

Prefazione

Il presente volume intende offrire un contributo alla conoscenza degli strumenti e dei prodotti finanziari attraverso un percorso logico finalizzato a descriverne le caratteristiche economico-tecniche e i principali aspetti di valutazione.

Il testo nasce dall'esperienza didattica dei corsi di Economia degli Intermediari Finanziari e di Economia del Mercato Mobiliare, tenuti dagli autori presso la Facoltà di Economia «Marco Biagi» e la Facoltà di Scienze della Comunicazione e dell'Economia dell'Università di Modena e Reggio Emilia.

I temi vengono illustrati seguendo gli schemi classici dell'economia dei sistemi finanziari. Seguendo questo approccio, si affrontano le tematiche inerenti: il valore finanziario del tempo, i concetti generali di rendimento e di rischio, il fabbisogno finanziario delle imprese, i servizi e i prodotti bancari, i titoli di debito, i titoli di capitale e ibridi, i prodotti del risparmio gestito, i contratti assicurativi, i contratti derivati e alcune nozioni di base sulla gestione del rischio di cambio. In particolare i singoli strumenti finanziari vengono descritti analizzandone le caratteristiche tecnico-economiche e i principi generali di valutazione. Di volta in volta, sono riportati esempi relativi ai principali strumenti finanziari presenti nel contesto istituzionale italiano.

La trattazione delle principali categorie degli strumenti finanziari negoziati nel sistema finanziario e un adeguato approfondimento del loro funzionamento e delle loro caratteristiche rendono il volume un utile strumento di apprendimento per gli studenti e un valido supporto operativo per tutti coloro che desiderano approfondire le proprie conoscenze del complesso e mutevole mondo del funzionamento degli strumenti e dei prodotti finanziari.

GLI AUTORI

Capitolo Primo

Le operazioni finanziarie: investimento, finanziamento e rischio

Obiettivi

Al termine di questo capitolo il lettore dovrebbe essere in grado di:

- conoscere le principali tipologie di operazioni finanziarie e i relativi profili di analisi;
- conoscere le principali tipologie di rischio a cui sono esposte attività e passività finanziarie.

1. Le operazioni finanziarie

Le operazioni finanziarie o di finanziamento sono trasferimenti di potere d'acquisto nel tempo tra soggetti che intendono soddisfare esigenze contrapposte di impiego e di raccolta di risorse monetarie. Sono uno scambio di denaro oggi contro denaro del futuro. Lo scambio è attuato mediante l'esecuzione di una prestazione attuale in moneta a fronte della promessa di una prestazione futura, sempre in moneta.

Sono interessati allo scambio sia le **unità finali**, famiglie, imprese e operatori pubblici, sia gli intermediari finanziari, banche ed altre istituzioni finanziarie. Le unità finali si rivolgono al sistema finanziario sia per impiegare le risorse non destinate all'acquisto di beni di consumo (risparmio), nella prospettiva di ottenere un maggiore potere di acquisto nel futuro, sia per realizzare una spesa superiore alle entrate correnti, richiedendo potere d'acquisto immediato e rilasciando la promessa di restituzione di risorse monetarie nel futuro. Le unità finali si rivolgono quindi al sistema finanziario per investire denaro o per ottenere finanziamenti. Il sistema finanziario si rende controparte delle unità finali, prestando servizi finanziari di impiego del risparmio e di finanziamento. Ai fini del presente contributo i termini prestatore finale di fon-

di e investitore verranno utilizzati per indicare quelle unità finali che si rivolgono al sistema finanziario con l'obiettivo di impiegare risorse finanziarie in eccesso; diversamente, si parla di prestatore finale di fondi, debitore o soggetto finanziato per quelle unità finali che devono ricorrere al sistema finanziario per ottenere finanziamenti.

Gli elementi essenziali di una operazione finanziaria, oltre alla natura monetaria delle prestazioni contrapposte, sono il tempo e il rischio.

Il **tempo**. Le prestazioni non sono contestuali ma separate da un intervallo temporale più o meno lungo che definisce la durata dell'operazione.

Il **rischio**. La distanza temporale che separa le prestazioni conferisce all'operazione elementi d'incertezza. Il soggetto tenuto ad eseguire la prestazione futura potrebbe risultare inadempiente, così come, durante la vita dell'operazione possono intervenire accadimenti non prevedibili che modificano le originarie condizioni dello scambio. I flussi di cassa in entrata associati ad una operazione finanziaria (le prestazioni ricevute dal soggetto investitore), in quanto futuri, sono solo previsti o meglio attesi. È pertanto possibile che si realizzino in misura superiore o inferiore a quelli previsti e attesi, oppure non si realizzino del tutto. A seconda della natura contrattuale ed economica dello scambio, per il soggetto investitore si prospettano, quindi, varie tipologie di rischio: alcune dipendenti dalle condizioni economiche della controparte (ad esempio rischio d'insolvenza), altre riconducibili a fattori indipendenti dal comportamento dei soggetti finanziati (ad esempio rischio di tasso d'interesse, d'inflazione, di cambio, ecc.). La valutazione delle varie tipologie di rischio dipende dagli elementi conoscitivi a disposizione dei contraenti al momento dell'attivazione dell'operazione e quindi dall'informazione disponibile. La quantità, la qualità, l'accessibilità e la trasparenza delle informazioni disponibili sono elementi essenziali per l'apprezzamento dei vari fattori di rischio e, quindi, del grado di certezza dei flussi di cassa attesi.

Le operazioni finanziarie possono essere valutate sotto il profilo tecnico-giuridico e sotto quello economico-tecnico.

1.1. Il profilo tecnico-giuridico

Sotto il profilo tecnico-giuridico le operazioni finanziarie trovano espressione in varie tipologie di **contratti finanziari** rappresentativi degli accordi tra gli operatori economici per definire diritti, obblighi, vincoli e divieti relativi all'esecuzione delle prestazioni ed al trasferimento di potere d'acquisto. A seconda che si sottolinei la natura patrimoniale dei diritti, ovvero quella degli obblighi contrattuali, l'operazione finanziaria è, rispettivamente, classificabile come **attività finanziaria** o **passività finanziaria**. I termini attività finanziaria e passività finanziaria sono quindi sinonimi di contratto finanziario, rispettivamente, **attivo** o **passivo**, a seconda che individuino i diritti a ricevere, ovvero gli

obblighi ad eseguire la prestazione monetaria concordata tra le parti.

Diversamente dalle **attività reali**, cioè beni materiali tangibili (ad es. immobili) e immateriali intangibili (ad es. marchi) che compaiono nell'attivo di bilancio di un solo operatore, le attività finanziarie e le passività finanziarie presentano la particolarità di figurare nello stato patrimoniale di due operatori. Infatti, per sua natura, un'attività finanziaria è al tempo stesso una componente dell'attivo di un operatore ed un elemento del passivo di un altro. Per il soggetto tenuto ad effettuare nel futuro pagamenti a fronte del potere di acquisto ricevuto, l'operazione finanziaria è una passività. Per il contraente che ha diritto a ricevere la prestazione monetaria futura, l'operazione finanziaria è una attività finanziaria.

Mentre i benefici ritraibili da una attività reale, in quanto espressione di un rapporto di proprietà, dipendono direttamente dalla piena disponibilità e dall'uso discrezionale del bene stesso, quelli ottenibili dalla titolarità di una attività finanziaria sono strettamente collegati al comportamento della controparte, contrattualmente impegnata ad effettuare le prestazioni stabilite. La titolarità di un'attività finanziaria o di un contratto finanziario attivo conferisce al suo possessore dei diritti sull'attivo patrimoniale della controparte, mentre la proprietà di un'attività reale attribuisce la facoltà di determinarne l'uso.

I contratti finanziari presentano elementi negoziali e caratteristiche economico-tecniche assai diversificate. La numerosità e varietà di tipologie riflette la differenziazione dei bisogni delle controparti dello scambio finanziario. La disponibilità delle parti a realizzare la transazione finanziaria è di fatto vincolata al soddisfacimento di esigenze e di condizioni che trovano concreta espressione nella combinazione delle varie **clausole contrattuali**. Tra i diversi elementi negoziali, particolare rilievo assumono quelli che concorrono a definire la natura del rapporto che s'instaura tra i contraenti o, in altre parole, il grado di coinvolgimento del prestatore di fondi nelle vicende economiche dell'emittente e la misura della partecipazione ai rischi sostenuti da quest'ultimo. Sotto questo aspetto, ad esempio, il contratto può avere per oggetto un rapporto di credito, ovvero di partecipazione, configurando per l'investitore profili di aleatorietà dell'operazione e poteri di controllo sulla controparte assai diversi. In definitiva, per i contraenti, la negoziazione di un contratto finanziario si risolve in una distribuzione di rischi tra le parti sulla base di un compromesso accettabile tra finalità contrapposte.

Attraverso la definizione dei diritti e degli obblighi dello scambio finanziario, le parti non si accordano solamente sulle modalità tecniche di trasferimento dei fondi, ma anche sul tipo di redistribuzione dei rischi gravanti sui prenditori di fondi. Il bilanciamento e la delimitazione dell'influenza dei fattori di incertezza sul contratto finanziario trovano espressione in diverse combinazioni di elementi negoziali, classificabili secondo categorie omogenee.

Ciascuna categoria o tipologia di strumenti, a sua volta, si qualifica per i modi e le forme con cui la struttura contrattuale incorpora e riflette i rischi tipici dell'attività caratteristica svolta dal soggetto finanziato.

In base alla natura contrattuale ed economica dello scambio i contratti finanziari possono essere classificati in quattro macro categorie: contratti di **debito**, contratti di **partecipazione**, contratti di **assicurazione**, contratti **derivati**.

- **I contratti di debito** consistono nell'erogazione da parte di un soggetto (creditore) di una data somma di denaro, sulla base dei contestuali impegni, assunti dalla controparte (debitore), sia di restituzione, ad una o più scadenze future, del capitale ricevuto in prestito, sia del pagamento di un compenso (interesse) per la disponibilità delle risorse monetarie. I mutui, i depositi bancari, i prestiti obbligazionari con o senza cedola (*zero coupon*) sono tipologie di operazioni finanziarie appartenenti alla categoria dei contratti di debito/credito. Si tratta di operazioni creditizie che, appunto, sottintendono un rapporto di natura fiduciaria tra i soggetti dello scambio. Colui che cede potere d'acquisto immediato fa affidamento sulla promessa della controparte di adempiere agli impegni assunti, anche se, data l'esecuzione differita della controprestazione, sussiste sempre l'eventualità di una insolvenza, ovvero di uno slittamento dei tempi di rimborso da parte del debitore.

La distanza temporale che separa le due prestazioni implica dunque una componente aleatoria a carico del creditore il quale, prima di erogare un prestito alla controparte, deve valutarne la **capacità di rimborso a scadenza** (o più in generale la capacità di onorare gli impegni assunti), capacità di rimborso che dipende dalle condizioni reddituali e patrimoniali del prenditore finale di fondi. Più in dettaglio, per le imprese di particolare importanza è determinata l'attività economica e la capacità reddituale della stessa; per le famiglie vengono valutate le condizioni reddituali e l'ammontare del patrimonio disponibile.

- **I contratti di partecipazione** consistono nel trasferimento di risorse ad una impresa da parte di un soggetto che assume la veste di proprietario o comproprietario dell'impresa stessa. Il conferimento di risorse a titolo di **capitale sociale** comporta l'assunzione del rischio d'impresa.

Questi contratti sono rappresentati essenzialmente da azioni e quote di partecipazione al capitale di una impresa e conferiscono ai titolari sia **diritti patrimoniali**, sulla quota parte di utili e di patrimonio netto societario, sia **diritti amministrativi**, identificabili nella possibilità di concorrere alla elaborazione degli orientamenti gestionali della società.

A differenza dei rapporti di credito, questa categoria di contratti si caratterizza quindi per la cointeressenza ai risultati dell'attività economica svolta dal-

l'impresa e per il vincolo che lega i capitali investiti alla vita della stessa. Il soggetto finanziato non assume alcun impegno certo di remunerazione e di restituzione futura del capitale originariamente ricevuto. Il comproprietario dell'impresa è quindi titolare di un diritto residuale sugli utili e sul patrimonio netto. La remunerazione è condizionata all'effettivo conseguimento di risultati economici positivi (utili d'esercizio) e alla decisione di distribuzione degli stessi ai soci. Così come, in caso di liquidazione, la restituzione ai soci del capitale conferito è subordinata al prioritario adempimento degli impegni assunti verso i creditori.

Questi contratti sono attività finanziarie essenzialmente per due motivi: in primo luogo e, contrariamente alle attività reali, perché **compaiono nel bilancio di due operatori**; in secondo luogo, perché, se considerati sotto il profilo finanziario, prevedono comunque l'esecuzione di **prestazioni monetarie contrapposte** da parte dei contraenti (finanziato e finanziatore). Le prestazioni del prenditore di fondi sono sempre rappresentate da un flusso di pagamenti la cui aleatorietà è inscindibile dal diritto di compartecipazione ai risultati economici. Il trasferimento di potere di acquisto realizzato dal finanziatore è un conferimento di **capitale di rischio**. Ne consegue che il rendimento e il valore di mercato della quota di capitale conferita sono entrambi strettamente collegati alla redditività ed al valore dell'impresa.

- **I contratti di assicurazione** consentono il trasferimento dei rischi da un soggetto (assicurato) ad un altro soggetto (assicuratore) di norma rappresentato da istituzioni specializzate. A fronte di un compenso, detto **premio assicurativo**, l'assicuratore assume un onere finanziario condizionato al verificarsi di un dato evento futuro ed incerto, inerente il patrimonio o la persona dell'assicurato. Quest'ultimo trasferisce pertanto alla controparte l'onere economico di un accadimento temuto. Il contratto di assicurazione è anche detto **polizza assicurativa**, sulla base del documento rilasciato come quietanza del pagamento del premio da parte dell'assicurato.

I contratti assicurativi sono operazioni finanziarie aleatorie, essendo caratterizzate dalla contrapposizione tra una prestazione certa dell'assicurato (il premio) ed una controprestazione eventuale dell'assicuratore. Nelle assicurazioni del **ramo vita** e a carattere **previdenziale**, l'incertezza riguarda essenzialmente il momento dell'adempimento da parte dell'impresa assicuratrice. Il versamento del premio tende a costituire un capitale prefissato (o una rendita), il cui pagamento da parte dell'assicuratore è subordinato all'esistenza in vita, al verificarsi della morte della persona o alla combinazione delle due.

Nelle assicurazioni del **ramo danni** la controprestazione a carico dell'assicuratore è subordinata al verificarsi dell'evento contrattualmente previsto, senza il quale non matura il diritto al risarcimento. Le assicurazioni del ramo

danni assolvono la funzione di reintegrare il patrimonio dell'assicurato (risarcimento) al verificarsi di eventi che producono danni o perdite. Appartengono al ramo danni le assicurazioni contro il furto e l'incendio così come le assicurazioni di responsabilità civile per i danni arrecati a terzi.

I rischi assicurabili, cioè trasferibili di norma ad un assicuratore, sono definiti **rischi puri**, in contrapposizione ai **rischi speculativi**. Appartengono alla categoria dei rischi puri tutti gli eventi aleatori che possono determinare solo una perdita al soggetto che ne venga colpito e sul quale l'assicurato non ha alcuna possibilità di controllo. Sono rischi speculativi o finanziari tutti gli eventi che possono generare un risultato negativo o positivo, in altri termini diverso (più alto o più basso) rispetto a quello atteso.

L'acquisto di azioni e di obbligazioni comporta un rischio speculativo in quanto il valore dell'investimento, rappresentato dal prezzo dei titoli, può scendere e determinare una perdita, ma può anche salire e determinare un profitto. Una impresa agricola può subire una perdita economica sia quando eventi atmosferici determinano una totale o parziale distruzione dei raccolti, sia quando i prezzi di vendita dei prodotti coltivati non consentono di coprire i costi di gestione. Il rischio grandine, ad esempio, è un rischio puro. Il rischio di variazione dei prezzi della produzione agricola è un rischio speculativo. Nel primo caso l'impresa agricola può assicurarsi contro il rischio grandine. Il verificarsi dell'evento determina un danno economico, una perdita. Nel secondo caso, l'impresa agricola non può stipulare una polizza di assicurazione contro l'eventuale andamento sfavorevole del prezzo del grano. I prezzi dei prodotti agricoli possono anche salire e, quindi, il loro andamento può produrre conseguenze economiche sia negative che positive (rischio speculativo). Per proteggersi dai rischi finanziari si può ricorrere a contratti derivati.

- I **contratti derivati**, sono così qualificati perché il loro valore dipende (deriva) da altre operazioni o altre variabili finanziarie sottostanti. Un derivato è quindi un contratto il cui prezzo dipende dalle quotazioni di un diverso contratto finanziario sottostante ed oggetto di riferimento per la definizione dei diritti e degli obblighi delle parti.

Le controparti di un contratto derivato non perseguono finalità di investimento o di disinvestimento di capitali ma quello di trasferire il rischio speculativo. Lo scambio finanziario è strumentale alla **copertura** (o **hedging**) del rischio di variabilità dei prezzi delle attività finanziarie o, in altre parole, consentono agli operatori di affrontare, sotto l'aspetto tecnico, i problemi di gestione dei rischi speculativi e della ottimizzazione di un portafoglio di investimenti finanziari. Sono scambiati in mercati specifici dove le unità economiche possono intervenire per far fronte alle incertezze derivanti dalla variabilità futura dei prezzi degli strumenti finanziari (copertu-

ra), ma anche con la sola finalità di trarre profitto dalla variazione dei prezzi. L'intervento di soggetti con differente propensione al rischio rende possibile il trasferimento dell'alea della variazione dei prezzi delle attività ad operatori che, in cambio di guadagni attesi, si assumono gli oneri relativi (speculatori). La ragion d'essere di questi strumenti è infatti riconducibile agli intenti che sono alla base delle decisioni degli scambisti, i quali di fatto agiscono come venditori e acquirenti di assicurazione contro l'alea di variazione dei prezzi delle attività sottostanti (rischio speculativo), oppure operano come speculatori *tout-court*.

Queste tipologie contrattuali possono essere efficacemente utilizzate per il soddisfacimento dei principali bisogni espressi da prenditori e prestatori finali di fondi. I bisogni delle unità economiche possono essere distinti tra: investimento, finanziamento, trasferimento dei rischi puri e speculativi e bisogni di pagamento.

- **I bisogni di investimento** sono collegati alla valorizzazione nel tempo delle disponibilità monetarie dei soggetti in avanzo finanziario. Gli strumenti destinati a soddisfare bisogni di investimento si ricollegano alle principali forme di impiego del risparmio, ad esempio depositi in c/c, depositi a risparmio, obbligazioni, azioni, quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), le quali si caratterizzano per la diversità delle combinazioni di rendimento e di rischio. I prodotti di investimento di natura bancaria e finanziaria sono descritti nel Capitolo Quarto, i titoli di debito nel Capitolo Quinto, i titoli azionari e ibridi nel Capitolo Sesto, le quote di OICR e più in generale i prodotti del risparmio gestito al Capitolo Settimo.

- **I bisogni di finanziamento** sono collegati alla necessità di reperire risorse finanziarie ulteriori, rispetto a quelle già disponibili, per un'eccedenza dei consumi e delle spese di investimento rispetto ai redditi realizzati. È infatti la necessità di copertura del fabbisogno finanziario a determinare la nascita dei bisogni di finanziamento in capo ai soggetti in deficit finanziario, tipicamente le imprese. All'analisi dei prodotti bancari e finanziari che rispondono ai bisogni di finanziamento espressi dalla clientela sono dedicati i Capitoli Terzo e Quarto.

- **I bisogni collegati al trasferimento dei rischi puri** nascono dalla necessità di cautelarsi contro i danni prodotti dal verificarsi di un sinistro, ovvero al verificarsi di un evento attinente alla vita umana. Diversamente, **bisogni di copertura dei rischi speculativi** derivano dalla necessità di affrontare, sotto l'aspetto tecnico, i problemi di gestione dei rischi speculativi e della ottimizzazione di un portafoglio di investimenti finanziari, con l'obiettivo del mantenimento della ricchezza finanziaria/patrimoniale nei diversi stati di natura.

All'analisi dei principali prodotti assicurativi e degli strumenti derivati che rispondono ai bisogni di trasferimento del rischio espressi dalla clientela sono dedicati rispettivamente i Capitoli Ottavo e Nono. Il Capitolo Decimo è dedicato all'analisi dei rischi degli scambi internazionali e alle principali strategie di gestione e copertura del rischio di cambio.

• I **bisogni collegati al sistema dei pagamenti** fanno riferimento alla domanda di moneta e ai servizi di trasferimento della stessa evidenziati dalle unità del sistema economico; i principali strumenti e procedure di pagamento bancarie sono descritte nei Capitoli Terzo e Quarto.

1.2. Il profilo economico-tecnico

Sotto il profilo economico-tecnico, un'operazione finanziaria incorpora flussi di pagamenti con scadenze temporali diverse e soggetti a differenti gradi di aleatorietà, collegati tanto ai problemi specifici dei singoli contraenti, quanto a fattori economici e finanziari che interessano sistematicamente il contesto economico di riferimento dello scambio.

Si tratta di tutte quelle componenti elementari, rilevanti sotto il profilo della valutazione economico-finanziaria, che sono rappresentate:

- dalla denominazione in valuta estera o in moneta nazionale di conto delle prestazioni monetarie;
- dalla natura del prenditore di fondi (emittente-debitore);
- dalla durata contrattuale dell'operazione;
- dalle modalità di esecuzione delle prestazioni e, quindi,
 - dalle condizioni di erogazione del capitale o di emissione di titoli e certificati rappresentativi della transazione finanziaria;
 - dalle condizioni di rimborso;
 - dal tipo e dalla natura della remunerazione;
 - dalla previsione di particolari facoltà od opzioni tra prestazioni alternative concesse all'uno o all'altro contraente;
- dalla negoziabilità dello strumento che ne condiziona anche il grado di liquidità;
- dal trattamento fiscale dei proventi.

• La **denominazione in valuta estera o in moneta nazionale** di conto delle prestazioni monetarie consente di individuare una particolare tipologia di rischio, il rischio di cambio o c.d. rischio valutario, in quanto la variazione del tasso di cambio impatterà sui futuri flussi di cassa associati alla attività finanziaria e, quindi, sul valore dell'attività stessa.

- La **natura del prenditore di fondi** consente di classificare le operazioni finanziarie in funzione del livello atteso di rischio. In particolare, nei contratti di debito, consente di definire il rischio di insolvenza del debitore, altrimenti denominato rischio di credito. Lo scambio finanziario poggia su un presupposto fiduciario; è evidente che non tutti i prenditori di fondi possono essere messi sullo stesso piano o, in altre parole, secondo la terminologia tecnica, non hanno lo stesso *rating*. Ad esempio, le passività del Tesoro dello Stato sono considerate, all'interno del paese, a rischio nullo, in quanto lo Stato ha potere impositivo nei confronti dei cittadini. Più in particolare, il *rating* è un punteggio, espresso in lettere o in cifre, che indica la capacità di un ente privato o pubblico che emette un titolo di rispettare l'impegno assunto. Il *rating* può essere esterno o interno. Nel primo caso, il *rating* è pubblico ed è assegnato da operatori specializzati (Agenzie di *rating*) nella valutazione degli emittenti di passività finanziarie e nella classificazione degli stessi per categorie di rischio. I *rating* interni non sono pubblici, sono assegnati ai debitori dallo stesso creditore (in genere banche) al momento della valutazione effettuata per l'erogazione di prestiti.

- La **durata** del contratto definisce l'orizzonte temporale dell'operazione finanziaria e, quindi, il periodo di impiego del capitale. La durata può essere **indeterminata** ovvero **determinata**. Nel primo caso la data del rimborso non è fissata in modo esplicito dalle norme contrattuali. Ciò non significa assenza di una scadenza ma, semplicemente, che il prenditore di fondi non è vincolato ad una data ultima per la restituzione del capitale (come ad esempio per le azioni e per i prestiti obbligazionari cosiddetti irredimibili o consolidati), oppure la definizione dei termini del rimborso è attribuita al creditore, come ad esempio per i depositi bancari in conto corrente a vista. In quest'ultima fattispecie i tempi di rimborso sono indeterminati perché è il comportamento stesso del creditore che, sulla base dell'esigibilità a vista del credito, decide i momenti o il momento effettivo di scadenza, esercitando la facoltà di prelievo dal conto.

La durata o scadenza di una attività finanziaria è, al contrario, determinata quando è fissato il termine ultimo per il rimborso del capitale. Nella pratica operativa, l'esistenza di una precisa data di rimborso consente una classificazione delle operazioni finanziarie secondo termini di scadenza convenzionali: a breve, tipiche del mercato monetario (di norma entro 12/18 mesi), a medio (fino a 5 anni) ed a lungo termine (oltre 5 anni), caratteristiche del mercato finanziario.

Alcune tipologie di contratti finanziari (mutui ad esempio), pur essendo prefissato il momento del rimborso, consentono ad uno dei due contraenti la facoltà di estinguere anticipatamente l'operazione. In genere, l'opzione di rimborso anticipato è attribuita al debitore, il quale può esercitarla in momenti prefissati, ovvero durante tutta la vita del contratto.

• In alle **modalità di esecuzione delle prestazioni** assumono importanza:

– le modalità relative all'**erogazione del capitale** e all'emissione dei titoli rappresentativi del contratto finanziario. Questi aspetti sono importanti perché concorrono a definire i tempi, gli importi e le modalità dell'effettiva *disponibilità* di fondi per i prenditori. L'acquisizione di tale disponibilità può avvenire infatti per importi ed in tempi prefissati (ad esempio mutui fondiari ed edilizi erogati in base allo stato di avanzamento dei lavori), oppure può essere lasciata alla discrezionalità del prenditore di fondi (ad esempio per i prestiti bancari concessi nella forma di utilizzo in conto corrente). Per altro verso, nel caso di emissione di titoli obbligazionari ed azionari, a seconda delle tipologie di collocamento prescelte (in pubblica sottoscrizione, a condizioni prestabilite, con il sostegno di consorzi di garanzia), l'acquisizione del volume di fondi richiesto dal mercato può presentare diversi gradi di certezza, ovvero costi finanziari, più o meno elevati;

– il **rimborso del capitale**: può avvenire secondo criteri e modalità differenti; ad esempio, interamente alla scadenza ultima, secondo piani di rimborso con o senza periodo di preammortamento, a quote di capitale costanti, decrescenti ovvero crescenti, prefissando il valore di rimborso, ovvero ancorando tale importo a parametri di riferimento. Tali elementi sono di particolare importanza perché concorrono a determinare l'effettiva sequenza temporale dei pagamenti. Sotto questo profilo, la durata consente all'emittente di definire con certezza i tempi di effettiva disponibilità dei fondi, circostanza di rilievo non trascurabile ai fini dell'armonizzazione delle scelte d'investimento e di finanziamento;

– il tipo e la natura della **remunerazione**: insieme alle modalità di erogazione e di rimborso, concorrono a definire tanto il **rendimento** quanto il **costo effettivo** dell'operazione finanziaria. La remunerazione rappresenta la componente periodica (o le componenti) di ricavo (o di costo) contrattualmente negoziata tra le parti e percepita dall'investitore (o sostenuta dall'emittente).

La remunerazione periodica assume la forma di **interesse** per i contratti di debito e di **dividendo** per i titoli azionari. La misura della remunerazione periodica può essere fissa ovvero variabile e, in proposito, è opportuno precisare che quando la variabilità è riferita al tasso cedolare, si identificano **operazioni a tasso fisso** e **operazioni indicizzate** (in genere, mutui, titoli obbligazionari ed assimilati). Le obbligazioni sono comunque denominate, secondo una prassi terminologica consolidata, anche **titoli a tasso** o **a reddito fisso**, in contrapposizione ai valori azionari qualificati **titoli a reddito variabile**.

La variabilità della remunerazione periodica delle azioni (dividendi) è collegata alla dinamica dei redditi aziendali e alle decisioni di distribuzione degli stessi, le condizioni di variabilità della remunerazione periodica nei rapporti di debito (ad esempio dei mutui), sono fissate al momento della negoziazione dell'operazione e non sono modificabili durante la vita del contratto. È evi-

dente che i parametri di riferimento della remunerazione a titolo d'interesse possono subire nel tempo oscillazioni più o meno accentuate dal momento che, nella prassi, essi sono rappresentati dal tasso di inflazione (indice dei prezzi al consumo ad esempio), ovvero dai tassi di interesse di mercato monetario (ad esempio *euribor*) o finanziario o, ancora, dai rapporti di cambio tra monete.

Nel caso dei titoli azionari la misura del dividendo è strettamente collegata a quella degli utili di esercizio conseguiti dal soggetto emittente, nonché alle decisioni di distribuzione degli stessi da parte dell'assemblea degli azionisti. Occorre tuttavia rilevare che norme di legge e statutarie prevedono (o possono prevedere) che il dividendo su alcune categorie di azioni sia corrisposto in via prioritaria e/o in misura minima prefissata.

Da sola, la remunerazione periodica non è comunque in grado di esprimere né il costo né il rendimento effettivo dell'operazione finanziaria. Oltre ad essere una misura nominale del reddito contrattualmente definito tra le parti, la remunerazione periodica è una delle molteplici componenti di ricavo e di costo dell'operazione finanziaria. Di ricavo, poiché oltre agli interessi e ai dividendi, ve ne sono altre di natura occasionale (ad esempio guadagni o perdite di capitale determinate dalla variazione del prezzo dell'attività finanziaria) o di altro genere, come i premi di rimborso. Di costo perché, di norma, il creditore sostiene oneri per l'acquisto, la negoziazione, l'incasso ed il rimborso (commissioni). Analogamente, per la determinazione del costo effettivo, l'emittente sostiene spese per l'emissione, per il collocamento presso gli investitori e per la mera esecuzione dei pagamenti dovuti (ad esempio oneri bancari per il servizio di pagamento eseguito da banche);

– la previsione di particolari **facoltà od opzioni** concesse all'uno o all'altro contraente: si sostanzia, ad esempio, nella facoltà di richiedere ovvero di effettuare in via anticipata il rimborso, la facoltà di modificare unilateralmente la remunerazione nell'ambito di schemi prefissati, la facoltà di modificare la tipologia dell'accordo contrattuale, ovvero di esercitare diritti di prelazione per successive emissioni.

• Un altro elemento distintivo è rappresentato dalla **negoziabilità**. Infatti, alcuni contratti sono scambiati in mercati organizzati, altri invece non sono oggetto di scambi attivi e vivaci. Sotto questo profilo le attività quotate e scambiate in mercati ufficiali presentano un grado di negoziabilità maggiore rispetto a quelle non quotate. La negoziabilità è uno dei requisiti per la **liquidità** dell'operazione finanziaria. La liquidità sta ad indicare la rapidità e l'economicità con cui l'impiego di capitale si trasforma in moneta. La liquidità è un concetto relativo, commisurato alla diversa attitudine a trasformarsi economicamente e tempestivamente in moneta. Il recupero dei capitali impiegati infatti può avvenire: a) in maniera fisiologica alla scadenza naturale dell'ope-

razione oppure b) in seguito alla cessione a terzi (smobilizzo) dell'attività finanziaria prima della sua scadenza. Al riguardo, si distingue tra **liquidità naturale** e **liquidità artificiale**. La liquidità naturale è determinata dalla scadenza dell'attività finanziaria o, più precisamente, dalle scadenze dei flussi di pagamento stabiliti. La liquidità artificiale è invece il recupero dei capitali impiegati ottenuto mediante la cessione a terzi del contratto finanziario.

- L'ultimo elemento distintivo delle attività finanziarie è rappresentato dal **trattamento fiscale**. Ultimo per ordine di presentazione ma non certo per importanza. Infatti, da un lato, l'onere tributario sui frutti periodici, formalmente a carico del percettore, si trasla, in tutto o in parte, sull'emittente, concorrendo a determinare il costo effettivo delle risorse ottenute mentre, dall'altro lato, gli investitori valutano e comparano la remunerazione complessiva attesa, a qualsiasi titolo (interesse, dividendo, guadagno in c/capitale, premio di rimborso e così via), in termini di rendimento netto d'imposta, sulla base del proprio *status* fiscale.

2. Il rischio

Con il termine rischio si indica generalmente l'eventualità che un avvenimento possa causare un danno o una perdita (Riquadro 1). Occorre tuttavia tener presente che sulla base degli effetti prodotti da accadimenti futuri ed incerti si distingue tra due tipologie di rischio: rischio puro e rischio speculativo.

Come già rilevato in precedenza, il **rischio puro** è da ricondurre ad accadimenti che possono generare solo danni e perdite. L'eventualità di un incendio, di un furto, di un infortunio o di una malattia sono tutti eventi che possono causare, al soggetto esposto, solo danni e, quindi, nessun beneficio.

Il **rischio speculativo** è invece collegato ad avvenimenti futuri ed incerti che possono comportare non solo effetti sfavorevoli ma anche favorevoli. L'esposizione al rischio tipica delle operazioni finanziarie si presenta sotto il duplice aspetto di produrre sia oneri, che guadagni, a seconda del tipo di evento. In particolare, per una operazione finanziaria, il rendimento realizzato (o rendimento *ex post*) può risultare diverso, superiore oppure inferiore, a quello atteso (o rendimento *ex ante*). La possibile divergenza tra rendimenti realizzati e rendimenti attesi dipende dal verificarsi di eventi che possono produrre effetti di segno diverso sui flussi di cassa dell'operazione. L'entità del rischio dell'operazione è determinato dalla dimensione degli scostamenti tra flussi di cassa attesi e flussi di cassa realizzati.

Riquadro 1. – *Tassonomie del rischio*

In base agli effetti dell'evento rischioso	Rischi puri (o assicurativi): effetti negativi (la cui gestione è oggetto specifico dell'attività assicurativa)
	Rischi finanziari (o speculativi): effetti sia positivi che negativi
In base alla tempistica di calcolo	Rischi <i>ex ante</i>
	Rischi <i>ex post</i>
In base alla natura del rischio	Rischi sistematici (o non diversificabili): nascono da situazioni generali (catastrofi naturali, innovazione tecnologica, prezzi, regolamentazione, tassi di interesse e di cambio, ecc.)
	Rischi non sistematici (o specifici o diversificabili): nascono da fenomeni relativi ai singoli debitori
In base all' oggetto	Singola attività finanziaria
	Portafoglio di attività finanziarie

Il rischio o, in altre parole, la variabilità del rendimento può essere misurato sia *ex ante*, che *ex post*. *Ex ante*, sulla base della varianza dei rendimenti possibili rispetto al rendimento medio atteso o stimato al momento in cui l'investimento ha inizio. *Ex post*, quando si rilevi, a posteriori in un dato intervallo di tempo, la variabilità del rendimento. Il rischio è infatti misurabile statisticamente sulla base degli scostamenti dei valori assunti da una variabile aleatoria (i rendimenti attesi o realizzati) rispetto al suo valore medio (rendimento medio atteso o realizzato). Attraverso la varianza e lo scarto quadratico medio è possibile quantificare la variabilità (o volatilità) attesa *ex ante* del rendimento, ovvero la variabilità storica del rendimento così come rilevabile attraverso valori osservati (ad esempio andamento dei prezzi di mercato di un titolo azionario).

Il rendimento di una operazione finanziaria è aleatorio e variabile perché i flussi di cassa prodotti possono risultare diversi sia nei tempi sia nell'entità. Sulla base della natura degli eventi è possibile classificare i vari fattori di rischio in due tipologie di rischi: sistematici e non sistematici.

Il **rischio sistematico (o non diversificabile)** è originato da eventi e da situazioni di carattere generale che condizionano, seppur in maniera diversa, tutte le operazioni finanziarie. Si tratta di fattori di rischio riconducibili all'insieme delle variabili macroeconomiche il cui andamento esercita una influenza su tutti gli operatori economici e sul mercato finanziario nel suo complesso. Sono fattori di rischio sistematico, ad esempio, la variazione dei tassi d'interesse e dei cambi, l'inflazione, l'instabilità politica. Questo tipo di rischi non

può essere eliminato attraverso la diversificazione, può tuttavia essere gestito attraverso opportune politiche di copertura (*hedging*), utilizzando i contratti derivati.

Il **rischio non sistematico (o specifico o diversificabile)** trova origine in fenomeni relativi ai singoli prenditori di fondi. Si tratta di fattori di rischio originati da situazioni specifiche inerenti l'attività svolta (ad esempio, il settore economico di appartenenza) ed i risultati economici realizzati dai singoli prenditori di fondi. Il rischio non sistematico è collegato alle caratteristiche peculiari del soggetto prenditore di fondi. Sono fonti di rischio specifico ad esempio la posizione competitiva ed il livello di indebitamento di un operatore economico. In quanto rischio specifico, dipendente da caratteristiche soggettive, è detto anche diversificabile. La diversificazione degli investimenti (e dei rischi) è realizzabile suddividendo il capitale tra più attività (progetti d'investimento, attività finanziarie) per usufruire dei vantaggi derivanti da una riduzione della componente di rischio non sistematico. Al riguardo, è opportuno rilevare che il rischio può essere riferito (e misurato) tanto a singole operazioni, quanto ad un portafoglio costituito da più attività finanziarie. Per un operatore economico, impiegare le risorse disponibili in una singola operazione significa rendere il rendimento atteso, dipendente da una unica attività, ed esporre l'intero capitale al rischio derivante sia dalla componente sistematica che non sistematica. L'esposizione al rischio di un portafoglio diversificato è, di norma, inferiore a quella derivante dalla somma dei rischi delle singole attività che lo compongono. Attraverso la diversificazione, infatti, la componente di rischio specifico delle singole attività tende a compensarsi, riducendo il rischio complessivo del portafoglio. La possibilità di ridurre (e al limite di eliminare) la componente di rischio specifico rende quindi la diversificazione un principio fondamentale per l'investimento finanziario (e non finanziario). Ciò anche in considerazione del fatto che gli investitori sono in prevalenza avversi al rischio e la loro funzione obiettivo è espressa dalla combinazione tra rendimento e rischio. Un'adeguata diversificazione consente quindi di ottenere una combinazione rendimento-rischio equilibrata e, soprattutto, più rispondente alla propensione al rischio dell'operatore. Da rilevare infine che tra rendimento e rischio c'è una relazione diretta: alti rendimenti attesi riflettono elevati rischi attesi.

2.1. Tipologie di rischio

Il rischio complessivo o rischio speculativo di una singola attività finanziaria è determinato da eventi e situazioni di carattere specifico e generale che evidenziano varie tipologie o fattori di rischio. I contraenti di una operazione finanziaria sono quindi esposti a rischi riconducibili