni in merito al grado di liquidità dell'attivo di bilancio della banca, in particolare le decisioni sulla quantità di attività liquide da detenere, e tiene in considerazione:

- **liquidità necessarie per depositi con scadenza a vista**

- **trade-off liquidità-rendimento degli investimenti**

→ se la banca detenesse solo liquidità senza erogare prestiti, non sarebbe redditizia (elevati costi delle operazioni di raccolta)

- **riserve obbligatorie**

parte della liquidità (detenuta presso la BC) è vincolata dalle norme in materia di riserva obbligatoria

- **legami con la gestione delle attività e delle passività**

- **combinazione dell'attivo tra tutti i possibili canali di impiego (più o meno liquidi) e le loro proprietà**
- **accensione di nuove passività in caso di esigenze di liquidità (oltre che la liquidazione delle attività)**

CAPITAL ADEQUACY MANAGEMENT - GESTIONE DEL CAPITALE PROPRIO

la **gestione del capitale proprio** comprende le decisioni legate alla dimensione relativa del capitale proprio rispetto alla quantità di attività e quindi di passività in essere in ogni momento, e si fonda sull'equazione:

$$\text{CAPITALE PROPRIO} = \text{ATTIVITÀ} - \text{DEBITI}$$

- **cuscinetto di protezione contro l'ipotesi di insolvenza della banca**

maggiore il capitale proprio, minore la probabilità che il valore delle attività scenda sotto quello dei debiti

- **valore dell'investimento dei soci nella banca**

maggiore il capitale proprio, maggiore la difficoltà per le banche nell'adeguata remunerazione dei propri soci

* le banche, in materia, di capitale proprio non sono del tutto libere per via di **norme di vigilanza** che impongono alle banche dei livelli minimi di capitalizzazione, in funzione del grado di rischio delle loro dinamiche gestionali



le relazioni tra la redditività dell'attivo e la redditività del capitale proprio sono espresse da indici specifici

→ **ROE%** (Return On Equity) = utile netto / capitale proprio

→ **ROA%** (Return On Assets) = utile netto / totale attivo

→ **EM(v)** (Equity Multiplier) = totale attivo / capitale proprio

$$\text{ROE\%} = \text{ROA\%} \times \text{EM}(v) \quad v = n^{\circ} \text{ volte}$$

la variabile EM esprime il **grado di indebitamento/leva finanziaria** ossia la capitalizzazione della banca:

→ **maggiore è il grado di indebitamento EM, maggiore sarà il rendimento per i soci ROE (a parità di ROA)**

ciò rappresenta un incentivo ad usare la leva finanziaria e mantenere un basso capitale proprio, ma allo stesso tempo comporta una **maggiore variabilità in caso di variazioni del ROA e pertanto maggiori rischi**

OFF-BALANCE SHEET: ATTIVITÀ FUORI BILANCIO

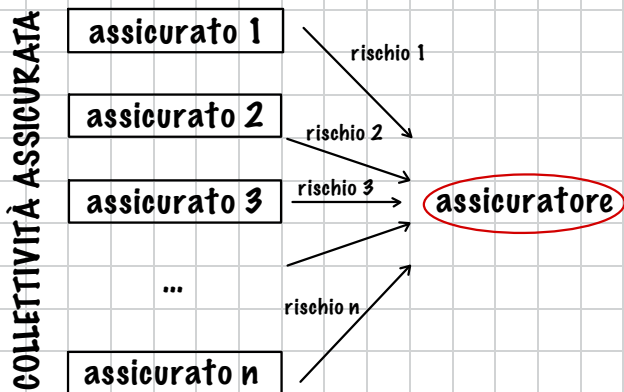
- **operazioni di cessione dei prestiti** → la banca cede in blocco parte dei propri prestiti ad altri investitori
- **erogazione di servizi alla clientela** → consulenza, negoziazione, rilascio di garanzie, loan commitment

⇒ operazioni che nel primo caso modificano la composizione dello SP (attività), nel secondo, il CE (commissioni)

3) INTERMEDIAZIONE ASSICURATIVA: COMPAGNIE D'ASSICURAZIONE

l'attività assicurativa consiste nella copertura dei rischi puri (non nella copertura da rischi speculativi)

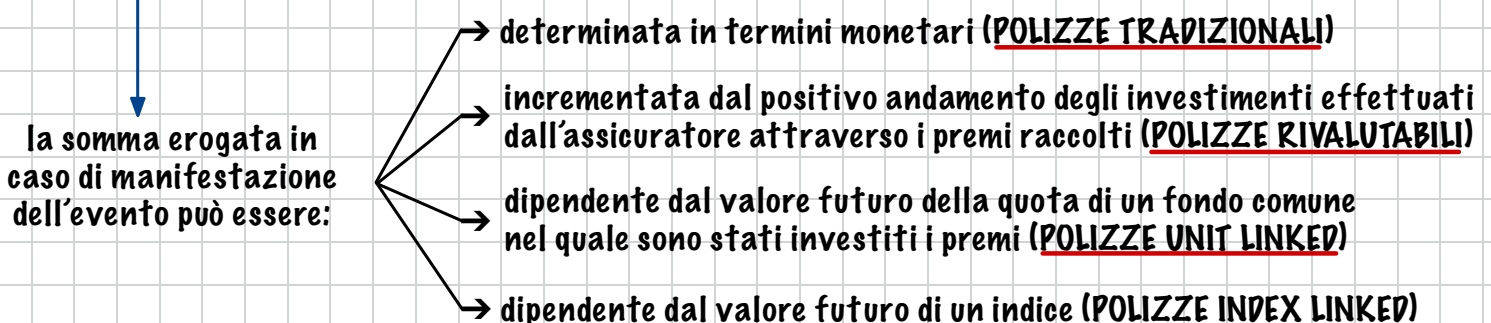
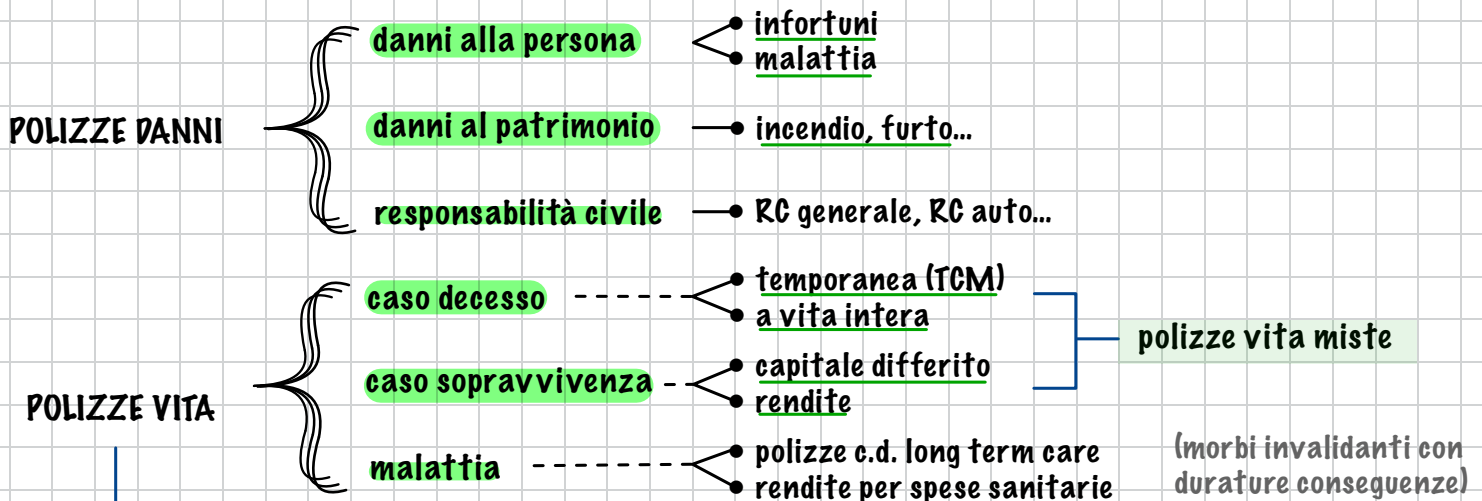
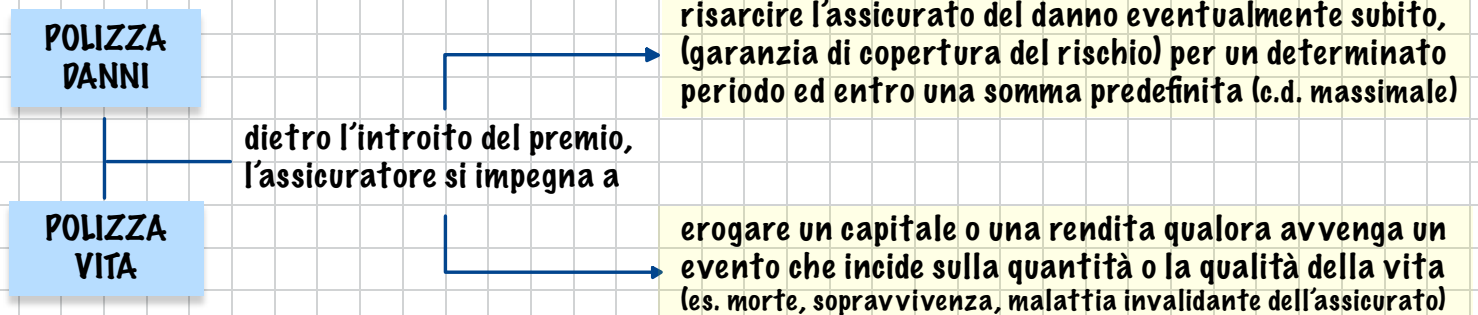
⇒ l'attività di copertura avviene attraverso la collettivizzazione dei rischi (risk pooling)



una collettività di soggetti (assicurati), esposti a rischi puri, omogenei e indipendenti, li trasferisce ad un intermediario specializzato (assicuratore)

l'assicuratore garantisce una prestazione nel caso in cui il rischio si verifichi, contro l'introito di una somma, denominata premio, che viene versata da ciascun assicurato alla stipulazione del contratto

POLIZZA ASSICURATIVA



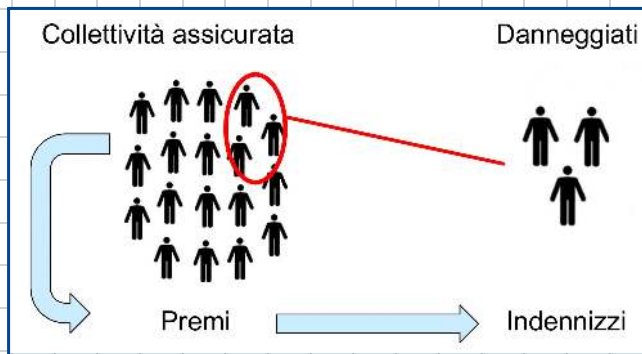
	POLIZZA DANNI	POLIZZA VITA
DURATA DELLA COPERTURA	breve	tipicamente lunga
OBIETTIVO PER L'ASSICURATO (FUNZIONE DELLA POLIZZA)	indennitaria	- indennitaria (es. caso morte) - di risparmio (es. sopravvivenza)
CRITICITÀ GESTIONALI PER L'ASSICURATORE	definizione di grado di rischio, importo di indennizzo e data di erogazione (gestione tecnica)	fase relativa all'investimento dei premi (gestione finanziaria)

PROCESSO ASSICURATIVO

l'assicuratore promette di pagare una somma anche molto superiore al premio incassato

→ per fornire un tale tipo di garanzia l'assicuratore sfrutta la **mutualità assicurativa**

se i rischi non sono di tipo catastrofale, solo alcuni fra gli assicurati soffrono le conseguenze negative dell'evento assicurato, pertanto i premi da questi pagati sono utilizzati per liquidare gli aventi diritto



per evitare che gli assicurati non colpiti dall'evento si rifiutino di trasferire risorse a favore dei danneggiati

↓
riscossione premi ex ante (prima che l'evento si verifichi)

↓
l'assicuratore stima ex ante il quantitativo di denaro necessario per erogare le somme agli assicurati ex post

l'assicuratore sfrutta la

LEGGE DEI GRANDI NUMERI

se il numero di rischi omogenei e indipendenti assicurati è abbastanza ampio, la probabilità stimata di accadimento dell'evento negativo converge alla frequenza, registrata ex post

EX ANTE

quanti individui saranno colpiti?
quanto dovranno essere pagati?
quante risorse serviranno ex post?

EX POST

premi → pagamenti

calcolo delle **probabilità** di realizzazione dell'evento



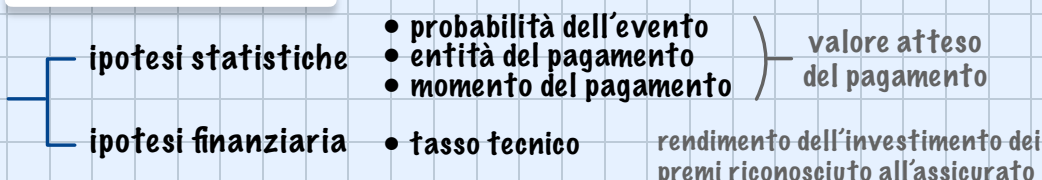
analisi della **frequenza** di realizzazione dell'evento

① con riferimento all'affidabilità della legge dei grandi numeri, a partire dal numero di eventi assicurati (N) e dalla probabilità di realizzazione dell'evento dannoso (P) si stima il numero di eventi dannosi ($n = N \cdot P$)

② il numero di eventi dannosi (n) moltiplicato per l'importo erogato individualmente (S), in caso si verifichi l'evento dannoso, permette di calcolare l'ammontare di risorse totali necessarie ($R = n \cdot S$) alla società

③ l'ammontare di risorse necessarie (R) diviso per il numero assicurati (N) determina il premio ($X = R/N$)

CALCOLO DEL PREMIO



PREMIO EQUO

valore atteso del pagamento attualizzato al momento in cui sono incassati dei premi

***PREMIO DI TARIFFA = PREMIO EQUO + CARICAMENTI (per costi o di sicurezza)**

CICLO PRODUTTIVO DELL'IMPRESA DI ASSICURAZIONE



caratteri tipici

• ciclo finanziario invertito

incasso del premio antecedente l'esborso per gli indennizzi (bassissimo grado di indebitamento)

• doppia gestione

gestione tecnico-assicurativa → tariffazione, vendita, erogazione

gestione finanziaria → operazioni di investimento dei premi

CRITICITÀ GESTIONALI

costituzione e composizione portafoglio di rischi assunti

↳ assunzione diretta → reti distributive (broker, agenti, banche)

↳ assunzione indiretta → riassicurazione attiva/passiva

↳ acquisto/cessione di rischi da/a altre compagnie

• **SELEZIONE AVVERSA** → gli assicurati maggiormente esposti al rischio possono nascondere informazioni

• **MORAL HAZARD** → i distributori, remunerati sulle vendite, non hanno incentivo a selezionare i rischi

⇒ informazioni raccolte dai distributori e utilizzate per la classificazione dell'assicurato (in base alla c.d. classe di rischio) verificate in modo indipendente dall'assicuratore prima di emettere la polizza

⇒ definizione di premi proporzionati al rischio (corretta stima dell'entità del rischio = premi adeguati)

ispezione dei sinistri e stima degli indennizzi

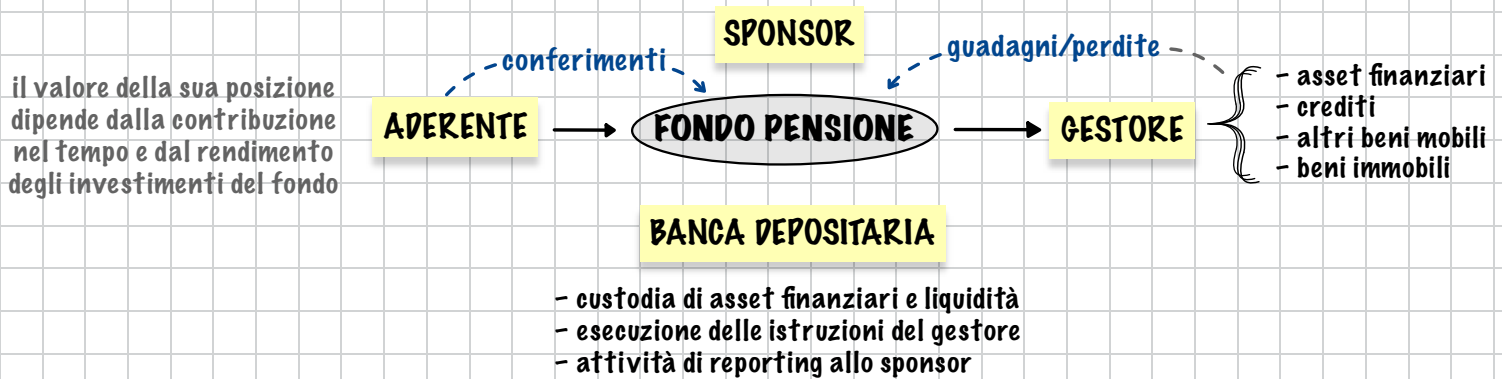
→ la valutazione dell'entità del sinistro e il controllo del comportamento dell'assicurato consentono di avere un equilibrio fra liquidazioni e premi

• **MORAL HAZARD** → assicurati negligenti o fraudolenti incrementano la propria esposizione al rischio, una volta stipulata la polizza, o richiedono indennizzi non dovuti

⇒ massimali, franchigie, clausole restrittive, controlli per la prevenzione delle frodi

4) INTERMEDIAZIONE PREVIDENZIALE: FONDI PENSIONE

i **fondi pensione** sono dei patrimoni, costituiti dai conferimenti degli aderenti e gestiti da una o più società specializzate (gestori), le quali hanno ricevuto un mandato dal soggetto organizzatore del fondo (sponsor)



	FONDO PENSIONE	FONDO COMUNE
PRESTAZIONE	erogazione di una rendita	riscatto della quota
REQUISITI DI ACCESSO	anagrafici e di partecipazione	rispetto delle scadenze
SOGGETTO ISTITUTORE	sponsor (imprese, intermediari, ente pubblici...)	società di gestione del risparmio
INCENTIVI FISCALI	presenti	assenti

FASE DI ACCUMULO

i contributi versati vengono accumulati e amministrati dal gestore per far crescere il montante della posizione dell'aderente



FASE DI QUIESCENZA

al raggiungimento dell'età pensionabile, il capitale è trasferito a un assicuratore che lo converte in una rendita periodica

TIPOLOGIE DI FONDI PENSIONE

• **a prestazione definita**
(defined benefit - DB)

l'entità della prestazione (rata della rendita) è predefinita se il montante della posizione individuale al momento di accesso alla prestazione è insufficiente a garantirla, il fondo si fa carico del gap

• **a contribuzione definita**
(defined contribution - DC)

l'entità della prestazione (rata della rendita) dipende da:
- montante della posizione individuale al momento di accesso alla prestazione
- coefficiente di conversione in rendita applicato dall'assicuratore
il rischio che la rata sia insufficiente è a carico dell'aderente

• **aperti**

- può aderire chiunque (non servono qualifiche o posizioni aperte presso la previdenza obbligatoria)
- offerti da intermediari finanziari che fanno contemporaneamente da sponsor e da gestore
- può essere previsto un contributo datoriale aggiuntivo (convenzione col datore di lavoro)

• **chiusi**

- adesione limitata a soggetti appartenenti a specifiche comunità con requisiti definiti
- lo sponsor è tipicamente un'organizzazione sindacale e/o datoriale che affida a un intermediario finanziario specializzato il compito di gestione del patrimonio
- è previsto in genere un contributo aggiuntivo del datore per incentivare l'adesione

RISK MANAGEMENT PER ISTITUZIONI FINANZIARIE

(tassi d'interesse, tassi di cambio, prezzi degli asset)

- RISCHIO DI MERCATO** ⇒ incertezza dei profitti e delle perdite nell'area di investimento e negoziazione di valori mobiliari generata da variazioni inattese nelle condizioni di mercato
- RISCHIO DI CREDITO** ⇒ rischio che i flussi di cassa attesi dai prestiti concessi (sia a titolo di interesse che di rimborso del capitale) non vengano poi corrisposti da parte dei debitori
- RISCHIO DI CAMBIO** ⇒ variazioni dei tassi di cambio, che hanno un impatto negativo sul valore delle attività/passività dell'intermediario in valuta diversa dalla quella domestica
- RISCHIO DI INTERESSE** ⇒ variazioni dei tassi d'interesse, che hanno un impatto negativo sui ricavi/costi (effetto reddito) e sul valore delle attività/passività (effetto valore di mercato)
- RISCHIO DI LIQUIDITÀ** ⇒ rischio che l'intermediario non sia in grado di fronteggiare le richieste di rimborso dei suoi finanziatori per via dell'impossibilità di liquidazione delle proprie attività
- RISCHIO OPERATIVO** ⇒ rischio di perdite derivanti dall'inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni oppure perdite derivanti da eventi esogeni aleatori

in base all'attività svolta i rischi prevalenti, anche se non esclusivi, sono diversi



- intermediazione creditizia → rischio di credito
- intermediazione mobiliare → rischio di mercato
- attività bancaria → rischio di liquidità e di interesse
- tutti gli intermediari → rischio operativo

GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO

al fine di conseguire profitti elevati dalle attività di prestiti, le istituzioni finanziarie devono accordarli a clienti (ritenuti) solvibili, che hanno maggior probabilità di rimborsarli interamente (rischio di credito)

→ i principi adottati dalle istituzioni per ridurre il rischio si fondano sull'asimmetria informativa:

- **selezione avversa** → i debitori potenzialmente più insolventi, sollecitano maggiormente i prestiti
- **moral hazard** → ottenuto il prestito, i debitori potrebbero intraprendere comportamenti indesiderabili per il creditore, che aumentano la probabilità di insolvenza



per ovviare a tali criticità le istituzioni mettono in atto meccanismi per la gestione del rischio di credito

1. analisi finalizzata a selezione e monitoraggio
2. creazione di relazioni a lungo termine
3. impegni di erogazione del prestito
4. introduzione di forme di garanzie
5. obblighi di saldi minimi di compensazione
6. razionamento del credito
7. diversificazione dell'esposizione al rischio

→ strumenti di gestione del singolo prestito

→ gestione dell'intero portafoglio prestiti

SELEZIONE E MONITORAGGIO

l'asimmetria informativa presente nel mercato dei prestiti a favore del debitore è all'origine di 2 attività tipiche delle istituzioni finanziarie e correlate alla produzione di informazioni: lo **screening** e il **monitoring**

SCREENING → analisi finalizzata alla selezione

prima di concedere prestiti, personali o commerciali, la banca richiede di fornire una serie di informazioni quantitative (con attribuzione di un credit score) e qualitative per individuare i crediti esigibili e inesigibili

⇒ **raccolta di informazioni e analisi → istruttoria di fido**

alcune istituzioni finanziarie scelgono di specializzarsi nella concessione di credito ad aziende locali o per settori specifici

maggiore specializzazione / selezione
vs
minore diversificazione di portafoglio

FASI DELL'ISTRUTTORIA DI FIDO

1. **raccolta di informazioni:**

- fonti interne (es. informazioni derivanti da relazioni in corso e pregresse)
- fonti esterne (es. informazioni fornite da agenzie di rating/credit bureau)

2. **utilizzo di modelli di valutazione:**

→ finalizzati a verificare il merito di credito del richiedente

- natura quali-quantitativa
- credit scoring
- basati sul mercato dei capitali

3. **valutazione delle garanzie:**

→ finalizzata alla stima del recovery rate atteso in caso di insolvenza del debitore

4. **esito dell'istruttoria di fido:**

- favorevole: affidamento (concessione del prestito al richiedente)
- sfavorevole: fido negato o rivisitazione della domanda di fido

SISTEMI DI VALUTAZIONE: MODELLI QUALI-QUANTITATIVI (1)

fattori qualitativi → vantaggi competitivi, business model, posizionamento strategico

fattori quantitativi → dati relativi alla gestione operativa e all'andamento del settore

MODELLO
DELLE 5 C

- character: carattere del prenditore
- capacity: capacità
- capital: capitale
- collaterals: garanzie
- conditions: condizioni economiche

vantaggi: inclusione di informazioni soft

svantaggi: costi e tempi (intervento di analisti)

sistema di valutazione per i prestiti di maggiore entità e poco standardizzati

SISTEMI DI VALUTAZIONE: MODELLI DI CREDIT SCORING (2)

modelli automatizzati di tipo matematico-statistico che portano al calcolo di un punteggio (**credit score**) grazie a variabili utili per identificare i prenditori che ex post non hanno adempiuto alle loro obbligazioni

⇒ l'**analisi discriminante** permette di classificare il richiedente come a basso o alto rischio d'insolvenza

MODELLO DI ALTMAN

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

- $Z < 1,81$ → alto rischio
- $1,81 < Z < 2,99$ → rischio intermedio
- $Z > 2,99$ → basso rischio

Z = categoria di rischio della società

X_1 = capitale circolante / totale attivo

X_2 = utili non distribuiti / totale attivo

X_3 = EBIT / totale attivo

X_4 = valore di mercato del capitale/valore debito long term

X_5 = capitale circolante / totale attivo

vantaggi: costi bassi e tempi rapidi

svantaggi: scarsa flessibilità, no informazioni soft



sistema di valutazione per i prestiti di entità limitata e molto standardizzati

SISTEMI DI VALUTAZIONE: MODELLI FONDATI SUL MERCATO DEI CAPITALI (3)

per imprese quotate che emettono obbligazioni, si può effettuare un'**analisi del differenziale di rendimento** (spread) fra titoli del potenziale prenditore e titoli privi di rischio su vari lassi temporali per identificare il premio al rischio richiesto dagli investitori a diverse scadenze e da qui la probabilità di default incorporata

vantaggi: costi bassi e tempi rapidi

svantaggi:

- assume che gli investitori siano ben informati
- illiquidità del mercato obbligazionario (problemi di stima)
- esclusione di informazioni soft
- limitatezza del target (emittenti di obbligazioni)

sistema di valutazione con spettro di utilizzo limitato

MONITORING



monitoraggio delle posizioni di credito

concesso il prestito, per limitare i comportamenti scorretti, le banche prevedono **clausole restrittive** nei contratti volte a impedire ai debitori di perseguire attività troppo rischiose a spese dell'istituzione

CREAZIONE DI INCENTIVI

- inclusione di **clausole restrittive** (c.d. covenants) vincolanti il debitore, pena rimborso immediato
- interesse del prenditore di fondi a mantenere una relazione con la banca (c.d. **relationship banking**)
- presenza di **garanzie** da parte del prenditore di fondi

perché gli incentivi funzionino occorre che l'intermediario monitori costantemente le azioni del debitore e raccolga informazioni al fine di intervenire per prevenire o sanzionare manifestazioni di moral hazard

RELAZIONI A LUNGO TERMINE CON LA CLIENTELA

le relazioni a lungo termine permettono alle istituzioni finanziarie di disporre di un set di informazioni che riduce i costi di monitoraggio e di raccolta delle informazioni (semplificando la selezione dei crediti)

- vantaggi per i clienti → tassi inferiori, maggior facilità di accesso al credito
- vantaggi per la banca → minori costi di selezione e monitoraggio, minori rischi

IMPEGNI DI EROGAZIONE DEI PRESTITI

la banca dispone di uno strumento per istituzionalizzare le relazioni a lungo termine: il loan commitment

⇒ promessa da parte della banca (per un certo periodo di tempo) di fornire prestiti a un'azienda fino ad un determinato importo, ad un tasso di interesse fisso o legato ad un tasso di mercato

*in genere l'azienda paga una commissione sul denaro messo a disposizione dalla banca che non ha usato

GARANZIE DEL PRENDITORE

requisiti di garanzia (collateral) e prestiti garantiti (secured loan) sono strumenti utili per gestire il rischio di credito: riducendo le perdite del creditore in caso di insolvenza, riducono gli effetti della selezione avversa

SALDI MINIMI DI COMPENSAZIONE

il saldo minimo di compensazione è una forma di garanzia tipica di banche concedenti prestiti commerciali: la società ricevente il prestito deve mantenere un quantitativo minimo di fondi in un c/c presso la banca

↳ oltre che da garanzia, funge da strumento segnaletico importante che consente di monitorare il debitore (sulla base delle operazioni effettuate in conto corrente) e di conseguenza minimizzare l'azzardo morale

RAZIONAMENTO DEL CREDITO

il razionamento del credito consiste nel rifiuto di concedere prestiti da parte dell'istituzione finanziaria nonostante la disponibilità dei debitori a pagare il tasso di interesse richiesto o persino un tasso più alto

1. l'istituzione finanziaria rifiuta di concedere prestiti di qualsiasi importo ad un debitore, malgrado la disponibilità di quest'ultimo a concedere un tasso di interesse più elevato (selezione avversa ↓)
2. l'istituzione finanziaria concede il prestito, ma su importi inferiori alla richiesta (moral hazard ↓)

DIVERSIFICAZIONE DI PORTAFOGLIO

diversificazione dei crediti per: {

- classi di importo
- settori economici
- area geografica
- forme tecniche

motivazioni della diversificazione:
→ ridurre la correlazione tra i prestiti
→ ridurre il rischio di credito complessivo

GESTIONE DEL RISCHIO DI INTERESSE

il rischio di interesse ha un duplice impatto sull'intermediario:

EFFETTO REDDITO

tramite un impatto sul conto economico
(variazione di interessi attivi/passivi)

- rischio di rifinanziamento
- rischio di reinvestimento

EFFETTO VALORE DI MERCATO

tramite un impatto sul bilancio
(variazione del valore attuale di flussi generati dalle attività/passività)

asset & liability management

↓
misurazione dell'esposizione al rischio di tasso e gestione

MODELLO DELL'INCOME GAP

$\Delta i \rightarrow \Delta \text{interessi attivi/passivi} \rightarrow \Delta \text{margine di interesse} \rightarrow \Delta \text{utile}$

vi sono attività e passività che generano flussi d'interesse che variano quando i tassi di mercato subiscono variazioni nell'orizzonte temporale considerato (c.d. gapping period)

AST (attività sensibili ai tassi)

- attività a tasso variabile
- attività scadenti nel gapping period

$\Delta i \rightarrow \Delta \text{interessi attivi}$

$\Delta i \rightarrow$ l'attività scade e genera cassa che viene poi reinvestita a tassi diversi, producendo flussi di interessi variati

PST (passività sensibili ai tassi)

- passività a tasso variabile
- passività scadenti nel gapping period

$\Delta i \rightarrow \Delta \text{interessi passivi}$

$\Delta i \rightarrow$ la passività scade e, per rimborsare i creditori, si reperisce cassa a tassi diversi, con flussi di interessi variati

$$\begin{cases} - \text{interessi attivi} = \text{attività} \cdot i_A = (\text{attività non sensibili} + \text{AST}) \cdot i_A \\ - \text{interessi passivi} = \text{passività} \cdot i_P = (\text{passività non sensibili} + \text{PST}) \cdot i_P \end{cases}$$

$$\begin{cases} - \Delta \text{interessi attivi} = \text{AST} \cdot \Delta i_A \\ - \Delta \text{interessi passivi} = \text{PST} \cdot \Delta i_P \end{cases}$$

hp: 1) altri costi/ricavi costanti / 2) $\Delta i_A = \Delta i_P \equiv \Delta i$

variazioni dei flussi di interesse concernono soltanto AST e PST

$$\Delta \text{margine d'interesse} = \Delta \text{interessi attivi} - \Delta \text{interessi passivi} = (\text{AST} \cdot \Delta i_A) - (\text{PST} \cdot \Delta i_P) = \Delta i \cdot (\text{AST} - \text{PST})$$

$$\Rightarrow \text{AST} - \text{PST} = \text{INCOME GAP}$$

$$\Delta \text{margine d'interesse} = \Delta \text{utile} = \Delta i = \text{GAP} \cdot \Delta i$$

il primo passo per valutare il rischio di tasso di interesse consiste nel valutare le attività e passività sensibili alle variazioni dei tassi di mercato (c.d. rate sensitive), ossia quali sono influenzate da Δ tassi di interesse entro l'anno

attività / passività parzialmente sensibili ai tassi, sono considerate solo in percentuale nel computo di AST e PST:

- es. $\left\{ \begin{array}{l} 20\% \text{ prestiti a tasso fisso} \\ 20\% \text{ depositi a risparmio} \\ 10\% \text{ depositi in c/c} \end{array} \right.$

First National Bank			
Attività		Passività	
Riserve e partite di cassa	5.000.000 \$	Depositi di conto corrente	15.000.000 \$
Titoli		Depositi di mercato monetario (MMDA, Money Market Deposit Account)*	5.000.000 \$
inferiori a 1 anno	5.000.000 \$		
da 1 a 2 anni	5.000.000 \$	Depositi a risparmio	15.000.000 \$
superiori a 2 anni	10.000.000 \$	Certificati di deposito (CD)	
Prestiti ipotecari residenziali		a tasso variabile	10.000.000 \$
a tasso variabile	10.000.000 \$	inferiori a 1 anno	15.000.000 \$
a tasso fisso (30 anni)	10.000.000 \$	da 1 a 2 anni	5.000.000 \$
Prestiti alle imprese		superiori a 2 anni	5.000.000 \$
inferiori a 1 anno	15.000.000 \$	Debiti verso la banca centrale	5.000.000 \$
da 1 a 2 anni	10.000.000 \$	Debiti interbancari	
superiori a 2 anni	25.000.000 \$	inferiori a 1 anno	10.000.000 \$
Attività materiali		da 1 a 2 anni	5.000.000 \$
		superiori a 2 anni	5.000.000 \$
		Capitale proprio	5.000.000 \$
Totale	100.000.000 \$	Totale	100.000.000 \$

RELAZIONE FRA VARIAZIONE DEI TASSI E VARIAZIONI DELL'UTILE

- se $PST > AST$ allora $i \uparrow \rightarrow utile \downarrow$ // $i \downarrow \rightarrow utile \uparrow$
- se $PST < AST$ allora $i \uparrow \rightarrow utile \uparrow$ // $i \downarrow \rightarrow utile \downarrow$

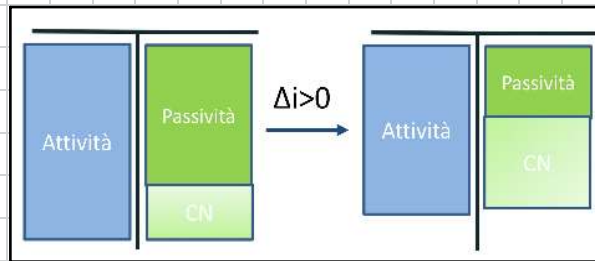
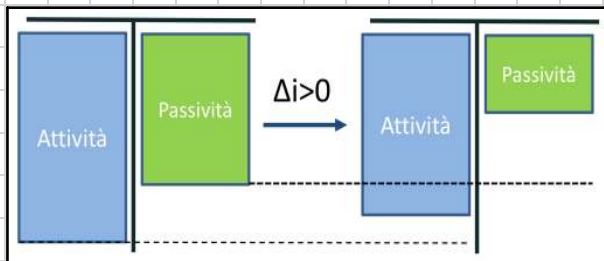
a seconda del caso (fra i 4 possibili) la variazione dell'utile dipende dal confronto fra AST e PST quando $i \uparrow$ o $i \downarrow$ ossia dal fatto che le attività siano + o - redditizie di quanto le passività non siano + o - onerose

- l'utile \uparrow quando
- le attività sono più redditizie di quanto le passività non siano più onerose ($i \uparrow$)
 - le passività sono meno onerose di quanto le attività non siano meno redditizie ($i \downarrow$)
- l'utile \downarrow quando
- le passività sono più onerose di quanto le attività non siano più redditizie ($i \uparrow$)
 - le attività sono meno redditizie di quanto le passività non siano meno onerose ($i \downarrow$)

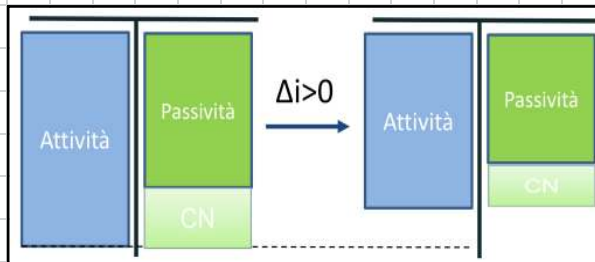
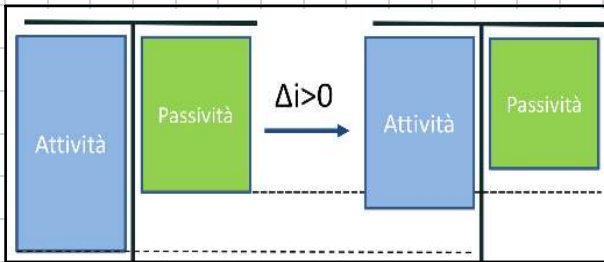
MODELLO DEL DURATION GAP

$\Delta i \rightarrow \Delta$ valore attività/passività $\rightarrow \Delta$ valore capitale netto (CN)

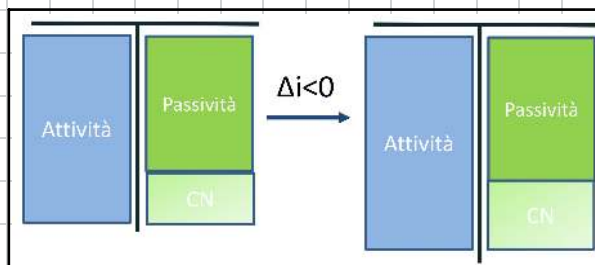
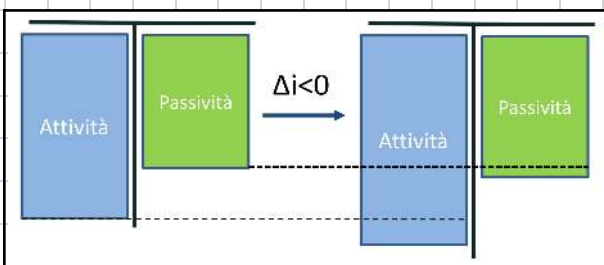
CN = capitale netto (mezzi propri) = attività - passività



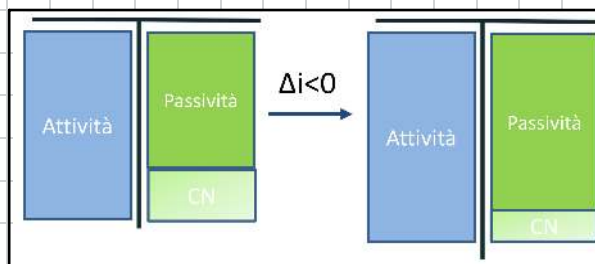
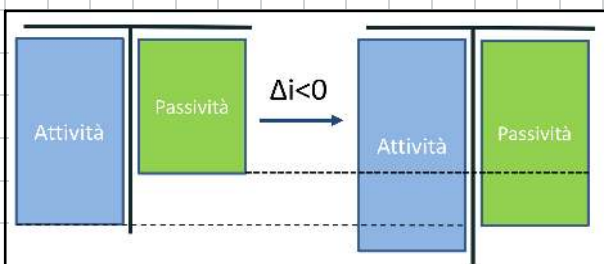
$i \uparrow + PST > AST$
valore attività diminuisce meno del valore passività
capitale netto \uparrow



$i \uparrow + PST < AST$
valore attività diminuisce più del valore passività
capitale netto \downarrow



$i \downarrow + PST < AST$
valore attività aumenta più del valore passività
capitale netto \uparrow



$i \downarrow + PST > AST$
valore attività aumenta meno del valore passività
capitale netto \downarrow

all'aumentare/al diminuire dei tassi il rendimento aumenta/diminuisce (attività più/meno redditizie e passività più/meno onerose) ma il prezzo delle attività e delle passività in essere diminuisce/aumenta



se i nuovi tassi sono maggiori/minori le attività e le passività già possedute dalla banca, legate ai tassi precedenti (più bassi/più alti), divengono meno/più competitive quindi il loro valore diminuisce/aumenta

RELAZIONE FRA DURATION E CAPITALE NETTO

la duration gap analysis esamina la sensibilità del valore di mercato del CN a variazioni dei tassi d'interesse

l'effetto finale sul capitale netto dipende quindi dalla sensibilità del valore delle attività e delle passività alla variazione del valore dei tassi: la variabile che consente di misurare questa sensibilità è la **duration**

→ più lunga è la duration delle attività/passività, più influente è l'impatto dei tassi sul valore delle stesse

la duration, che misura la vita media dei flussi di cassa dei titoli, fornisce una stima affidabile della sensibilità del valore di mercato di un titolo a un cambiamento del suo tasso di interesse (**volatilità**)

$$\Rightarrow \% \Delta P \approx -DUR \cdot \frac{\Delta i}{1+i}$$

- $\% \Delta P = (P_{t+1} - P_t) / P_t \rightarrow$ variazione percentuale del prezzo del titolo
- $\Delta i = (i_{t+1} - i_t) \rightarrow$ variazione dei tassi d'interesse di mercato ($i =$

trovata la duration media ponderata (DUR) di attività e passività nello stato patrimoniale, il management può usarla nella formula della volatilità dei prezzi per calcolare come cambia il valore di mercato di ognuna di esse in seguito ad una variazione dei tassi di interesse per valutarne poi l'effetto sul capitale netto (CN)

analogamente, la banca determina più rapidamente l'impatto di una variazione del tasso d'interesse sul valore di mercato del capitale netto calcolando la duration media per le attività e per le passività

$$\Rightarrow DUR_{gap} = DUR_a - \left(\frac{P}{A} \times DUR_p \right)$$

- $DUR_p =$ duration media del passivo
- $DUR_a =$ duration media dell'attivo
- $P =$ valore di mercato del passivo
- $A =$ valore di mercato dell'attivo

$$\frac{\Delta CN}{A} \approx -DUR_{gap} \times \frac{\Delta i}{1+i}$$

sulla base del modello della volatilità dei prezzi, il DUR_{gap} si usa per calcolare variazioni del valore di mercato del CN in percentuale sul totale delle attività

- **$DUR_{gap} > 0$** → le attività hanno una duration più lunga della duration delle passività
 - $i \uparrow \rightarrow$ riduzione del valore delle attività maggiore della riduzione del valore delle passività (CN ↓)
 - $i \downarrow \rightarrow$ aumento del valore delle attività maggiore dell'aumento del valore delle passività (CN ↑)
- **$DUR_{gap} < 0$** → le attività hanno una duration meno lunga della duration delle passività
 - $i \uparrow \rightarrow$ riduzione del valore delle attività minore della riduzione del valore delle passività (CN ↑)
 - $i \downarrow \rightarrow$ aumento del valore delle attività minore dell'aumento del valore delle passività (CN ↓)

es.

tot. attivo = 100
tot. passivo = 95

$DUR_a = 2,7$
 $DUR_p = 1,3$

$i \uparrow (10\% \rightarrow 11\%)$

1. $\Delta A = -2,7 \cdot (0,01 / 1,10) \cdot 100$
2. $\Delta P = -1,3 \cdot (0,01 / 1,10) \cdot 95$
3. $DUR_{gap} = 2,7 - 1,03 (95 / 100) = 1,72$
4. $\Delta CN = -1,72 \cdot (0,01 / 1,10) \cdot 100 = -1,56$

alla base di tali modelli vi sono, tuttavia, numerose ipotesi più o meno solide pertanto le istituzioni spesso applicano metodi più sofisticati per il rischio di tasso, come l'analisi di scenario e del valore al rischio (VAR)

fra le altre tecniche di gestione del rischio di tasso vi è l'apertura di posizioni a fini di copertura: **derivati**

gli **interest rate swap** consentono di trasformare una posizione a tasso variabile in una a tasso fisso e viceversa così da gestire l'impatto di variazione di tassi sia sul CE (income gap) che su SP (duration gap)

*ciò perchè, ceteris paribus, la duration di una posizione a tasso variabile è minore di quella di una a tasso fisso

VIGILANZA NEL SISTEMA FINANZIARIO

il sistema finanziario è uno dei settori più regolamentati dell'economia, per via di due fini principali: aumentare le informazioni per gli investitori e assicurare la stabilità degli intermediari finanziari

INFORMAZIONI A DISPOSIZIONE DEGLI INVESTITORI

l'intervento pubblico, tramite forme di regolamentazione e vigilanza, ha l'obiettivo di ridurre i problemi di selezione avversa e moral hazard, che potrebbero tenere gli investitori lontani dai mercati finanziari

STABILITÀ DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

l'asimmetria informativa può portare al collasso del sistema finanziario: quando viene meno la fiducia dei depositanti si manifesta una situazione di panico finanziario che genera perdite in tutto il sistema



per evitare l'eventualità, la regolamentazione del sistema prevede varie tipologie d'interventi

- restrizioni all'entrata
- obblighi di informazione
- assicurazione sui depositi
- limiti alla concorrenza
- restrizioni sui tassi di interesse
- controllo e contenimento rischi

limiti operativi alle attività detenibili

Autorità	Principali funzioni
Banca d'Italia	Concorre alle decisioni della politica monetaria (nell'ambito dell'Eurosistema) e ne cura l'attuazione sul territorio italiano. Svolge la funzione di <u>vigilanza sulle banche</u> e sugli intermediari finanziari ai fini della sana e prudente gestione e della tutela della stabilità complessiva e dell'efficienza del sistema finanziario (nell'ambito del Single Supervisory Mechanism della BCE).
CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)	Svolge le funzioni rilevanti per la tutela del risparmio negli aspetti di <u>correttezza e trasparenza</u> , con riferimento a <u>strumenti ed emittenti</u> , intermediari finanziari e mercati.
IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni)	Vigila sulle <u>imprese di assicurazione</u> ai fini della sana e prudente gestione, della trasparenza e della correttezza di comportamento e della stabilità e dell'efficienza del sistema.
COVIP (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione)	Vigila sulla funzionalità del <u>sistema dei fondi pensione</u> , a tutela del risparmio destinato alla previdenza complementare. A tal fine, verifica la corretta e trasparente amministrazione e gestione dei fondi pensione.
AGCM (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato)	Vigila sulle <u>intese restrittive della concorrenza</u> , sugli abusi di posizione dominante e sulle operazioni di concentrazione.

TIPOLOGIE DI VIGILANZA

• VIGILANZA STRUTTURALE:

norme volte a regolare la struttura del settore finanziario (n° operatori, attività eseguibili etc.)

• VIGILANZA PRUDENZIALE:

norme tese a favorire una gestione prudente e sana (requisiti di capitalizzazione, limiti sui rischi etc.)

• VIGILANZA INFORMATIVA:

comprende gli strumenti di comunicazione-informazione volti a ridurre le asimmetrie informative

• VIGILANZA PROTETTIVA:

meccanismi volti a evitare che lo stato di difficoltà di singole istituzioni si trasformi in crisi sistemica

REGOLAMENTAZIONE E VIGILANZA BANCARIA (ITALIA E UE)

la vigilanza riguarda tutti gli intermediari e i mercati, in particolare le banche hanno un ruolo centrale

in Italia, il quadro normativo che definisce le regole dell'attività bancaria è il TUB (Testo Unico Bancario), del 1993, che sancisce il passaggio dalla vigilanza strutturale a una vigilanza prudenziale (meno rischi)

a seguito della crisi del 2007/2008 è emersa la necessità di una Unione Bancaria Europea, finalizzata a garantire un'applicazione coerente e uniforme della normativa bancaria UE in tutti i paesi partecipanti

EUROPEAN BANKING UNION

MECCANISMO DI VIGILANZA UNICO

operativo dal 2014, comprende la Banca Centrale Europea e le autorità di vigilanza nazionali

obiettivi:

assicurare la sicurezza e la solidità del sistema con una vigilanza coerente e accrescere l'integrazione e la stabilità

applicato per le banche con attivo >30bln€ o >20% del PIL

MECCANISMO DI RISOLUZIONE UNICO

operativo dal 2016

obiettivo:

un'efficiente gestione del processo di crisi delle banche in dissesto e la minimizzazione dei costi per i vari contribuenti e per l'economia reale

due meccanismi fondamentali:

- Bail-In
- Single Resolution Fund

SCHEMA UNICO DI GARANZIA DEI DEPOSITI

ancora in fase di discussione

obiettivo:

efficiente armonizzazione dei diversi meccanismi nazionali

AREE DI REGOLAMENTAZIONE E VIGILANZA BANCARIA

esistono nove aree fondamentali di regolamentazione e vigilanza su banche, funzionali alla riduzione delle criticità di asimmetria informativa e di eccessiva assunzione dei rischi all'interno del sistema finanziario

1. safety net e assicurazione sui depositi
2. limiti alle attività detenibili
3. requisiti patrimoniali minimi obbligatori
4. autorizzazione e attività ispettiva
5. valutazione dei sistemi di risk management
6. obblighi di trasparenza
7. tutela del consumatore
8. limitazioni alla concorrenza
9. regolamentazione macroprudenziale

1. SAFETY NET E ASSICURAZIONE SUI DEPOSITI

la stabilità del sistema bancario si basa interamente sulla fiducia

ai depositanti mancano le informazioni sulla qualità dei prestiti erogati e ciò può condurre a due casi:

- il rischio di liquidità della banca genera paura nell'affidare ad essa i propri risparmi
(in caso di fallimento bancario i depositanti recuperano i fondi solo dopo una procedura di liquidazione)
- il rischio di panico bancario può causare la c.d. corsa agli sportelli (bank run) in casi di recessione
(tale fenomeno provoca un ampio effetto a catena, dannoso a livello sistemico)

⇒ è necessaria una rete di sicurezza organizzata dalle autorità per garantire la stabilità del sistema

→ **FITD, Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (ITA):**

- rimborso depositi fino a €100.000
- consorzio obbligatorio di diritto privato
- risorse del fondo provenienti dagli aderenti
- pay-off method & purchase and assumption method

↳ banca in liquidazione: la FITD rimborsa i depositi assicurati e vende attività per recuperare fondi da ripartire fra altri depositanti non assicurati

in Italia, le banche hanno l'obbligo di aderire ad un sistema di garanzia per i depositanti

il diritto alla garanzia si attiva nel caso in cui la banca entri in stato di liquidazione coatta amministrativa

→ **FDIC, Federal Deposit Insurance Corporation (USA):**

- rimborso depositi fino a \$250.000
- pay-off method & purchase and assumption method

la FDIC ricerca sul mercato potenziali acquirenti disposti ad accollarsi i debiti della banca in crisi

⇒ altre **forme di safety net governativa** sono date dall'intervento diretto per il sostegno delle banche:

- finanziamenti governativi
- nazionalizzazione
- erogazione di prestiti dalla Banca Centrale (come c.d. prestatore di ultima istanza)

la principale criticità delle forme di safety net governativa è che esse possono dare luogo a fenomeni di:

- moral hazard, incentivando le banche ad assumere rischi che altrimenti non avrebbero assunto
- selezione avversa, attirando manager propensi al rischio nel settore finanziario perchè più liberi

dilemma legislativo della too big to fail policy

esistono istituzioni così fondamentali per l'economia che il loro fallimento porterebbe a conseguenze catastrofiche e quindi i governi e le autorità intervengono per salvarle



le istituzioni, consapevoli della copertura di cui godono, assumono dei comportamenti irresponsabili e dei rischi sproporzionati

2. LIMITI ALLE ATTIVITÀ DETENIBILI

norme che limitano la detenzione delle banche di date categorie di impieghi e promuovono la diversificazione

REGOLE SULLE PARTECIPAZIONI:

- limite complessivo: complesso delle partecipazioni < 60% del patrimonio di vigilanza
- limite di concentrazione: singola partecipazione < 15% del patrimonio di vigilanza

mezzi per assorbire le perdite

REGOLE SUI "GRANDI RISCHI":

- limiti all'entità dei rischi di credito verso singole controparti e all'importo complessivo delle esposizioni
- singolo grande rischio < 25% del patrimonio di vigilanza

il principale pericolo è che tali limiti siano così onerosi da danneggiare l'efficienza del sistema finanziario

3. REQUISITI PATRIMONIALI MINIMI OBBLIGATORI

l'imposizione di requisiti patrimoniali minimi è un altro modo per ridurre il problema dell'azzardo morale (la banca investe maggiori risorse proprie) e preservare la stabilità del sistema in caso di shock avversi

BASILEA 1 documento del 1988 redatto dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria che introduce un sistema di requisiti patrimoniali commisurati ai rischi di credito e, in seguito, ai rischi di mercato

→ **coefficiente di solvibilità** pari almeno all'**8%** del rischio di credito: rapporto fra patrimonio di vigilanza e attività ponderate per rischio di credito

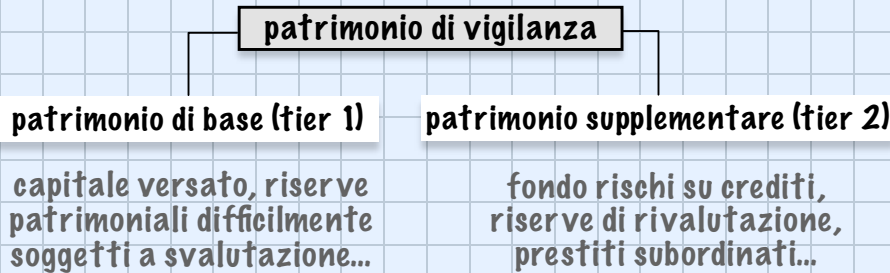


Tabella 8.1 Fattori di ponderazione del rischio per le attività a bilancio (Basilea 1)

Ponderazione 0%	Ponderazione 20%	Ponderazione 50%	Ponderazione 100%
Cassa e valori assimilati	Crediti verso banche multilaterali di sviluppo	Mutui garantiti da ipoteche su proprietà immobiliari di tipo residenziale	Crediti verso imprese del settore privato
Crediti verso banche centrali e governi dei paesi OCSE	Crediti verso banche dei paesi OCSE		Partecipazioni in imprese private
Titoli di Stato emessi da governi dei paesi OCSE	Crediti verso enti del settore pubblico di paesi OCSE		Crediti verso banche e governi centrali di paesi non OCSE
rischio basso	Crediti, di durata inferiore a 1 anno, nei confronti di banche di paesi OCSE	rischio alto	Impianti e altri investimenti fissi

il concetto di **patrimonio di vigilanza (PV)** è introdotto con Basilea 1: esso identifica la capacità della banca di assorbire perdite con mezzi propri e dunque la capacità di assumere rischi senza compromettere i depositi

⇒ una banca è libera di assumere tutti i rischi che desidera purché sia adeguatamente patrimonializzata (il patrimonio assume una funzione «cuscinetto», come mezzo in grado di assorbire eventuali perdite)

BASILEA 2 nuova versione della regolamentazione del capitale, entrata in vigore nel 2007, ma presto rivelatasi problematica di fronte ai problemi sorti con la crisi finanziaria del 2007/2008

le limitazioni nel sistema di ponderazione del rischio delle attività insiti nel metodo Basilea 1 porta a fenomeni di arbitraggio regolamentare, soprattutto da parte delle banche internazionali operative su più mercati

REQUISITI PATRIMONIALI VINCOLATI AL TIPO DI RISCHIO	POTENZIAMENTO DEL PROCESSO DI VIGILANZA	INCREMENTO DELLA DISCLOSURE
requisiti minimi obbligatori legati al tipo di rischio fra 3 tipologie diverse: di mercato, di credito e operativo ponderazione del rischio: <ul style="list-style-type: none"> • approccio standard (più categorie) • approccio basato su rating interni 	<ul style="list-style-type: none"> • sistemi di valutazione della qualità e di controllo del risk management • verifica della presenza di adeguate procedure finalizzate a determinare il fabbisogno di capitale necessario 	più trasparenza delle banche verso gli investitori riguardo <ul style="list-style-type: none"> • esposizioni creditizie • adeguatezza patrimoniale • sistemi gestione/controllo • modelli di rating interni

benefici:

- misurazione di un maggior n° di rischi
- stimolo a migliorare le prassi gestionali
- ruolo disciplinante del mercato

limiti:

- ponderazioni del rischio inaffidabili
- maggiore complessità
- configurazione prociclica

(più prestiti in fase di espansione e meno prestiti in fasi di recessione: amplificazione danni all'economia)

BASILEA 3 → pubblicato nel 2010, modificato nel 2017

- rafforzamento di **quantità e qualità del patrimonio di vigilanza** delle banche
- nuovo cuscinetto addizionale obbligatorio (**capital conservation buffer**): **2,5%** fatto da common equity
- **nuovo indice di leva finanziaria** (che considera anche poste fuori bilancio)
- requisiti prudenziali minimi in termini di liquidità: **liquidity coverage ratio** e **net stable funding ratio**
- **buffer anticiclici** (capitale in eccesso da accantonare nelle fasi di espansione)

4. AUTORIZZAZIONE E ATTIVITÀ ISPETTIVA

la previsione di una vigilanza finanziaria specifica è un modo per ridurre i fenomeni di asimmetria informativa

- la norma in materia di **autorizzazione all'attività bancaria** mira a ridurre la selezione avversa

↳ la banca può operare solo se autorizzata dall'autorità di vigilanza (in Italia, Banca d'Italia) e solo in presenza di specifici requisiti (forma giuridica, dotazione di capitale, onorabilità degli azionisti etc.).

- un'adeguata azione di monitoraggio, applicata tramite **ispezioni**, mira a ridurre rischi di moral hazard

↳ l'autorità di vigilanza effettua delle regolari ispezioni presso la sede della banca

- cambiamento del sistema finanziario e bancario → progressiva transizione da vigilanza strutturale a prudenziale
- processo di innovazione tecnologica → sempre più importanti i presidi organizzativi e i sistemi di controlli interni

5. VALUTAZIONE DEI SISTEMI DI RISK MANAGEMENT

gli ispettori bancari danno sempre più importanza all'adeguatezza dei processi di riskmanagement interni

- **ITA: sistema RAF (Risk Appetite Framework)**

↳ l'organo di supervisione strategica della banca definisce i limiti di rischio, individua un responsabile del risk management e controlla l'andamento dell'esposizione nel tempo

il senior management sviluppa un piano di politiche di risk management e attua un sistema di controlli interni (ad esempio stress test e calcolo del VAR, Value At Risk)

- **USA: sistema basato sul modello CAMELS**

↳ agli istituti sotto esame è assegnato un punteggio CAMELS, ossia un rating 1-5 specifico per sistemi di risk management

⇒

6 aree di valutazione

- Capital Adequacy
- Asset Quality
- Management
- Earnings
- Liquidity
- Sensitivity to market risk

6. OBBLIGHI DI TRASPARENZA

le autorità di vigilanza richiedono oggi che le istituzioni finanziarie forniscano un'ampia gamma di dati per aiutare il mercato a valutarne la rischiosità, oltre a quanto è previsto dai principi di contabilità standard

↳ i dati sull'adeguatezza patrimoniale, i rischi sopportati, la qualità del portfolio e i sistemi interni di risk management, consentono a creditori, depositanti e azionisti di operare nei mercati con consapevolezza

*le informazioni in questione sono diffuse attraverso il sito Internet con una periodicità almeno annuale

7. TUTELA DEL CONSUMATORE

l'asimmetria informativa fa sì che i consumatori non sempre siano in grado di cautelarsi sul mercato

→ norma in materia di **trasparenza delle informazioni contrattuali**:

insieme di regole atte a rendere il cliente consapevole di diritti e obblighi derivanti dal rapporto con la banca e dall'acquisto di prodotti bancari tradizionali, facilitando la comparazione tra i prodotti sono stabiliti standard minimi di informazione e chiarezza che gli intermediari devono rispettare (gli intermediari hanno l'obbligo di fornire le informazioni prima della conclusione del contratto)

→ dal 2009, è stata introdotta dalla Banca D'Italia la figura dell'**Arbitro Bancario e Finanziario** come strumento alternativo al giudice ordinario per la risoluzione delle controversie tra clienti e banche

8. LIMITAZIONI ALLA CONCORRENZA

il tema della limitazione alla concorrenza è estremamente delicato:

- una concorrenza elevata rende il sistema instabile
 - ↳ induce gli operatori deboli a uscire dal mercato e aumenta gli incentivi a comportamenti scorretti (= moral hazard)
- una concorrenza bassa rende il sistema inefficiente
 - ↳ induce gli operatori forti ad approfittare della situazione (monopoli e oligopoli) e aumenta i costi per i consumatori

grande attenzione
al dosaggio della leva
della concorrenza

in Italia fino a inizio anni '90, l'attività bancaria non era considerata impresa, ma un'attività di pubblico interesse, e le autorità davano priorità alla stabilità, limitando la concorrenza, a discapito dell'efficienza

9. REGOLAMENTAZIONE MACROPRUDENZIALE

prima della crisi le autorità di regolamentazione adottavano un tipo di **vigilanza microprudenziale**
→ focus su sicurezza e stato di salute di singole istituzioni finanziarie (prompt corrective action)



la crisi del 2007/2008 dimostra che talvolta i problemi di istituzioni singole hanno impatti sistemici
→ serve una **vigilanza macroprudenziale** incentrata sulla salute del sistema finanziario nel suo insieme

⇒ l'obiettivo delle politiche macroprudenziali è quello di **eliminare la prociclicità del leverage**, rendendo **controciclici** i requisiti patrimoniali minimi obbligatori e introducendo requisiti di liquidità (Basilea 3)

SFIDE DELL'ATTIVITÀ DI REGOLAMENTAZIONE E VIGILANZA

- le istituzioni finanziarie hanno forti incentivi a escogitare **nuove soluzioni** per aggirare la regolamentazione
- sono necessarie norme estremamente analitiche (con grande attenzione ai dettagli) per evitare **aree grigie**
- le imprese regolamentate possono esercitare **azioni di lobbying** sui politici, al fine di mitigare gli interventi

non è detto che le leggi e la vigilanza siano sempre in grado di garantire la stabilità e l'efficienza del sistema

PER DUBBI O SUGGERIMENTI SULLA DISPENSA



MARCO FORMISANO

marco.formisano@studbocconi.it

@marco_formisano__

+39 3313433934

PER INFO SULL'AREA DIDATTICA

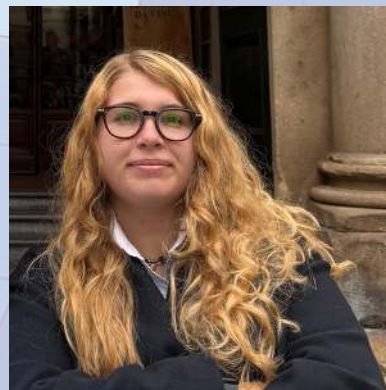


MARCO FORMISANO

marco.formisano@studbocconi.it

@marco_formisano__

+39 3313433934



ELENA CACIOLI

elena.cacioli@studbocconi.it

@elenacacioli_

+39 3928931605



TEACHING DIVISION



NOSTRI PARTNERS

700+
CLUB



ETHAN
SUSTAINABILITY

DELIVERY VALLEY

NO GENDER KITCHEN

LA PIADINERIA

