

**Andrea Ferrari
Elisabetta Gualandri
Andrea Landi
Paola Vezzani**

IL SISTEMA FINANZIARIO: FUNZIONI MERCATI E INTERMEDIARI

Sesta edizione



G. Giappichelli Editore



Iamia Libreria

IL SISTEMA FINANZIARIO:
FUNZIONI, MERCATI E INTERMEDIARI

Andrea Ferrari - Elisabetta Gualandri - Andrea Landi - Paola Vezzani

IL SISTEMA FINANZIARIO: FUNZIONI, MERCATI E INTERMEDIARI

Sesta edizione



G. Giappichelli Editore

© Copyright 2018 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100

<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-921-1329-9

Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org.

A tutti gli studenti (seri)

Indice

pag.

Prefazione

XIII

Capitolo Primo Il sistema finanziario

1. La struttura, le funzioni e l'organizzazione	1
1.1. La funzione monetaria	2
1.2. La funzione di intermediazione	2
Il mercato dei finanziamenti	3
I canali di finanziamento e gli intermediari finanziari	4
Finanziamento, accumulazione del capitale e mobilità degli im-	
pieghi finanziari	5
1.3. La funzione di trasmissione della politica monetaria	5
2. I contratti finanziari	6
Contratti di indebitamento	7
Contratti di partecipazione	8
Contratti di assicurazione	9
Contratti derivati	9
3. I rischi dell'attività di intermediazione	10
a) Rischio di credito	11
b) Rischio paese	11
c) Rischio di liquidità	11
d) Rischio di mercato	12
d1) Rischio di interesse	12
d2) Rischio di cambio	12
e) Rischio operativo	13
f) Rischio di controparte	13

Capitolo Secondo

La funzione di intermediazione

1. I saldi finanziari	15
1.1. La funzione di intermediazione	15
1.2. I saldi finanziari delle singole unità economiche	16
Lo stato patrimoniale	16
Il conto economico	21
Il conto della formazione del capitale e il saldo finanziario	24
2. I saldi finanziari dei settori istituzionali e i fattori di creazione delle attività finanziarie	30
3. La dissociazione tra risparmio e investimento	36
4. I conti finanziari	38
5. I canali di finanziamento	44
6. Il canale di finanziamento diretto	46
7. Il canale di finanziamento indiretto	48

Capitolo Terzo

Moneta e sistema dei pagamenti

1. La moneta: funzioni e caratteristiche	51
2. Moneta e attività bancaria	57
3. La produzione e la circolazione della moneta	60
4. La moneta, gli strumenti ed i servizi di pagamento	62
5. I sistemi di compensazione e regolamento dei pagamenti interbancari	72
6. Il sistema dei pagamenti con la moneta unica	75

Capitolo Quarto

La funzione di trasmissione della politica monetaria

1. La politica monetaria	79
2. La banca centrale	82
3. Obiettivi e strumenti di politica monetaria	83
4. La Politica Monetaria Unica	86
4.1. Banca Centrale Europea, Sistema Europeo di Banche Centrali ed Eurosystema	86

	<i>pag.</i>
5. L'assetto operativo della Politica Monetaria Unica	87
5.1. L'obiettivo della stabilità dei prezzi	87
5.2. Strumenti e procedure	89
Operazioni di mercato aperto	91
Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	92
Riserva obbligatoria	94
6. L'Eurosistema e la crisi: le operazioni non convenzionali	96

Capitolo Quinto

I mercati finanziari

1. I mercati finanziari: definizione e classificazione	101
1.1. I mercati a negoziazione diretta e i mercati aperti	102
1.2. I mercati nazionali e internazionali	104
1.3. Il mercato primario e il mercato secondario	105
1.4. Altri profili di classificazione dei mercati finanziari	106
2. Le forme organizzative del mercato primario	107
2.1. Collocamento privato	109
2.2. Collocamento pubblico	109
2.3. Collocamento tramite asta	112
3. Le forme organizzative del mercato secondario	116
3.1. L'informazione e l'efficienza dei mercati	117
3.2. Le tipologie di mercato: mercati fisici e mercati telematici	120
3.3. Le strutture di intermediazione	121
Mercati a ricerca autonoma	121
Mercati dei <i>broker</i>	122
Mercati dei <i>dealer</i>	122
Mercati ad asta	123
3.4. I sistemi di negoziazione: <i>quote driven</i> e <i>order driven</i>	125
3.5. Le caratteristiche degli ordini: ampiezza, spessore ed elasticità dei mercati	125
3.6. Le principali regole di svolgimento degli scambi	127
Quantitativi minimi	127
Sistema di liquidazione degli scambi	128
Processo di formazione dei prezzi	130
3.7. Le sedi di negoziazione	131

	<i>pag.</i>
4. I principali mercati aperti nel sistema finanziario italiano	134
4.1. Borsa Italiana S.p.A.: organizzazione e operatività	135
4.2. I mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A.	136
MTA	137
MOT	138
4.3. I sistemi multilaterali di negoziazione gestiti da Borsa Italiana S.p.A.	140
AIM Italia	140
ExtraMOT	142
Global Equity Market (GEM)	142
SeDeX	143
4.4. La quotazione e i requisiti di ammissione	143
Il processo di quotazione	143
I requisiti di ammissione alla negoziazione	144
4.5. Le modalità e gli orari di negoziazione e liquidazione	146
4.6. Gli indici azionari	148
4.7. Il Mercato Telematico Secondario dei Titoli di Stato (MTS)	151

Capitolo Sesto

Gli intermediari finanziari

1. La classificazione degli intermediari finanziari	153
2. Le imperfezioni dei mercati e la funzione allocativa degli intermediari	158
2.1. Gli intermediari finanziari e i costi di transazione	160
2.2. Gli intermediari finanziari e l'incertezza	162
2.3. Gli intermediari finanziari e le asimmetrie informative	165
3. Gli intermediari del canale indiretto	170
3.1. Gli intermediari creditizi bancari	171
Il Testo Unico Bancario (TUB) e l'attuale assetto dei controlli in Italia	176
Gli assetti societari-organizzativi	180
3.2. Gli intermediari creditizi non bancari	180
Le società di <i>leasing</i>	182
Le società di <i>factoring</i>	183
Le società di credito al consumo	183
Altri intermediari	184
3.3. Gli intermediari finanziari di partecipazione	184
Le <i>holding</i> finanziarie	185
Le <i>merchant banks</i>	185

	<i>pag.</i>
Le società di <i>private equity</i>	187
3.4. Gli intermediari assicurativi	187
Le assicurazioni ramo vita	189
Le assicurazioni ramo danni	191
4. Gli intermediari del canale diretto	191
4.1. I servizi di intermediazione mobiliare	191
Servizi all'emissione e al collocamento di titoli sul mercato pri-	
mario	192
Servizi di ricerca della controparte e di liquidità sul mercato se-	
condario	193
Servizi di consulenza e di gestione dell'investimento in titoli	193
Il Testo Unico della Finanza	194
4.2. Gli intermediari mobiliari	197
Le imprese di investimento	199
Le società di gestione del risparmio	200
La tutela dell'investitore	202
Gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr)	205
I fondi comuni mobiliari aperti	208
I fondi comuni mobiliari chiusi	209
I fondi comuni immobiliari	209
Le società di investimento a capitale variabile (Sicav) e a capita-	
le fisso (Sicaf)	210
La gestione del risparmio e il sistema previdenziale	211
Gli istituti di previdenza	211
I fondi pensione	212

Capitolo Settimo

La regolamentazione e la vigilanza

1. Sistema finanziario: le ragioni della regolamentazione e dei controlli di vigilanza	215
2. Gli obiettivi	217
3. Gli strumenti	220
Gli interventi <i>ex-ante</i>	220
Gli interventi <i>ex-post</i>	225
L'assicurazione dei depositi	225
4. Gli organi di vigilanza	226
5. Il quadro regolamentare e di vigilanza nell'Unione Europea e in Italia	227

	<i>pag.</i>
La regolamentazione bancaria nell'UE	228
L'assetto regolamentare in Italia	230
6. L'assetto dei controlli di vigilanza nell'Unione Europea e in Italia	232
L'Unione Bancaria Europea	232
Il <i>Single Supervisory Mechanism</i> – SSM	235
Gli organi di vigilanza in Italia	237
Bibliografia	241

Prefazione

Il presente volume intende offrire un contributo alla conoscenza del sistema finanziario attraverso un percorso logico finalizzato a descriverne le funzioni e le due componenti, dei mercati e degli intermediari. Al tema degli strumenti finanziari viene dedicato un volume a parte, seguendo una impostazione di moduli didattici distinti.

Il volume nasce dall'esperienza didattica del corso di Economia degli Intermediari Finanziari, tenuto dagli autori presso l'Università di Modena e Reggio Emilia.

Il proposito è stato quello di realizzare uno strumento di apprendimento per gli studenti di un corso di laurea di primo livello: a tal fine, i temi vengono illustrati secondo gli schemi classici dell'economia dei sistemi finanziari.

Seguendo questo approccio, si affrontano le tematiche inerenti: l'intermediazione finanziaria, i canali finanziari, la moneta, il sistema dei pagamenti, la politica monetaria, le diverse tipologie di mercati e di intermediari, la regolamentazione e i controlli di vigilanza. Di volta in volta, vengono svolti approfondimenti sul contesto istituzionale italiano.

La trattazione delle principali categorie interpretative del funzionamento del sistema finanziario e un adeguato approfondimento delle sue caratteristiche istituzionali rendono il volume un utile strumento operativo per tutti coloro che desiderano approfondire le proprie conoscenze del complesso e mutevole mondo dell'intermediazione finanziaria.

GLI AUTORI

Università di Modena e Reggio Emilia, CEFIN – Centro Studi Banca e Finanza
gennaio 2018

Capitolo Primo

Il sistema finanziario

Obiettivi

Alla fine di questo capitolo il lettore dovrebbe essere in grado di:

- comprendere i concetti di base dell'intermediazione finanziaria;
- conoscere la struttura, le funzioni e l'organizzazione del sistema finanziario;
- capire le principali categorie di contratti finanziari atti e i rischi tipici dell'attività di intermediazione.

Questo primo capitolo ha lo scopo di introdurre le nozioni ed i concetti base per la comprensione dell'intermediazione finanziaria, delineando il quadro di riferimento dell'attività degli intermediari e dei mercati, che verrà approfondita nei capitoli successivi. I fondamenti dell'intermediazione finanziaria sono presentati attraverso l'analisi delle componenti, delle funzioni e delle modalità di funzionamento del sistema finanziario, vale a dire di quell'infrastruttura che ha il compito di soddisfare le esigenze ed i bisogni finanziari degli individui e delle istituzioni. Vengono quindi delineate le diverse tipologie di contratti finanziari, che non sono oggetto di approfondimento in questo volume, ma che il lettore non può ignorare nelle linee essenziali. Da ultimo sono descritti i rischi dell'attività di intermediazione.

1. La struttura, le funzioni e l'organizzazione

Analizzato nella sua dimensione «strutturale», il sistema finanziario è costituito dall'insieme dei contratti finanziari, dei mercati in cui essi sono negoziati, degli operatori e delle regole che presiedono al suo funzionamento. Con-

tratti finanziari, mercati, operatori e regole sono, per data unità di tempo e di luogo, gli elementi base sui quali ricade l'onere di sostenere ed alimentare la fitta rete di collegamenti, di relazioni e di scambi finanziari che intercorrono tra gli agenti economici. Considerato nella sua dimensione «funzionale», il sistema finanziario è un'infrastruttura dedicata al soddisfacimento dei bisogni finanziari degli operatori non finanziari (famiglie, imprese). Esso svolge il compito di rendere effettiva la negoziazione di *operazioni finanziarie* e la circolazione degli strumenti finanziari; più in particolare, al sistema finanziario sono attribuite le seguenti funzioni:

- a) la creazione e la circolazione dei mezzi di pagamento: funzione monetaria;
- b) il trasferimento di risorse finanziarie dalle unità economiche in avanzo finanziario a quelle in disavanzo finanziario: funzione d'intermediazione;
- c) la trasmissione all'economia degli impulsi di politica monetaria: funzione di trasmissione della politica monetaria;
- d) la "copertura" di rischi "puri" (contratti assicurativi) e la gestione di rischi "speculativi" mediante la negoziazione di diritti/impegni a scambi futuri (contratti derivati): funzione di assicurazione e gestione dei rischi.

1.1. La funzione monetaria

La funzione monetaria consiste nella produzione e circolazione della moneta; si compendia nella gestione del sistema dei pagamenti e trova espressione sia nella messa a disposizione degli utenti dei mezzi di pagamento, in quantità e qualità adeguate all'esigenza degli scambi (creazione di moneta), sia nella prestazione di servizi per una effettiva circolazione della moneta stessa (servizi di pagamento). Sotto questo ultimo profilo, il sistema finanziario è chiamato ad assicurare un'adeguata funzionalità al sistema dei pagamenti o, in altre parole, un efficiente funzionamento dei meccanismi di produzione e di circolazione della moneta. Tale funzione è svolta da alcune componenti del sistema: la banca centrale e le banche che mediante l'emissione di moneta legale (banconote) e bancaria (depositi in conto corrente) rispettivamente, concorrono a determinare l'offerta complessiva di moneta.

1.2. La funzione di intermediazione

La funzione d'intermediazione consiste nel collegamento tra risparmio e investimento. Essa riguarda il trasferimento e l'allocazione delle risorse tra gli agenti economici attraverso operazioni di finanziamento, mediante la negoziazione di contratti che prevedono l'esecuzione di prestazioni monetarie contrapposte e distanziate nel tempo. Tra questi scambi figurano, in particolare,

quelli aventi natura creditizia, con i quali i fondi originariamente trasferiti sono soggetti al vincolo di restituzione integrale ad una data futura prefissata. Le operazioni di finanziamento consentono il trasferimento di risorse tra quelle unità elementari che manifestano bisogni finanziari contrapposti: d'impiego fruttifero, da un lato, e di copertura di fabbisogni di fondi, dall'altro. L'esigenza di riequilibrare i saldi tra entrate ed uscite rende, di fatto, necessario un passaggio di risorse dai soggetti in avanzo finanziario (prestatori finali di fondi) a quelli in posizione di disavanzo finanziario (prenditori finali di fondi). L'incontro tra domanda ed offerta di finanziamenti ed il trasferimento di risorse si concretano nella creazione di attività finanziarie e strumenti finanziari, rappresentativi di contratti finanziari in cui trovano evidenza formale le condizioni tecniche, economiche e giuridiche dello scambio di potere di acquisto nel tempo. Le diverse tipologie di attività finanziarie e strumenti finanziari sono componenti tipiche della ricchezza degli agenti economici e compaiono nel loro stato patrimoniale come elementi dell'attivo (attività finanziarie) e del passivo (passività finanziarie).

Il mercato dei finanziamenti

L'insieme delle negoziazioni di attività e di strumenti finanziari definisce il mercato dei finanziamenti, cioè il «luogo» in cui l'interazione tra compratori e venditori determina il prezzo e, specularmente, il rendimento delle risorse finanziarie scambiate. Il mercato dei finanziamenti si articola in più «luoghi di scambio» differenziati, ad esempio, per tipologia contrattuale (mercato delle azioni, delle obbligazioni, dei depositi e così via) o per scadenza degli strumenti negoziati (a breve, a medio e lungo termine). Tra i molteplici fattori di differenziazione, le modalità di svolgimento degli scambi occupano un rilievo particolare, perché concorrono a definire i connotati dell'assetto organizzativo del mercato. Una distinzione significativa è quella tra mercati a negoziazione diretta e mercati aperti, basata sul modo in cui i contraenti si confrontano, interagiscono ed arrivano a determinare le condizioni tecniche, economiche e giuridiche dello scambio. Nei mercati a negoziazione diretta, le transazioni sono imperniate su un confronto diretto tra le controparti, di natura bilaterale e personalizzata. Nella fase di contrattazione e di definizione delle condizioni di scambio assumono un'importanza decisiva fattori e considerazioni soggettive che trovano evidenza, in particolare, sia nell'adattabilità degli elementi distintivi dell'operazione di finanziamento alle specifiche esigenze degli scambisti, sia nella diversa forza contrattuale delle controparti. Sono a negoziazione diretta o, più semplicemente, diretti, il mercato dei depositi, dei prestiti bancari a breve, dei mutui, del leasing, del factoring. Nei mercati aperti, le negoziazioni sono realizzate in via impersonale, secondo regole codificate e mediante l'adesione degli scambisti a condizioni contrattuali prefissate, in genere per quantità elevate, a prezzi rilevati e pubblicizzati in via sistematica. Sono mercati aperti: il mercato delle azioni, delle obbligazioni, dei titoli di Stato, delle valute.

I canali di finanziamento e gli intermediari finanziari

Le attività e gli strumenti finanziari, e quindi i contratti che essi rappresentano, sono il mezzo tecnico-giuridico attraverso il quale avviene il passaggio di risorse dalle unità in avanzo a quelle in disavanzo. Per giungere agli utilizzatori finali, le risorse finanziarie possono tuttavia seguire percorsi alternativi e utilizzare infrastrutture diverse, dando luogo a più forme di trasferimento e tipologie di collegamento tra prestatori e prenditori di fondi. Sulla base della natura del legame che si viene a stabilire tra i bilanci degli operatori finali si distinguono due tipologie principali di canali di transito delle risorse: un canale di finanziamento diretto ed uno indiretto. Il canale di finanziamento è definito «diretto» quando «le attività e gli strumenti finanziari primari/*primary securities*» emessi dalle unità elementari in disavanzo sono oggetto di acquisto da parte dei soggetti in avanzo finanziario. Le passività dei prenditori finali figurano contemporaneamente nell'attivo patrimoniale dei prestatori finali. I bilanci degli operatori finali risultano tra loro «direttamente» collegati, perché le eventuali inadempienze degli emittenti di strumenti finanziari primari sono destinate a riflettersi in via immediata sull'economia delle unità in avanzo, senza schermi o filtri che possano ridurre o attenuare i relativi effetti economici. Ad eccezione delle rare occasioni in cui sono gli stessi operatori finali che provvedono, in prima persona, a compiere tutti gli atti necessari a concludere la transazione, generalmente gli scambi realizzati nell'ambito del canale diretto si perfezionano con l'intervento di istituzioni finanziarie. Tali istituzioni sono rappresentate da operatori specializzati in grado di offrire servizi e prestazioni destinati a ridimensionare l'influenza di quei fattori (costi di transazione, incertezza, asimmetrie informative) che impediscono l'instaurarsi di rapporti diretti ed autonomi tra prenditori e prestatori finali. Pertanto, la presenza o meno di intermediari finanziari qualifica ulteriormente il canale di finanziamento diretto come circuito intermediato ovvero come circuito autonomo. Nel circuito intermediato il collegamento diretto avviene con l'assistenza di intermediari finanziari mentre, in quello autonomo, non vi è alcun intervento da parte di terzi operatori diversi dagli emittenti e dagli investitori. Il canale di finanziamento è definito «indiretto» quando un intermediario finanziario s'interpone, con il proprio stato patrimoniale, tra i soggetti in surplus finanziario ed i prenditori di fondi. L'intermediario pone in essere due separate operazioni finanziarie, realizzando uno sdoppiamento del collegamento tra operatori finali. Il legame tra i bilanci degli operatori finali risulta, in qualche modo, filtrato e schermato. Gli strumenti primari, emessi dalle unità in disavanzo, figurano nell'attivo degli intermediari, i quali, a loro volta, emettono proprie passività, denominate «strumenti secondari o indiretti/*secondary o indirect securities*» che vengono acquistati dalle unità in avanzo finanziario. L'intervento degli intermediari serve a conciliare le esigenze di finanziamento e d'investimento degli

operatori finali. Sugli intermediari vengono a riflettersi, in prima istanza ed in via immediata, gli effetti economici di eventuali inadempienze da parte degli emittenti di strumenti primari. Appartengono a questa categoria gli intermediari creditizi (banche ed intermediari non bancari), le imprese di assicurazione, gli intermediari previdenziali e le imprese che esercitano le attività di assunzione di partecipazioni e d'investimento.

Finanziamento, accumulazione del capitale e mobilità degli impieghi finanziari

L'organizzazione degli scambi finanziari realizzata dal sistema finanziario rende dunque possibile a certi gruppi di operatori di effettuare investimenti in misura superiore all'autofinanziamento corrente. Tale attività configura lo svolgimento di una funzione d'intermediazione creditizia o di collegamento risparmio-investimento. Per tale via, il sistema assicura continuità ai processi di finanziamento e di accumulazione del capitale a livello macroeconomico, ridistribuendo le risorse disponibili mediante una valutazione ed una selezione degli investimenti reali programmati dalle unità economiche in disavanzo. Il sistema finanziario non si limita a contribuire alla creazione degli strumenti finanziari, ma ne consente anche la circolazione in momenti successivi. Attraverso i relativi mercati ed i servizi d'intermediazione degli intermediari mobiliari, il sistema assicura compiutezza alla funzione di trasferimento e di allocazione delle risorse, consentendo agli operatori finali di modificare la composizione degli attivi finanziari. L'azione combinata degli intermediari e dei mercati assicura anche la mobilità e la liquidabilità degli impieghi finanziari, rendendo possibile il disinvestimento degli attivi senza che ciò determini variazioni dell'entità dei finanziamenti originariamente ricevuti dai prenditori. La cessione degli strumenti finanziari, da parte degli investitori originari ad altri operatori, non modifica le condizioni di durata e di costo del finanziamento negoziate a suo tempo dall'emittente. La mobilità degli impieghi finanziari costituisce peraltro un presupposto necessario della gestione dei rischi da parte degli investitori.

1.3. La funzione di trasmissione della politica monetaria

I processi monetari (funzione monetaria) e finanziari (funzione d'intermediazione), di cui il sistema finanziario è protagonista, sono tra loro strettamente correlati, in quanto entrambi trovano fondamento nello scambio finanziario. La moneta, infatti, entra in circolazione in seguito alla negoziazione di operazioni creditizie da parte della banca centrale, moneta legale, e delle banche, moneta bancaria. Per entrambe, la concessione di prestiti si concreta nel mettere a disposizione dei debitori mezzi di pagamento rappresentati da propri debiti e, quindi, nel trasformare generici diritti di credito a scadenza (prestiti) in potere d'acquisto immediatamente disponibile (banconote e depositi). Moneta e

credito esercitano un'influenza rilevante sulle decisioni di spesa e di risparmio degli agenti economici e, quindi, anche sulla dinamica del prodotto e del reddito di una economia, dei consumi e degli investimenti, dell'occupazione e dei prezzi. Il ruolo svolto dalle istituzioni monetarie nella determinazione del volume complessivo dei mezzi di pagamento, conferisce al sistema finanziario una posizione chiave nel trasmettere al settore reale dell'economia le variazioni dell'offerta di moneta. Il processo è governato dalla banca centrale che, facendo leva sulla moneta creata in proprio (base monetaria), agisce sull'offerta complessiva dei mezzi di pagamento, sul volume dei finanziamenti alle imprese, sulla quantità di strumenti finanziari offerti ai risparmiatori, sul livello dei tassi d'interesse e del cambio. La disponibilità ed il costo dei finanziamenti possono risultare più o meno elevati, facilitando, oppure ostacolando, il raggiungimento del livello di consumo e d'investimento programmato dagli agenti economici. Per questi motivi, il sistema finanziario costituisce il veicolo ideale per la trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia nel suo complesso. Ciò lo rende oggetto di particolare attenzione da parte dei poteri pubblici, sia sotto il profilo del controllo dei tassi d'interesse, degli aggregati monetari e creditizi e del valore interno ed esterno della moneta, sia sotto l'aspetto di uno stabile, efficiente ed ordinato funzionamento dei processi di finanziamento.

2. I contratti finanziari

Le *operazioni finanziarie* si concretizzano in un rapporto contrattuale dove entrambe le prestazioni delle parti in causa sono espresse in moneta e differenziate nel tempo. Sono trasferimenti di potere d'acquisto nel tempo tra soggetti che intendono soddisfare esigenze contrapposte di impiego e di raccolta di risorse monetarie. La natura monetaria ed il fattore tempo costituiscono i principali elementi qualificanti di una operazione finanziaria, imperniata sull'esecuzione di una prestazione attuale in moneta, a fronte della promessa di una o più controprestazioni future, sempre in moneta, di segno opposto. Sotto il profilo tecnico-giuridico le operazioni finanziarie trovano espressione in varie tipologie di "*contratti finanziari*" rappresentativi degli accordi tra gli operatori per definire diritti, obblighi, vincoli e divieti relativi all'esecuzione delle prestazioni di trasferimento di potere di acquisto. A seconda che si sottolinei la natura patrimoniale dei diritti oppure degli obblighi contrattuali, una operazione finanziaria è rispettivamente classificabile come attività finanziaria ovvero come passività finanziaria. Le "*attività finanziarie*", e specularmente le "*passività finanziarie*", presentano la particolarità di figurare nel bilancio 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. Le *attività reali*, per contro, si differenziano dalle attività fi-

nanziarie per il fatto di comparire nel bilancio di un solo operatore, in quanto espressione di un rapporto di proprietà. Le attività reali sono rappresentate tipicamente da beni tangibili (ad esempio, immobili, impianti, macchinari).

«Attività finanziaria» è il termine generico con cui è generalmente individuata qualsiasi specie di operazione finanziaria e di contratto finanziario, sottolineandone le comuni caratteristiche economico-finanziarie di scambio di prestazioni monetarie contrapposte. Le attività finanziarie esistenti presentano elementi negoziali e caratteristiche economico-tecniche assai diversificate, che riflettono 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. 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 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 operazioni finanziarie, 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. Considerate sotto questo profilo, le attività finanziarie possono essere ricondotte a quattro categorie principali di *contratti finanziari*:

- d'indebitamento, conseguenti ad operazioni di credito o di prestito monetario;
- di partecipazione, caratterizzati dalla piena condivisione dei risultati economici e dei rischi dell'impresa finanziata;
- di assicurazione, relativi al procedimento assicurativo di trasferimento dei rischi ad istituzioni specializzate;
- derivati, in quanto rappresentativi di diritti e di obblighi relativi ad altre attività finanziarie «sottostanti» da cui dipende la valorizzazione del contratto.

Contratti di indebitamento

Un'operazione creditizia, o d'indebitamento, consiste nell'esecuzione, da parte di un primo contraente, detto creditore, di una prestazione monetaria attuale sulla base di un contestuale impegno, assunto dalla controparte debitrice, comprendente tanto la restituzione del capitale ad una scadenza futura, quanto la

corresponsione di un interesse, quale compenso riconosciuto al prestatore dei fondi. Possiamo definire tale operazione «moneta oggi contro moneta domani». La misura del compenso è di norma fissata in via indipendente dai risultati economici conseguiti dal debitore, al momento in cui l'operazione nasce. Rientrano tra queste operazioni: l'emissione di titoli obbligazionari, la negoziazione di un mutuo, di un prestito bancario, il versamento di una somma di denaro in un conto di deposito presso una banca. L'operazione creditizia sottintende la presenza di un rapporto di natura fiduciaria tra i soggetti dello scambio. Perciò, colui che cede potere d'acquisto 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 o, anche, 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 finanziare la controparte dovrà valutarne le capacità di rimborso a scadenza (o più in generale la capacità di onorare gli impegni assunti). Per instaurare un rapporto d'indebitamento, così come per rinnovarlo, è necessario che i potenziali prestatori di fondi possano disporre di informazioni in merito all'attività economica svolta dal debitore per trarre giudizi fondati sul relativo grado di rischio d'inadempienza. La possibilità di valutare i rischi di inadempienza contrattuale dipende tuttavia in modo cruciale dalla qualità dell'informazione e dal modo in cui viene resa disponibile. L'accesso all'informazione rilevante ed il costo per la sua disponibilità sono quindi elementi fondamentali per la negoziazione di contratti creditizi e finanziari in genere. L'esistenza di limitazioni significative alla diffusione dell'informazione presso la generalità dei potenziali datori di fondi, rendendo ineguale la distribuzione della stessa, concorre a circoscrivere le operazioni creditizie a quelle impiegate su relazioni bilaterali, personalizzate e non trasferibili ad altri agenti economici, anziché su rapporti impersonali e contratti standardizzati e trasferibili ad altri operatori economici.

Contratti di partecipazione

I contratti di partecipazione sono rappresentativi di diritti relativi al conferimento di quote di capitale d'impresa. Pur nella varietà delle forme partecipative, tali contratti configurano un rapporto finanziario tra due diversi soggetti giuridici: l'impresa emittente ed il conferente, l'una tenuta ad adempiere a taluni obblighi e all'esecuzione di determinate prestazioni (ad esempio, riparto e distribuzione degli utili) e l'altro titolare di diritti patrimoniali ed amministrativi. A differenza dei rapporti di credito, questa categoria di contratti si caratterizza per l'interesse diretto ai risultati dell'attività economica svolta dall'emittente e per il vincolo che lega i capitali investiti alla vita dell'impresa, per cui il prenditore di fondi non assume alcun impegno certo di remunerazione e di restituzione futura del capitale originariamente ricevuto.

Questi contratti sono rappresentati essenzialmente da azioni, quote di società a responsabilità limitata e in nome collettivo. 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 gestione della società.

Contratti di assicurazione

I contratti di assicurazione prevedono che, dietro il pagamento di un premio, l'assicuratore assuma un onere finanziario al verificarsi di un dato evento futuro ed incerto, inerente al patrimonio (ramo danni) o alla persona dell'assicurato (ramo vita). Quest'ultimo trasferisce pertanto alla controparte l'onere economico di un accadimento temuto. Più in generale, l'istituzione assicuratrice, sfruttando le opportunità di diversificazione e di frazionamento del rischio consentite dalle dimensioni operative, trasforma i rischi individuali delle controparti assicurate in rischi collettivi. In tal modo, le aziende assicuratrici compensano i rischi o, quantomeno, ridistribuiscono gli stessi tra tutti i soggetti assicurati. Sotto il profilo della diversificazione, il rapporto tra prestazione e controprestazione, più che nella singola negoziazione, trova riferimento nell'insieme dei contratti della specie che fanno capo all'impresa assicuratrice. Il debito di quest'ultima nei confronti dell'insieme degli assicurati, tenuto conto della legge dei grandi numeri, è considerato certo. Il diritto del singolo assicurato a ricevere la prestazione configura, invece, un credito aleatorio verso l'istituzione assicuratrice. Tale credito, salvo casi e forme particolari di mobilitazione, quali il riscatto ed il prestito su polizza, è indisponibile e non liquidabile. Considerate sotto il profilo bilaterale, le operazioni della specie si configurano quindi come operazioni finanziarie aleatorie, essendo caratterizzate dalla contrapposizione tra una prestazione certa dell'assicurato ed una prestazione eventuale dell'assicuratore.

Contratti derivati

Gli "strumenti definiti derivati/*derivative securities*" sono parte integrante dell'ampio ed articolato insieme delle "operazioni a termine/*forward contracts*". Sono rappresentati, in particolare, dalle *options*, dai *financial futures*, dai *forward rate agreements*, dagli "swap d'interesse e di valute/*interest rate swaps e currency swaps*" e da altre tipologie non standard. Sono denominati anche strumenti contingenti (*contingent claims*), trattandosi di obblighi contrattuali che possono o no tradursi in prestazioni effettive e in impegni condizionati, oppure dipendenti da eventi casuali o accidentali. La denominazione «strumenti derivati» è dovuta al fatto che, il prezzo di uno strumento derivato dipende da quello di un altro contratto finanziario o di un bene reale sottostante (merci), a struttura generalmente più semplice e, di norma, oggetto di scambio in un mercato a pronti o in un mercato in cui prevale la funzione di approvvig-

gionamento (consegna e ritiro fisico del documento rappresentativo dell'attività finanziaria). Così, una *option* può essere considerata uno strumento il cui prezzo dipende dalle quotazioni dell'attività finanziaria sottostante su cui è esercitabile la facoltà di acquisto e/o di vendita, attribuita al titolare dell'opzione stessa. La negoziazione di strumenti derivati non ha come fine ultimo quello di investire o disinvestire capitali, né ha come obiettivo preminente il ritiro o la consegna dello strumento sottostante. Tali finalità sono, al contrario, perseguite dagli scambisti operanti nel mercato a pronti dell'attività finanziaria di riferimento, cioè nel mercato in cui il regolamento della transazione (pagamento/incasso del prezzo e ritiro/consegna del titolo) avviene in tempi molto brevi. I contratti derivati, di fatto, sono strumentali alla copertura del rischio di variabilità dei prezzi degli strumenti finanziari. Gli strumenti derivati sono quindi titoli che consentono agli operatori di affrontare, sotto l'aspetto tecnico, i problemi di gestione del rischio speculativo (ad es. rischio d'interesse, rischio di mercato e di prezzo, rischio di cambio) e della ottimizzazione di un portafoglio di investimenti finanziari. Essi danno luogo a mercati specifici, dove le unità economiche possono intervenire sia per far fronte alle incertezze derivanti dalla variabilità futura dei prezzi degli strumenti finanziari (gestione del rischio), sia con finalità prettamente speculative. L'intervento di soggetti con differente propensione al rischio rende possibile il trasferimento dell'alea della variazione dei prezzi delle attività ad operatori (speculatori) che, in cambio di guadagni attesi, si assumono gli oneri relativi.

3. I rischi dell'attività di intermediazione

Il rischio è connaturato a qualsiasi forma di attività economica: in campo finanziario, esso assume una particolare importanza in quanto l'oggetto stesso della produzione sono le attività finanziarie, caratterizzate da differenti profili di rischiosità. Agli operatori economici, il sistema finanziario offre contratti di investimento e di finanziamento con caratteristiche di rendimento, di liquidità, scadenza e rischio ovviamente diverse, essendo differenti le preferenze e le funzioni di domanda degli operatori in deficit (in genere imprese e settore pubblico) e degli operatori in surplus finanziario (risparmiatori-investitori). Ogni operazione finanziaria è caratterizzata da più componenti o tipologie di rischio che, complessivamente considerate, ne determinano il rischio totale. A sua volta, la combinazione di più operazioni finanziarie (il c.d. portafoglio) sia attive che passive concorre a definire le diverse classi di rischio e il rischio complessivo dell'attività svolta dagli intermediari finanziari (esposizione a singole tipologie di rischio ed al rischio complessivo, di portafoglio). È perciò evidente che il trasferimento dei fondi attuato dagli intermediari finanziari comporta un insieme di rischi finanziari che introduciamo di seguito.

a) *Rischio di credito*

Qualsiasi attività di prestito è esposta ad un rischio di credito, cioè alla possibilità che il debitore non assolva alle obbligazioni (pagamento degli interessi e rimborso del capitale) previste dal contratto di debito. Esso rappresenta la componente più importante del rischio complessivo dell'attività di intermediazione, in conseguenza del peso che l'attività di finanziamento assume sul totale dell'attività complessiva. Il rischio di credito riguarda l'attività di prestito così come la sottoscrizione di obbligazioni, nonché il rilascio di garanzie alla clientela. Alla base dell'attività di finanziamento, vi è pertanto la valutazione della capacità di rimborso del potenziale prestatore di fondi e, in particolare, delle sue prospettive di redditività, che costituiscono il fattore principale per definire il profilo del rischio creditizio del debitore (*standing creditizio*).

b) *Rischio paese*

Il rischio paese è il rischio di credito che una banca si assume quando presta fondi o acquista un'attività finanziaria emessa da una impresa che opera in un paese estero. La banca può rischiare di non ottenere la restituzione dei fondi prestati e il pagamento degli interessi anche nel caso l'impresa a cui ha erogato i fondi non si trovi in condizioni di insolvenza. Infatti, ragioni dovute alla scarsità di riserve valutarie e/o a scelte politiche dei governi, possono imporre restrizioni alla restituzione dei debiti in valuta.

c) *Rischio di liquidità*

Il rischio di liquidità è collegato alle difficoltà della banca di far fronte tempestivamente ed economicamente alle uscite di cassa. Per lungo tempo, questa tipologia di rischio è stata considerata come l'espressione per eccellenza dei problemi di gestione della banca, poiché la banca è il principale centro di «produzione» di moneta e, al contempo, garante della liquidità dell'intero sistema economico. Le banche sono particolarmente esposte al rischio di liquidità per un duplice ordine di motivi. Innanzitutto il loro passivo a vista, che rappresenta la componente fondamentale della moneta detenuta dal pubblico, è per definizione soggetto ad un rischio di prelievo a discrezione del depositante. In secondo luogo, una parte fondamentale delle attività detenute in portafoglio, in particolare i prestiti, non è negoziabile sui mercati secondari e quindi, anche se formalmente caratterizzata da una scadenza a breve termine, non è facilmente liquidabile a discrezione della banca. In questo modo, la banca è soggetta al rischio di un ritiro non previsto di depositi e alla necessità di reperire in modo tempestivo la corrispondente quantità di moneta (*banking liquidity risk*). Il rischio di liquidità può assumere due fattispecie: la prima è il cosiddetto *funding liquidity risk*, che si verifica quando la banca trova difficoltà nel raccogliere risorse liquide, per esempio sul mercato interbancario. La seconda è il *market liquidity risk* che si manifesta quando vi sono difficoltà nel

reperire la necessaria liquidità sui mercati tramite la cessione di titoli. Ciò avviene quando le condizioni di mercato, oppure le caratteristiche tecniche dello strumento, ne rendono difficoltosa la negoziazione, con ripercussioni sulla possibilità della banca di smobilizzare velocemente e senza perdite l'investimento effettuato. Per quanto riguarda gli strumenti finanziari, il concetto di liquidità concerne il grado di negoziabilità sui mercati. In questo caso si tratta del tipico *market liquidity risk*, di cui si è detto sopra.

d) *Rischio di mercato*

Il rischio di mercato corrisponde al rischio di fluttuazioni nei valori delle attività finanziarie, dovute ai mutamenti nelle condizioni di mercato. Fattori che possono causare tali variazioni sono, ad esempio, le variazioni nei tassi di interesse, nei tassi di cambio (nel caso di posizioni in titoli denominati in diverse valute), negli indici delle borse azionarie. L'insieme di questi fattori espone il portafoglio di strumenti detenuto a fini di negoziazione ad un rischio di posizione, noto anche come rischio di mercato.

d1) *Rischio di interesse*

Questo tipo di rischio è collegato al fatto che il valore di mercato di un'attività finanziaria può variare per effetto di variazioni dei tassi di interesse. Essendo il valore di un'attività finanziaria definito come la somma dei flussi di cassa scontati a un tasso di interesse di mercato, variazioni nel valore di quest'ultimo determinano fluttuazioni nel valore dell'attività, tanto maggiori quanto più lontana è la sua scadenza. Quando le attività finanziarie figurano nel bilancio di un intermediario, le variazioni dei tassi di interesse si possono tradurre in una riduzione del loro valore. In particolare, va ricordato che, nell'ambito della funzione di intermediazione, la banca attua una trasformazione delle scadenze e quindi, in generale, essa intermedia emettendo passività con scadenza inferiore a quella delle attività. In tal caso essa è esposta ad un rischio di aumento nei tassi di interesse, in conseguenza del fatto che il valore delle attività diminuisce in misura maggiore di quello delle passività. Di segno contrario è invece l'esposizione al rischio della banca che raccoglie fondi a lungo termine ed impiega a breve termine. In questo caso, infatti, l'aumento dei tassi di interesse aumenta il valore di mercato del patrimonio della banca, mentre una riduzione dei tassi determina una rivalutazione delle passività superiore a quella registrata dalle attività finanziarie iscritte in bilancio.

d2) *Rischio di cambio*

Per rischio di cambio si intende la variazione di valore di un'attività finanziaria, denominata in una valuta estera, che subisce per effetto dell'oscillazione del tasso di cambio tra valuta nazionale e valuta estera. Il processo di internazionalizzazione degli scambi ha accresciuto l'intermediazione in strumenti

denominati in valuta diversa da quella nazionale, con la conseguente potenziale esposizione ai rischi di fluttuazioni nei tassi di cambio. Tali rischi riguardano l'attività di negoziazione in valuta, l'erogazione di prestiti denominati in una valuta estera, l'acquisto di titoli denominati in valuta, e la raccolta di fondi con strumenti denominati in una valuta diversa da quella nazionale.

e) *Rischio operativo*

Il rischio operativo riguarda il funzionamento dell'impresa in generale. Nel caso specifico degli intermediari finanziari, si fa riferimento a possibili perdite legate al malfunzionamento dei sistemi operativi e a quelli di controllo interno, a catastrofi naturali, ad incapacità e/o infedeltà del personale. Tra queste tipologie di rischio non va sottovalutato il rischio di frode, che ha determinato, in periodi diversi anche recenti, casi clamorosi di crisi bancarie/finanziarie. In una dizione più ampia nel rischio operativo viene anche fatto ricadere il cosiddetto rischio legale e di reputazione: che consiste nella possibilità che un'azione legale e/o un'inchiesta giudiziaria nei confronti dell'intermediario causino perdite o minori guadagni.

f) *Rischio di controparte*

Il rischio di controparte può emergere quando un operatore adempie alla sua prestazione prima di ricevere la controprestazione, correndo quindi il rischio che il contratto stipulato non venga chiuso. Tale tipologia di rischio, come anche il rischio di credito, è causato dall'inadempienza di una delle parti del contratto, ma in questo caso è collegato non all'attività di prestito, ma al funzionamento del sistema dei pagamenti e alle operazioni in titoli e in cambi. Si pensi al caso in cui una delle controparti effettui il pagamento dovuto, ma non riceva i titoli negoziati; ovvero consegna gli euro pattuiti, ma non riceva i dollari richiesti.

Capitolo Secondo

La funzione di intermediazione

Obiettivi

Alla fine di questo capitolo il lettore dovrebbe essere in grado di:

- comprendere la funzione di intermediazione svolta dal sistema finanziario;
- conoscere le grandezze economiche e finanziarie che determinano il trasferimento di risorse tra le unità economiche;
- capire come si formano i saldi finanziari delle singole unità economiche e dei settori istituzionali, valutando le esigenze che caratterizzano i soggetti prenditori e i soggetti datori di fondi;
- conoscere le caratteristiche del canale di finanziamento diretto e di quello indiretto e il ruolo in essi svolto dagli intermediari e dai mercati finanziari.

1. I saldi finanziari

1.1. La funzione di intermediazione

La **funzione di intermediazione** attribuita al sistema finanziario consiste nel facilitare il trasferimento di risorse monetarie tra agenti economici che presentano bisogni finanziari contrapposti.

L'offerta e la realizzazione di "operazioni finanziarie", cioè di scambi finanziari (contratti finanziari) che prevedono l'esecuzione di prestazioni monetarie contrapposte e distanziate nel tempo, consente al sistema finanziario di soddisfare, da un lato, le esigenze di impiego fruttifero del risparmio dei soggetti in *avanzo finanziario* (prestatori finali di fondi) e, dall'altro lato, le necessità di finanziamento dei soggetti in *disavanzo finanziario* (prenditori finali di fondi), originate da una spesa per investimenti in attività reali superiore alle risorse disponibili.

Interponendosi tra coloro che richiedono finanziamenti e coloro che offrono risorse, il sistema finanziario si adopera, quindi, per collegare il rispar-