



APPUNTI LUISS

Economia e Gestione degli Intermediari Finanziari

Esplicazione

Marco D'Epifano



Liberamente tratto da Economia degli intermediari finanziari, McGraw-Hill, Saunders Cornet Alemanni. L'acquisto del lavoro è subordinato a quello del libro dal quale è tratto. Leggi gli altri termini e condizioni su www.appuntiluiiss.it

Premessa

Chi siamo

Appunti Luiss è un progetto nato per rendere meno difficoltosa e più soddisfacente la vita universitaria.

Questo è stato possibile perché il team di appunti Luiss ha fatto una scoperta tanto banale quanto geniale: la collaborazione tra studenti tramite la condivisione di esperienze universitarie facilita il superamento degli esami. Tale collaborazione e condivisione, molto spesso, si concretizza nella produzione, anche involontaria, di lavori come appunti, compendi o esplicazioni.

Ora, dato che la diffusione di questo tipo di lavori aiuta lo studio e il superamento degli esami, il **favorire** tale diffusione è il primo obiettivo che Appunti Luiss si propone.

Il secondo obiettivo che ci proponiamo è quello di **valorizzare** questo tipo di lavori. Tale valorizzazione, per natura, produce un doppio effetto: favorisce la **diffusione**, incentivando gli studenti a produrne sempre di più, e costituisce la giusta **ricompensa** per gli studenti che li hanno prodotti agevolando anche il sostentamento dello studente stesso.

Insomma, quello che Appunti Luiss vuole fare è **aiutare** gli studenti e **premiare** coloro che hanno reso questo possibile.

Appunti Luiss Team

Indice

Chi siamo.....	2
INTRODUZIONE	5
MERCATI MONETARI.....	10
MERCATI OBBLIGAZIONARI	14
MERCATI AZIONARI	22
MERCATI VALUTARI.....	31
MERCATI DI DERIVATI	38
BANCHE.....	48
COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE	52
FONDI PENSIONE.....	55
SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO	58
FONDI COMUNI D’INVESTIMENTO	58
SICAV.....	62
BANCHE D’INVESTIMENTO E SIM	65
RISK MANAGEMENT	68

INTRODUZIONE

Il **sistema finanziario** si intende come insieme integrato di strumenti, istituzioni e mercati finanziari, esso assolve a tre funzioni fondamentali:

- **Allocativa:** trasferire le risorse finanziarie attraverso uno scambio che può essere:
 - *Diretto autonomo:* i soggetti in surplus si incontrano con quelli in deficit senza alcun intermediario;
 - *Diretto assistito:* l'intermediario interviene cercando e selezionando la controparte;
 - *Indiretto o Intermediato:* l'intermediario prende posizione a debito verso il datore di fondi e a credito verso il prenditore di fondi;

Nei primi due casi il trasferimento avviene attraverso strumenti finanziari progettati mentre nel terzo caso è l'intermediario che stabilisce le caratteristiche tecniche.

- **Monetaria in senso stretto:** garantire l'efficiente funzionamento del sistema dei pagamenti;
- **Monetaria in senso ampio:** trasmettere gli impulsi di politica monetaria al sistema economico;

MERCATI

I mercati finanziari sono strutture attraverso le quali circolano i fondi, il *mercato mobiliare* si compone di:

- **Mercato Monetario:** si realizza l'emissione e lo scambio di strumenti finanziari a breve scadenza, ovvero con durata inferiore o uguale a 12 mesi. Tale mercato è caratterizzato da fluttuazioni dei prezzi contenute e da strutture di transazione *Over-The-Counter* (OTC), ovvero non sono richiesti i requisiti formali dei mercati regolamentati (book di negoziazione, controlli, oneri informativi) e le contrattazioni avvengono in maniera informale tra le parti, spesso in via telematica;
- **Mercato dei Capitali:** si realizza l'emissione e lo scambio di strumenti finanziari a medio e lungo termine, ovvero con scadenza superiore a 12 mesi. Tale mercato è caratterizzato da ampie fluttuazioni dei prezzi ed è costituito dal *mercato obbligazionario* e dal *mercato azionario*;

Sotto un altro punto di vista i mercati finanziari si possono distinguere in:

- **Primari:** hanno luogo le nuove emissioni di titoli per approvvigionarsi di nuovi fondi in una delle due forme:
 - *Offerta al pubblico:* dove può intervenire una banca di investimento che offre consulenza all'emittente, come per la determinazione del prezzo dei titoli e della quantità da emettere, sottraendolo così da rischi e costi;
 - *Collocamento privato:* l'emittente va alla ricerca di un acquirente istituzionale, come per esempio un fondo pensione o un gruppo di acquirenti, disposto ad acquistare l'intera emissione;
- **Secondari:** offre la possibilità agli operatori di liquidare i loro investimenti, ovvero titoli già emessi in passato, e offre alle società che hanno emesso i titoli di osservare sul mercato il loro valore, ovvero il valore della società percepito dagli investitori. In questi mercati vengono scambiate azioni, obbligazioni ma anche *derivati e valute*.

Regolamentazione

Gli strumenti finanziari scambiati in Italia sono soggetti a norme e regolamenti imposti da enti e autorità:

- **Banca d'Italia:** vigilanza sul buon funzionamento delle banche e degli altri intermediari finanziari;
- **CONSOB:** Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, tutela la trasparenza e la corretta erogazione degli strumenti finanziari nonché il prospetto informativo delle aziende emittenti;
- **ISVAP:** Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di interesse collettivo;
- **COVIP:** Commissione di Vigilanza sui fondi Pensione;

La regolamentazione è volta a tutelare gli investitori garantendo una completa e precisa informazione circa l'operato delle aziende emittenti e a ridurre le eccessive fluttuazioni dei prezzi.

Approfondimento

- **Mercato quote driven:** il market maker espone il prezzo ask e il prezzo bid, prendere o lasciare;
- **Mercato order driven:** vi è accesso all'order book, quindi gli scambi si concludono attraverso l'interazione degli ordini immessi da tutti gli intermediari aderenti al mercato e i market maker presenti non sono le uniche controparti possibili;

Più il mercato è segmentato e meno è liquido, tuttavia più è accentrato e meno è

efficiente.

Efficienza

Analizziamo i parametri, ovvero l'efficienza di un mercato sotto diversi punti di vista, per la valutazione del funzionamento dei mercati mobiliari:

- **Informativa:** può essere intesa in senso:
 - *Debole:* i prezzi riflettono tutta l'informazione contenuta nelle serie storiche dei prezzi stessi, la miglior previsione del prezzo di domani è il prezzo di oggi, il maggior rendimento non può derivare dallo studio delle serie storiche.
 - *Semi-forte:* i prezzi riflettono tutta l'informazione pubblicamente disponibile (bilanci, relazioni periodiche, analisi...), non si può realizzare un maggior rendimento in base a notizie appena divulgate.
 - *Forte:* i prezzi riflettono tutta l'informazione pubblicamente e anche privatamente disponibile, perciò anche venendo a conoscenza di informazioni private (e quindi sostenendo un costo da considerare) non si può ottenere un maggior rendimento. La legge proibisce l'insider trading, ossia le negoziazioni di attività finanziarie sulla base di informazioni riservate da parte di soggetti che ne hanno libero accesso.
- **Valutativa:** i prezzi sono fissati in modo razionale, ovvero devono essere pari al valore attuale di ragionevoli aspettative sui futuri cash-flows che il possesso del titolo consente.
- **Di Piena Assicurazione:** esistono talmente tanti strumenti finanziari da consentire agli operatori di scegliere il profilo rischio/rendimento da essi desiderato.
- **Funzionale:** che si distingue in:
 - *Allocativa:* le risorse vengono canalizzate verso i migliori impieghi per la collettività, ciò è favorito (a parità delle altre efficienze) da un efficiente meccanismo di asta, da un minore rischio di regolamentazione (ovvero che una legge cambi le regole) e da minori comportamenti fraudolenti.
 - *Operativa:* le risorse vengono canalizzate al minor costo possibile, ovvero con costi di transazione minimi. Ciò avviene se il mercato si può definire:
 - a) *spesso* (deep): con profondo libro ordini, ovvero se esistono molti ordini a prezzi inferiori e superiori a quelli correnti;
 - b) *ampio* (broad): se gli ordini sono di dimensioni cospicue, più è concorrenziale e più è ampio;
 - c) *elastico* (resilient): quanto più prontamente reagisce alle rotture di prezzo (domanda o offerta piatte) fino a riportarlo al suo livello di equilibrio;

INTERMEDIARI

Gli intermediari finanziari sono generalmente banche o società che hanno la competenza necessaria per intervenire nei mercati finanziari ed ottenere un profitto. Tra questi ricordiamo:

- **Broker**: agiscono per conto di terzi senza assumersi alcun rischio;
- **Market maker o Dealer**: agisce per conto proprio, assumendosene il rischio, pubblicando i prezzi di acquisto e di vendita dei titoli quotati in borsa e di suo possesso permettendo a qualsiasi investitore di comprare o vendere a quei prezzi.

RIPASSO

Grandezze: $r = 1 + i$ $v = 1/r$ $d = 1 - v$

Rendita:

$$A = R \cdot a_{\bar{n}|i} \rightarrow a_{\bar{n}|i} = \frac{1-v^n}{i}$$

$$\rightarrow \text{anticipata: } A = R \cdot a_{\bar{n}|i} \cdot (1 + i)$$

$$\rightarrow \text{differita di } h: A = R \cdot a_{\bar{n}|i} \cdot v^h$$

$$M = R \cdot s_{\bar{n}|i} \rightarrow s_{\bar{n}|i} = \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

MERCATI MONETARI

L'esistenza di tali mercati si spiega con il mancato allineamento tra il fabbisogno di disponibilità liquide immediate da parte di individui, imprese e Stato e i loro incassi di liquidità. Gli strumenti scambiati in questi mercati sono di norma caratterizzati:

- Scadenza inferiore a 12 mesi;
- Negoziati di grossi tagli (cosicché i costi di transizione risultano contenuti rispetto agli interessi pagati);
- Basso rischio di insolvenza;

Rendimento

Dato il prezzo del titolo P ed il suo montante M (che spesso è sottinteso 100) ad una data scadenza, per calcolare il rendimento ovvero il tasso di interesse possiamo applicare due differenti regimi:

- **Regime semplice:** con anno commerciale (360)

$$P(1 + i \cdot \frac{gg}{360}) = M$$

Per convertire i in tasso (o rendimento) equivalente obbligazionario: $i \cdot 365/360$.

- **Regime composto:** con anno civile (365), detto anche *bond equivalent yield*, che si applica ai soli Certificati di Deposito e, in caso, anche ai BOT

$$P(1 + i)^{\frac{gg}{365}} = M$$

Se poi sull'interesse totale ($M - P$) sono applicate percentuali d'*imposta* (α) e di *commissione* (β) allora anziché P si considera $P_{\text{lordo}} = P + (\alpha + \beta)(M - P)$.

TITOLI

Buoni Ordinari del Tesoro (BOT)

Obbligazioni senza cedola (zero-coupon), con scadenza 3, 6 o 12, mesi emesse dal Governo italiano.

Asta competitiva

Prevede che ogni richiesta sia aggiudicataria al prezzo proposto. Chiunque desidera acquistare BOT prenota una quantità presso un intermediario autorizzato che può presentare fino a 3 richieste indicando per ognuna quantità e prezzo (per un totale non inferiore a €1,5 milioni per ogni richiesta). Disponendo le offerte di tutti gli operatori dal prezzo più alto, si considerano quelle la cui quantità cumulata è quella richiesta per calcolare:

1) *Prezzo Massimo Accoglibile*: prezzo medio ponderato, della seconda metà della parte della lista la cui cumulata è la quantità d'asta, al cui rendimento (rispetto al prezzo finale: 100) si sottrae 0,25% e attualizzando 100 al tasso ottenuto si ottiene il PMA.

2) *Prezzo di Esclusione*: prezzo medio ponderato delle offerte, partendo dall'inizio ed escludendo le offerte superiori a PMA, finché la quantità cumulata raggiunge la metà della quantità richiesta, al cui rendimento (rispetto al prezzo finale: 100) si aggiunge 1% e attualizzando 100 al tasso ottenuto si ottiene il PE.

All'interno della lista iniziale, tutte le offerte maggiori di PMA saranno accontentate ad un prezzo pari al minore tra PMA e un prezzo ottenuto sottraendo 0,1% al rendimento corrispondente al prezzo massimo accolto nell'asta. Il prezzo minimo accolto verrà soddisfatto solo per la quantità che fa arrivare a quella stabilita (considerando anche gli accontentati), se a tale prezzo corrispondono offerte di diversi operatori ognuna di queste verrà soddisfatta per una percentuale calcolata come quantità rimanente/quantità richiesta dai diversi operatori al prezzo minimo accolto.

Per calcolare il *prezzo medio ponderato d'asta* non si considerano gli accontentati (oltre PMA).

Depositi interbancari

Mercato interbancario dei depositi (e-MID): gestito dalla società e-MID SIM SpA, i sistemi di regolamento dei pagamenti sono:

- *BI-REL* (segmento italiano del sistema europeo TARGET) realizzato attraverso la Banca d'Italia per cui ciascuna banca aderente al sistema detiene presso di essa un conto e i pagamenti avvengono tramite istruzioni alla Banca d'Italia che trasferisce fondi tra conti, esso è adottato per le operazioni all'ingrosso e per regolare i pagamenti istantaneamente e singolarmente;
- *BI-COMP* va invece a compensare a fine giornata tutti i messaggi provenienti dagli aderenti al sistema ottenendo un unico saldo;

Pronti contro termine

Un soggetto si impegna a vendere una determinata quantità di titoli (solitamente di Stato o depositi interbancari) a un altro soggetto con la promessa di riacquistarli a un prezzo e a una data futura prestabiliti (Repo: repurchase agreement). Dal punto di vista dell'acquirente si hanno i pronti c/termine inversi (Reverse Repo): un soggetto si impegna ad acquistare e a rivendere. (Simili a i più antichi *contratti di riporto* che avevano per oggetto azioni).

Possono essere:

- **Di finanziamento:** persone fisiche;
- **Di impiego:** persone giuridiche;

Possono essere usati per tre scopi:

- 1) **Garanzia per un prestito di liquidità;**
- 2) **Contratto di riacquisto**, con un prezzo di riacquisto maggiore di quello di vendita (riporto), alla pari oppure minore (deporto). Il tasso di riporto si calcola come tasso prestito titoli – tasso prestito monetario oppure come logaritmo di prezzo forward/prezzo spot;
- 3) **Doppio prestito:** io ti presto i titoli e tu mi presti denaro per tot tempo;

Certificati di Deposito (CD)

Sono titoli nominativi oppure al portatore (interessi e capitale sono corrisposti all'investitore che li possiede a scadenza), a tasso fisso o variabile, possono essere emessi da tutte le banche secondo un meccanismo a rubinetto, ovvero su richiesta della clientela.

Scadenza: dai 3 ai 18 mesi (breve termine) oppure dai 18 ai 60 mesi (lungo termine).

Mercato secondario: non esiste data la scarsa standardizzazione di tali strumenti.

Cambiali

Posso essere di due tipi:

- **Pagherò (Commercial paper):** prestito che ripagherò in futuro, in Italia le possono emettere le società le cui obbligazioni e/o azioni sono già quotate in un mercato regolamentato, altre società per azioni secondo determinati requisiti e le società finanziarie iscritte in un albo presso la Banca d'Italia (le Banche non possono emettere cambiali) non oltre un limite costituito dal capitale versato e le riserve risultanti dall'ultimo bilancio approvato.

Mercato secondario: non esiste poiché, in genere, in caso di negoziazione i sottoscrittori iniziali fanno da controparte.

Ritenuta fiscale: del 12,5% o del 27% se il tasso di rendimento supera il TUR (Tasso Ufficiale di Riferimento) aumentato di 1/3.

- **Cambiali tratta (Accettazioni bancarie)**: un'impresa ordina a una banca di pagare per suo conto una certa somma (in genere a un venditore di beni) ad una scadenza prestabilita (30, 60 o 90 giorni) assumendo la veste di obbligato principale, spesso questa operazione è richiesta da fornitori esteri che preferiscono avere una banca come garante prima di inviare la merce.

Mercato secondario: non esiste a motivo della loro scarsa standardizzazione.

MERCATI INTERBANCARI

- Il Governo e le imprese detengono depositi in dollari presso banche non statunitensi chiamati **depositi in eurodollari**. Il mercato in cui vengono negoziati tali depositi è il mercato degli eurodollari, le grandi banche di Londra hanno organizzato un mercato interbancario in eurodollari adesso utilizzato dalle banche di tutto il mondo, in questo mercato si calcola il **LIBOR** (London InterBank Offered Rate) ovvero un tasso calcolato come media dei migliori tassi d'interesse ai quali le banche primarie offrono depositi in eurodollari a 3 e a 6 mesi ad altre banche primarie presenti sulla piazza di Londra. Il **LIBID** (London InterBank Bid Rate) invece è il tasso al quale le banche inglesi assumono depositi.
- Nel mercato interbancario dell'area euro si calcola invece l'**EURIBOR** (Euro InterBank Offered Rate) sulle operazioni da 1 a 12 mesi in euro.

LIBOR e EURIBOR risultano strettamente **correlati** poiché al diminuire di uno aumenta la domanda dell'altro finché i due si eguagliano, le differenze tra i due sono dovute alle diverse banche che contribuiscono alla loro formazione.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

Le obbligazioni sono titoli di debito a medio-lungo termine emessi dalle imprese e dallo Stato destinati a realizzare progetti di investimento a lungo termine. L'emittente promette il rimborso di una somma prestabilita a scadenza (valore nominale) più la cedola maturata sui fondi presi a prestito, se non tiene fede ai pagamenti l'obbligazionista ha il diritto di rivalersi sulle sue attività.

TITOLI DI STATO

Emessi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze per finanziare il Debito Interno (spesa pubblica meno tasse), essi sono privi di rischio di insolvenza e di conseguenza hanno tassi di rendimento relativamente bassi.

- **CTZ (Certificati del Tesoro Zero-coupon)**: durata di 24 mesi, zero-coupon;
- **CCT (Certificati di Credito del Tesoro)**: durata di 7 anni, cedole posticipate semestrali indicizzate al rendimento dei BOT a 6 mesi più uno spread di 15 punti base;
- **BTP (Buoni del Tesoro Poliennali)**: durata 3, 5, 10, 15, 30 anni, cedole posticipate a tasso fisso;
- **BTP€ (BTP indicizzati all'inflazione europea)**: sia le cedole che il capitale a scadenza sono indicizzati all'inflazione dell'area euro (indice IAPC) ma il capitale di rimborso non può scendere sotto la pari, emissione con asta marginale oppure sindacato di collocamento.

La *tassazione* è del 12,5% sullo scarto di emissione e, dove ci sono, sulle cedole.

Asta marginale

Prevede che i richiedenti rimangano aggiudicatari tutti allo stesso prezzo detto prezzo marginale. Ogni operatore può presentare al massimo 3 richieste ognuna di almeno €500.000, è stabilita la quantità d'asta.

Disponendo le offerte di tutti gli operatori dal prezzo più alto si calcola:

- 1) PMA: prezzo medio ponderato, della seconda metà della lista cumulata che raggiunge la quantità richiesta, al quale si aggiunge 2 (€);
- 2) PE: prezzo medio ponderato delle offerte, partendo dall'inizio ed escludendo le offerte superiori a PMA, finché la quantità cumulata raggiunge la metà della quantità richiesta, ad esso si sottrae 2 (€);

Riprendendo la lista iniziale, il prezzo marginale sarà il prezzo minimo accolto partendo anche dalle offerte oltre il PMA ma tutte devono superare il PE (se questo non permette di arrivare alla quantità richiesta l'asta dovrà rinunciare ad

una parte di fondi). Se al prezzo marginale corrispondono offerte di diversi operatori ognuna di queste verrà soddisfatta per una percentuale calcolata come quantità rimanente/quantità richiesta dai diversi operatori al prezzo minimo accolto.

Esercizio: viene fornita la quantità offerta di titoli (Q_O) e la funzione di domanda della quantità in funzione del prezzo ($Q_D = a - bP$), il prezzo si ricava uguagliando Q_O a Q_D e i ricavi totali moltiplicando P per Q_O .

Mercato Secondario

Dematerializzazione: tutti i titoli di Stato sono soggetti a questo regime per cui ogni negoziazione avviene tramite richiesta al Monte Titoli SpA di trasferire elettronicamente i titoli da un conto all'altro.

Una volta emessi, i titoli di Stato possono essere negoziati nel:

- **MOT** (Mercato telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato): gestito da Borsa Italiana SpA, prevede negoziazioni di obbligazioni non convertibili e titoli di Stato per lotti minimi di €1000 e multipli. Il meccanismo di mercato è ad asta e segue le seguenti fasi:
 - *Asta di apertura:* (tutti i contratti sono conclusi ad un prezzo d'asta) si immettono, modificano o cancellano le proposte di negoziazione (pre-asta preventiva), il sistema calcola il prezzo di asta preventiva e seleziona i titoli che vanno avanti (asta preventiva), seguono le fasi di pre-asta definitiva e asta definitiva;
 - *Negoziazione continua:* i contratti sono conclusi appena risultano condizioni compatibili dal lato della domanda e dell'offerta;
- **MTS** (Mercato telematico all'ingrosso dei Titoli di Stato): gestito da MTS SpA, prevede scambi non inferiori a €2,5 milioni ai quali sono ammessi solo gli investitori istituzionali (banche, imprese di investimento, il Ministero del Tesoro). Tale mercato si divide in MTS cash, MTS PCT (pronti c/termine) e MTS STRIP (prodotti strip).