

***SISTEMA FINANZIARIO,
MERCATO MOBILIARE E
INTERMEDIARI MOBILIARI***

EMM A - Lezione 2

Prof. C. Schena - Università dell'Insubria

Conoscenze già acquisite (?)

- I nessi tra sistema economico e sistema finanziario
- Funzioni del sistema finanziario
- Le attività finanziarie
- Gli “attori” del sistema finanziario: intermediari e **MERCATI**
- Il ruolo della regolamentazione

... verificare durante il corso di EMM A ...

Cosa è, a cosa serve, quali funzioni svolge il **sistema finanziario**?

Che ruolo svolgono i **mercati** e gli **intermediari**?

Sono più importanti gli uni o gli altri?

Come funzionano i mercati? Quando sono efficienti? Quanti mercati esistono? Sono regolamentati?

Quali caratteristiche devono avere gli strumenti di mercato? Che funzione hanno?

Come si valutano i titoli? Perché i prezzi dei titoli "salgono" e "scendono"? Cosa succede oggi in Borsa?

Che ruolo svolgono gli intermediari nel mercato mobiliare? Cos'è un consorzio di collocamento? Cos'è un fondo chiuso? Cos'è una SGR? Cosa esiste in Italia?

Servono delle regole in tema di strumenti, mercati, intermediari e investitori? Quali? In Italia a che punto siamo?

..... ecc.

Veloce richiamo di:

- Sistema finanziario e nessi con sistema economico
- Prime definizioni di: strumenti, mercati e intermediari finanziari
- Ruolo della regolamentazione

- ***POI CI SOFFERMEREMO SU ALCUNI ASPETTI RILEVANTI, FACENDO QUALCHE PRECISAZIONE SU **MERCATI E INTERMEDIARI MOBILIARI*****

Il sistema finanziario

- COSA E': l'insieme degli strumenti finanziari, dei mercati in cui essi sono scambiati, degli operatori che li scambiano, delle regole che presiedono al suo funzionamento
- A COSA SERVE: ha il compito di soddisfare le esigenze e i bisogni finanziari di individui e istituzioni
- FUNZIONI: consente la creazione e la circolazione degli strumenti finanziari.

All'interno di un sistema economico ci sono differenti tipi di soggetti con esigenze finanziarie diverse

Hanno bisogno di risorse:

- studenti
- coppie giovani
- imprenditori
- società che vogliono espandersi
- società che vogliono acquistare altre società
- governo ed enti locali

Hanno risorse in eccesso:

- famiglie nella maturità
- venture capitalist
- società di assicurazione
- fondi pensione

Strumenti finanziari

- Gli scambi avvengono mediante la stipula di ***contratti finanziari*** che formalizzano le condizioni a cui vengono scambiati gli ***strumenti finanziari***
- ***Contratti finanziari:*** debito, azionari, derivati, assicurativi
- **Strumenti finanziari:** sostituti temporanei della moneta, che incorporano un potere d'acquisto

Le funzioni del sistema finanziario

- Creazione e movimentazione dei mezzi di pagamento (*funzione monetaria*):
 - creazione di moneta
 - gestione del sistema dei pagamenti
- **Trasferimento** di risorse finanziarie dalle unità economiche in avanzo (surplus) a quelle in disavanzo (deficit) (*funzione di intermediazione*):
mediante strumenti e contratti finanziari
- **Trasferimento** di risorse tra “stati di natura”, cioè trattamento dell'**incertezza** (*rischio*)
- Trasmissione della politica monetaria (b. e BC)

La funzione di intermediazione

- E' la funzione di collegamento tra risparmio e investimento
- Si realizza mediante operazioni finanziarie:
 - emissione di passività finanziarie (da parte di chi ha spesa superiore a reddito)
 - accumulazione di attività finanziarie (da parte di chi ha reddito superiore a spesa)
- Garantisce un'efficiente allocazione delle risorse nell'interesse della collettività
- Si analizza sulla base dei saldi finanziaria della contabilità pubblica (fonte Bd'It)

In sintesi....

Il fine ultimo del sistema finanziario è quello di realizzare una
allocazione ottimale
*delle **risorse** e dei **rischi***
tra gli agenti economici che operano nel sistema
finanziario

***IL SISTEMA FINANZIARIO POTENZIA IL
SISTEMA ECONOMICO ...infatti.....***

IL SISTEMA FINANZIARIO ALIMENTA LA CRESCITA DEL SISTEMA ECONOMICO:

- **IF E MK** MOLTIPLICANO LE POSSIBILITA' DI SCAMBIO E CONCORRONO ALL'ALLOCAZIONE OTTIMALE ED EFFICIENTE DELLE RISORSE (**incertezza, costi di transazione, asimmetrie informative**)
- **MK:** consentono lo **scambio** di strumenti finanziari
- **IF:** forniscono **modalità e strumenti** di risoluzione delle problematiche finanziarie (consulenza, assistenza, operazioni, servizi,...)

... un esempio semplice:

- Il signor Rossi ha un avanzo finanziario
- La Fiat ha un deficit finanziario

D: IL SIGNOR ROSSI RIESCE A SODDISFARE LE ESIGENZE FINANZIARIE DELLA FIAT?

Condizioni: conoscenza del bisogno e capacità di valutazione, entità, scadenza, rendimento, rischio

R: in un mondo senza sistema finanziario le probabilità sono estremamente basse. SE LA FIAT EMETTE OBBLIGAZIONI QUOTATE IN BORSA LA PROBABILITA' SI ELEVA

Allocazione intertemporale

- **investimento**: rinuncia al consumo corrente per ottenere consumo superiore in futuro (es. semina, acquisto di titoli)
- **trasferimento intergenerazionale delle risorse finanziarie**: ciclo di vita; risparmio negativo al momento della pensione; eredità ai figli (es. polizze vita)

IL SISTEMA FINANZIARIO FACILITA IL PROCESSO di ALLOCAZIONE INTERTEMPORALE (tramite strumenti finanziari; banche; borsa; fondi pensione; ...)

Aggregazione di ricchezza

- aumento della scala di produzione rende impossibile per qualsiasi soggetto singolo il finanziamento integrale di un'impresa: serve il mercato dei capitali, servono strumenti e/o intermediari capaci di convogliare le risorse

**BANCHE E MERCATI FACILITANO
L'AGGREGAZIONE DELLE RISORSE**

Ripartizione del rischio

- la ripartizione del rischio (*risk sharing*) aumenta l'utilità individuale
- se i rischi sono correlati (es. il reddito è correlato; dipende da come va l'economia) l'effetto è minore; ma se la correlazione non è perfetta vi è comunque un beneficio da *risk sharing*

I MERCATI E GLI INTERMEDIARI FINANZIARI CONTRIBUISCONO A RENDERE PIÙ AGEVOLE IL PROCESSO DI *RISK SHARING* IN PARTICOLARE AGEVOLANDO IL SUPERAMENTO DI ASIMMETRIE INFORMATIVE

La regolamentazione del sistema finanziario

- insieme di **norme** imposte agli operatori in via *legislativa* e/o in via *amministrativa* da parte degli organi di vigilanza;
- affiancata da attività di **controllo** al fine di verificare che l'attività sui mercati e dei singoli intermediari sia svolta in modo conforme alle norme; previsione di **sanzioni** nei casi di inadempienza.

Norme amministrative + controlli = **vigilanza**

Gli obiettivi della regolamentazione del sistema finanziario

- **tutela** dei risparmiatori/investitori
- **stabilità** dei singoli intermediari, dei mercati e del sistema finanziario nel suo complesso;
- **efficienza** degli intermediari e dei mercati finanziari:
 - allocativa
 - tecnico-operativa
 - informativa
- **correttezza e trasparenza** dei comportamenti degli intermediari (*fair play regulation*).
 - Da 2006 si qualifica ulteriormente introducendo i concetti di **adeguatezza** e **appropriatezza**

Organi di controllo in Italia e ripartizione dei compiti di vigilanza (aggiornamento ex Decreto Legislativo del 31.8.2006):

- **Banca d'Italia** per stabilità di tutti gli IF (Sgr, Sim, banche, ecc)
- **CONSOB** per correttezza e trasparenza delle operazioni su strumenti finanziari (da 2006 anche su polizze assicurative del ramo vita di natura finanziaria): emittenti, intermediari, mercati
- **COVIP:** fondi pensione
- **ISVAP:** soc. di assicurazione
- **AGCM** per tutela concorrenza (sino a 2006 Banca d'Italia era preposta al vaglio per Banche)

Brevi cenni alla regolamentazione dell'intermediazione mobiliare

- 1974: Consob
- 1983: Fondi comuni di investimento
- 1991: Lex Sim
- Recepimento Dir. CEE 1993 e 1996
- 1998: TUIF "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione della finanza", che muove sulle tre direttrici della regolamentazione:
 - mercati: conferma privatizzazione e concorrenzialità
 - intermediari: si estende regolamentazione a Fondi e Sicav; si introduce SGR;
 - emittenti: si rafforza tutela investitori (OPA, informativa societaria, tutela minoranze, deleghe voto, ecc.)

Brevi cenni alla regolamentazione dell'intermediazione mobiliare

- Legge 28.12.2005, n. 262 Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari (riforma di TUB e TUF)
- Decreto Legislativo del 31.8.2006 Riforma della riforma: Consob vigila la trasparenza anche su prodotti di natura finanziaria delle imprese assicurative; viene eliminato il vaglio della Banca d'Italia sulle emissioni di valori mobiliari; l'antitrust sulle banche passa da Banca d'Italia a AGCM
- Recepimento direttive europee in materia di prospetto unico (che si doveva recepire entro 1.7.2005), servizi di investimento (cd. MIFID), offerte pubbliche di acquisto (OPA), revisione contabile e obblighi di trasparenza delle società quotate.

FINALITÀ DELLA REGOLAMENTAZIONE SUL CANALE DI INTERMEDIAZIONE DIRETTO (MERCATI):

- Assicurare agli investitori le **informazioni** utili per prendere decisioni efficienti di investimento e disinvestimento
- L'**efficienza** dei mercati
- Garantire la **correttezza e la trasparenza** nel comportamento degli intermediari che operano sui mercati

A tal fine la funzione di regolamentazione muove lungo tre direttrici: **Mercati, Intermediari, Emittenti**

Obiettivi specifici della regolamentazione con riferimento a:

■ **MERCATI:**

- assicurare trasparenza, ordinato e efficiente svolgimento delle negoziazioni (stabilità sistema), tutela degli investitori.
- Tendenze in atto: separazione tra funzioni organizzative-gestionali (soc. create da IM e autoregolamentate) per incrementare efficienza dei mercati e funzioni di vigilanza (alle autorità di settore)

Segue - Obiettivi specifici della regolamentazione con riferimento a:

■ **INTERMEDIARI:**

- Stabilità (obiettivo meno forte che per banche e IF del circuito indiretto) perseguita mediante controlli sui rischi
- Trasparenza e correttezza di comportamento nei confronti degli investitori/risparmiatori
 - Il concetto di fondo è dato dall'**adeguatezza** (*suitability rule*) dell'offerta e della prestazione di servizi: i prodotti e i servizi di investimento devono essere adeguati al profilo finanziario del cliente. Questo concetto è stato qualificato da Dir. Comunitarie 39/2004 e 73/2006

Dir. Comunitarie 39/2004 e 73/2006 (in vigore da ottobre 2007)

■ Direttiva Comunitaria 39/2004 sui servizi di investimento (**MiFID- Market in Financial Instruments Directive**). Direttiva Comunitaria 73/2006 detta le modalità di applicazione della MIFID. Si perseguono obiettivi di:

- **Tutela degli investitori**, ispirandosi al principio di GRADUAZIONE DELLE TUTELE: la tutela dell'investitore viene graduata in base alla "rischiosità" dei servizi svolti dagli intermediari nei confronti della clientela (segmentazione: retail, investitori professionali, controparti qualificate). In ogni caso informazioni *fair, clear and not-misleading*; oltre alle informazioni: *act in clients' best interest*
- **Integrità dei mercati**, mediante comportamenti onesti, equi e professionali degli operatori (intermediari finanziari, *trading venues*, consulenti finanziari)
- **Rafforzamento della concorrenza** eliminando obbligo di concentrazione (altre *trading venues*)
- **Incremento efficienza mercati**, tramite riduzione costi e aumento informazioni *pre* e *post trading*
- **Migliore governance e controllo dei conflitti di interesse** (requisiti organizzativi: controlli interni, tracciabilità operazioni, ecc.) secondo criteri definiti da intermediari stessi (responsabilizzazione CdA e manager)

GRADUAZIONE DELLE TUTELE (act in clients' best interest):

- **Consulenza e gestione del portafoglio (GPM):**
 - obbligo di richiedere al cliente informazioni sul **profilo finanziario** per valutare **adeguatezza** (*suitability*):
 - Corrispondenza con obiettivi di investimento del cliente
 - Capacità di sopportare rischi legati a investimento
 - Possesso di esperienze e conoscenze che consentano di comprendere i rischi connessi a investimento
 - Se le informazioni su rischi investimento non vengono rese, l'attività è INIBITA
- **Negoziazione, raccolta ordini, collocamento**
 - Regime più attenuato, ovvero non si richiede adeguatezza, ma **appropriatezza** (*appropriateness*) rispetto al **profilo finanziario** (acquisire informazioni su: dimestichezza con aspetti finanziari, track record investimenti, istruzione e professione del cliente):
 - Il cliente deve avere esperienze e conoscenze per comprendere rischi
 - Si possono raccomandare servizi in assenza di informazioni
- **Esecuzione ordini, ricezione e trasmissione ordini del cliente** (*execution only*)
 - Regime ancor più attenuato:
 - Non è necessario conoscere profilo finanziario
 - Si può svolgere il servizio senza procedere a preventivo accertamento dell'appropriatezza

In ogni caso: comportamento corretto e "best execution" (migliore risultato possibile per il cliente)

Segue - Obiettivi specifici della regolamentazione con riferimento a:

■ **EMITTENTI:**

- Regole di accesso al mercato mediante sollecitazione al pubblico S, volte a garantire la massima informazione, la correttezza, la trasparenza verso gli investitori.

ALCUNE PRECISAZIONI:

1. MODALITA' DI TRASFERIMENTO DELLE RISORSE FINANZIARIE
2. DEFINIZIONE E FUNZIONI DEL MERCATO MOBILIARE
3. RUOLO DEGLI INTERMEDIARI NEL MERCATO MOBILIARE E AMBITI OPERATIVI
4. EVOLUZIONE DEI MODELLI DI INTERMEDIAZIONE

1. Modalità di trasferimento delle risorse finanziarie

Il trasferimento delle attività finanziarie da un settore/soggetto in *avanzo finanziario* ad un altro settore/soggetto in *disavanzo finanziario* può avvenire:

- DIRETTAMENTE, in tal caso si parla di **intermediazione diretta** in quanto offerenti e richiedenti mezzi finanziari si incontrano direttamente e le AF/PF compaiono solo nel loro bilancio (Es. sottoscrizione di obbligazioni)
- INDIRETTAMENTE, a seguito dell'INTERPOSIZIONE DEL BILANCIO DI UN INTERMEDIARIO FINANZIARIO; in tal caso si parla di **intermediazione indiretta** in quanto un terzo soggetto (l'intermediario) si frappone fra richiedente e offerente mezzi finanziari divenendone la controparte (es. banca).

I canali di trasferimento e finanziamento

- Canale di trasferimento/finanziamento diretto (**circuito autonomo**)
- Canale di trasferimento/finanziamento indiretto (**circuito intermediato**)

Canali di finanziamento e ruolo degli IF

Gli *Intermediari Finanziari* sono presenti:

- ***(necessariamente)*** nel canale di finanziamento indiretto = Q.A.T. = concludono contratti separati assumendone i rischi (trasformazione di rischi, volumi, ecc.)
- ***(non necessariamente)*** nel canale di finanziamento diretto = la loro presenza (eventuale) agevola la conclusione dei contratti e la negoziazione degli strumenti
 - *Se non ci sono IF: COLLEGAMENTO AUTONOMO tra soggetti = **MERCATO A RICERCA AUTONOMA***
 - *Se ci sono IF: FACILITANO incontro tra soggetti = COLLEGAMENTO INTERMEDIATO = **circuito intermediato assicurato da MERCATI APERTI***

Il canale di finanziamento diretto: i MERCATI

- Emissione di strumenti finanziari primari (*primary securities*) da parte delle unità in deficit
- Classamento degli stessi presso le unità in avanzo agendo su:
 - mercati a **ricerca autonoma**
 - mercati **aperti (MERCATI ORGANIZZATI secondo regole formali, su cui operano intermediari mobiliari)**

Gli IF del canale di finanziamento indiretto (es. banche)

- L'interposizione di un intermediario finanziario permette
 - il soddisfacimento delle esigenze contrapposte delle unità economiche
 - l'accentramento e il coordinamento amministrativo delle operazioni attive e passive
 - La trasformazione dei rischi
 - La riduzione delle asimmetrie informative
 - La riduzione degli oneri di transazione
- L'intervento consiste nella prestazione di
 - servizi finanziari
 - servizi creditizi
 - servizi di investimento

Le conseguenze del canale di finanziamento indiretto

- Gli IF assumono i rischi di trasformazione delle caratteristiche dei contratti
- Gli IF emettono proprie attività finanziarie per soddisfare esigenze dei prenditori (*secondary securities*)
- Sostituzione del meccanismo dei prezzi di mercato

INTERMEDIAZIONE DIRETTA

- Si ha un processo di INTERMEDIAZIONE DIRETTA quando si ha perfetta coincidenza tra esigenze dell'offerente e del richiedente fondi con riferimento:
 - alla natura del finanziamento, alla sua durata, alla remunerazione pattuita, al rimborso del capitale, ecc.
- In tal caso il trasferimento dei mezzi finanziari avviene mediante l'**emissione di uno strumento finanziario** (anche detto ***valore mobiliare***), che rappresenta il rapporto tra le parti e che riporta le condizioni pattuite tra le stesse
- Nei mercati:
 - **a ricerca autonoma**: oneri e costi (informazioni, contratti, ecc.) a carico dei soggetti, che possono rendere difficile la conclusione
 - **mercati aperti** (circuito intermediato): l'intervento degli IF agevola conclusione perché: riducendo oneri, aumenta frequenza scambi, consentendo l'individuazione di un prezzo più in linea con mercato

I mercati

- **luogo economico** (fisico/non fisico) ove avvengono gli scambi di strumenti finanziari (e merci)
- si distinguono per
 - tipologia di strumenti scambiati (valute, merci, azioni, obbligazioni, ecc.)
 - scadenza (breve, medio-lungo)
 - modalità di svolgimento degli scambi (negoziazione diretta *versus* mercati aperti)

2. IL MERCATO MOBILIARE

- Gli strumenti finanziari così emessi alimentano il **MERCATO MOBILIARE** che è il *luogo* nel quale trovano esecuzione tutte le *operazioni aventi per oggetto valori mobiliari*, ossia strumenti finanziari così denominati per la loro attitudine a circolare facilmente tra gli operatori essendo **dotati di elevata mobilità e trasferibilità.**

IL MERCATO MOBILIARE

si suddivide in:

- **mercato primario**, dove hanno luogo le **emissioni** di strumenti finanziari:
 - consente il finanziamento a titolo di debito o di capitale, mediante l'emissione di NUOVI titoli.
 - Le modalità di emissione dipendono dalla tipologia di titoli e dalle loro caratteristiche.
- **mercato secondario**, dove si scambiano/**negozano** gli strumenti finanziari:
 - facilita gli investimenti in titoli già emessi ed i disinvestimenti di titoli, aumentandone il grado di liquidità.
 - Le modalità di negoziazione dipendono dal tipo di contratto e dall'esistenza o meno di regole specifiche relative alle contrattazioni ed ai soggetti che le pongono in essere: ad es. mercati regolamentati (mercati aperti) e mercati non regolamentati.

3. RUOLO DEGLI INTERMEDIARI NEL MERCATO MOBILIARE

- Nel mercato mobiliare operano intermediari, definiti **INTERMEDIARI MOBILIARI**, il cui compito principale è:
 - **agevolare l'emissione** di strumenti finanziari (supportano le operazioni sul mercato primario)
 - **agevolare la loro successiva negoziazione** (supportano le operazioni sul mercato secondario)
- **LA LORO PRESENZA NON E' INDISPENSABILE, ma importante per consentire/agevolare l'ACCESSO AI MERCATI a tutti i potenziali richiedenti/offeredenti fondi**

Tipologie di intermediari finanziari

- Intermediari del **canale diretto**
 - **Intermediari mobiliari** (SIM, SGR, OICR), che svolgono **servizi di intermediazione mobiliare sul mercato primario e secondario** da offrire ad unità in surplus e in deficit (emissioni, investimenti, gestione, ecc.)
- Intermediari del canale indiretto
 - Creditizi (bancari, non bancari)
 - Assicurativi (assicurazioni, fondi pensione)
 - Società finanziarie di partecipazione
 - Società di venture capital

Alcuni intermediari del canale diretto operano anche nel canale indiretto (specie le banche)

TIPICHE ATTIVITÀ DEGLI INTERMEDIARI MOBILIARI

- Servizi all'**emissione** e al **collocamento** di titoli sul mercato **primario**:
 - di consulenza
 - di collocamento di strumenti finanziari
 - di *underwriter* (assunzione a fermo; assunzione con garanzia)
- Servizi alla **negoziazione** di titoli sul **mercato secondario**:
 - Servizi di negoziazione per conto di terzi di strumenti finanziari
 - Servizi di gestione (sia individuale che collettiva) di portafogli
 - ricezione e trasmissione di ordini di compravendita di strumenti finanziari.
 - Servizi di ricerca della controparte e di liquidità sul mercato secondario dei titoli
 - Negoziazione in conto proprio di strumenti finanziari
- **Altre attività** quali:
 - Consulenza per investimento in titoli, sollecitazione, custodia

4. I tradizionali MODELLI DI FINANZIAMENTO nei principali sistemi finanziari

- I sistemi orientati ai mercati:
 - Sistemi anglosassoni
 - Strumenti di mercato, imprese quotate
 - Sviluppo mercati e investitori istituzionali
 - Ottica di b.t.
- I sistemi orientati agli intermediari:
 - Germania, Giappone
 - Strette relazioni banca-impresa (credito, partecipazioni)
 - Ottica di l.t.

Attuale convergenza dei modelli e posizione del sistema finanziario italiano:

- Orientato agli IF (b. e gruppi b.), anche se ci si orienta su attività diverse (vendita e servizi). Commistione crescente tra attività di banche/gruppi. Titolarizzazione delle attività. Istituzionalizzazione della gestione del risparmio
- Mercati oggi sviluppati e all'avanguardia, ma: costituiscono il riferimento delle imprese medio-grandi; determinate attività e funzioni meriterebbe condizioni di maggiore efficienza
- Tecnologia, globalizzazione, sviluppo dei mercati finanziari, accordi tra Borse, ecc.: modifica degli assetti a livello nazionale e internazionale