

# 15 – Intermediari, investitori istituzionali e mercati

## INTERMEDIARI FINANZIARI

**1- BILANCIO:** è compost da attività e passività finanziarie → CONTRATTI, non beni reali e questi probabilistici (pagherà? non pagherà?), mentre i beni reali (un magazzino, un tornio) sono deterministic (sono lì).

es.

	Attività	Passività
Impresa Industriale	Impianti/merci (beni reali)	Debiti
Intermediario Finanziario	Crediti (contratti)	Debiti (Contratti)

### Quattro caratteristiche fondamentali:

**2- COSTI/RICAVI:** sono costituiti da interessi (attivi e passivi) e dalle commissioni → distinzione chiave tra **Margine di Interesse** (guadagno dal rischio) e **Margine da Servizi** (guadagno dalla vendita)

Voce di Ricavo	Cosa remunerà?	Chi porta il Rischio?	Assorbimento di Capitale (Basilea)
Margine di Interesse (Spread)	Il Rischio (di Credito, di Liquidità, di Tasso)	L'Intermediario (Bilancio)	ALTO (Devo accantonare patrimonio)
Commissioni (Fees)	Il Servizio (Consulenza, Gestione, Esecuzione)	Il Cliente (Portafoglio)	BASSO (Rischio solo operativo)

### 3- GESTIONE del RISCHIO (Asset-Liability Management):

Il bilancio di un intermediario è strutturalmente squilibrato (e deve esserlo per generare valore).

**Passività (Fonti):** A breve termine, Liquide, A basso rischio (es. Depositi).

**Attività (Impieghi):** A lungo termine, Illiquide, A rischio più alto (es. Prestiti).

**MA...** non vuol dire che rischiano, calcolano e sulla base delle statistiche e della valutazione dei rischi decidono come gestire i rischi (senza eliminarli altrimenti eliminerebbero i profitti)

### 4- REGOLAMENTAZIONE per i FALLIMENTI del MERCATO:

La regolamentazione non è un'imposizione, è la risposta necessaria ai Fallimenti del Mercato che sono endemici nella finanza → perseguiendo **OBIETTIVI** di:

- **Stabilità** → Cura le Esternalità Negative (Se fallisce una banca, pagano tutti, anche i sani. Rischio Sistematico)
- **Trasparenza/Correttezza** → Cura l'Asimmetria Informativa (Il cliente non sa valutare il rischio ex-ante o monitorare il comportamento ex-post). 
- **Concorrenza** → Cura il Potere di Mercato (Evitare monopoli che alzano i prezzi e riducono l'efficienza).

## CLASSIFICAZIONE DEGLI INTERMEDIARI 1 di 4

In base alle loro funzioni economiche vengono classificati in diverse categorie

Categorie	Generi	Intermediari
Intermediari finanziari in senso stretto	Sistema Bancario	Banca centrale
		Banche
	Banche d'investimento (mobiliare)	Banche d'affari
		Private equity
		Merchant banks
	Altri intermediari creditizi	Leasing
		Factoring
		Società di credito al consumo
	Sistema postale	Posta
Operatori dell'intermediazione mobiliare (Sim)	Negoziatori	Broker
	Intermediari polifunzionali	Dealer

## CLASSIFICAZIONE DEGLI INTERMEDIARI 2 di 4

**1- Sistema bancario:** è composto dalla Banca Centrale e dalle banche. Elemento caratterizzante → Funzione Monetaria (con Ranghi diversi)

---

### **2- Banche d'investimento mobiliare:**

- **Cosa sono:** Sono gli architetti della finanza aziendale. A differenza delle banche commerciali (che raccolgono depositi e fanno prestiti), queste non hanno sportelli.
- **Cosa fanno:** Lavorano con le Imprese. Le aiutano a trovare capitali sul mercato.
- **Attività Tipiche:** Emissione di azioni/obbligazioni (Underwriting), quotazioni in borsa (IPO), consulenza per fusioni (M&A).
- **Nota:** Il loro bilancio è leggero sui prestiti ma pesante sui titoli. Vivono di commissioni (sui servizi) e di capital gain (sugli investimenti).

## Le 3 Sottocategorie (Le "Sfumature")

### A. Banche d'Affari (Investment Banks "Pure")

**Il Mestiere:** Sono i Consulenti.

**Cosa fanno:** Consigliano le aziende su come muoversi.  
 "Vuoi comprarti il tuo concorrente? Ti aiuto io a valutare il prezzo, a trovare i soldi e a fare il contratto."

**Rischio:** Basso. Guadagnano fee (commissioni) per il consiglio e l'organizzazione. Non mettono quasi mai i loro soldi nell'azienda cliente per lungo tempo.

**Esempio:** Goldman Sachs (nella sua attività di advisory).

### B. Merchant Banks (Banche Mercantili)

**Il Mestiere:** Sono i Partner.

**Cosa fanno:** A differenza delle banche d'affari pure, le Merchant Banks mettono i propri soldi (Principal Investing). Entrano nel capitale dell'azienda cliente, comprando quote di minoranza per finanziarne la crescita, e spesso offrono anche servizi di consulenza.

**Rischio:** Medio-Alto. Se l'azienda va male, perdono il capitale investito.

**Origine:** Storicamente finanziavano i commerci internazionali (da cui "Merchant"), oggi fanno investimenti diretti.

### C. Private Equity:

**Il Mestiere:** Sono i Ristrutturatori.

**Cosa fanno:** Raccolgono capitali da investitori istituzionali per comprare aziende (spesso intere o quote di maggioranza), non per tenerle per sempre, ma per cambiarle. Le ristrutturano, le rendono efficienti e le rivendono dopo 5-7 anni a un prezzo più alto.

**Differenza chiave:** Mentre la Banca d'Affari è un intermediario (aiuta a fare l'affare), il Private Equity è un investitore attivo (fa l'affare e gestisce l'azienda).

**Nota critica:** Inserirlo sotto "Banche" è una forzatura tassonomica (sono Fondi, non Banche), ma è corretto funzionalmente perché operano nello stesso ambito della *Corporate Finance*.

## CLASSIFICAZIONE DEGLI INTERMEDIARI 3 di 4

**3- Altri intermediari creditizi.** sono operatori specializzati che esercitano l'attività di concessione di finanziamenti disaccoppiandola dalla funzione monetaria.

### Il Modello di Business (Funding vs Lending)

#### **Lato Attivo (Lending):**

Erogano credito all'economia reale (imprese e famiglie), esattamente come le banche.

**Conseguenza:** Non creano moneta. Devono trovare le risorse finanziarie prima di prestarle.

#### **Lato Passivo (Funding):**

A differenza delle banche, **NON** raccolgono depositi dal pubblico (non offrono conti correnti).

**Come si finanzianno?** Tramite il Mercato all'Ingrosso (emissione di obbligazioni, cartolarizzazioni) o tramite Capitale Proprio.

### LEASING (Finanziamento degli Asset)

**L'Oggetto:** Non ti do soldi, ti do un **Bene Strumentale** (macchinario, immobile, auto).

**Il Meccanismo:** La società compra il bene e te lo affitta. Tu paghi un canone. Alla fine puoi riscattarlo.

**Lo Scopo Economico:** Risolve il problema delle garanzie per le imprese (anche rischiose). Permette di usare beni costosi senza immobilizzare capitali propri.

**La Gestione del Rischio (LGD):** Il rischio è mitigato dalla **Proprietà del Bene**.

- **Logica:** Se il cliente fallisce, non devo fargli causa per recuperare i soldi; mi riprendo semplicemente il mio bene (che è rimasto mio) e lo rivendo.
- **Statistica:** Bassa *Loss Given Default*.

### FACTORING (Finanziamento del Capitale Circolante)

**L'Oggetto:** Non ti do soldi generici, compro i tuoi **Crediti Commerciali** (Fatture).

**Il Meccanismo:** Cedi le tue fatture (crediti verso i clienti) al Factor, che te le anticipa subito in contanti (meno una commissione).

**Lo Scopo Economico:** Gestione della liquidità a breve termine. Trasforma un attivo illiquido (fattura a 90 giorni) in cassa immediata.

**La Gestione del Rischio (Informazione):** Il rischio è mitigato dal Database Informativo.

**Logica:** Il Factor non guarda tanto il tuo bilancio, ma quello dei tuoi clienti (i debitori ceduti). Sfrutta l'arbitraggio informativo: sa meglio di te se quel grande cliente pagherà.

### CREDITO AL CONSUMO (Finanz. delle Famiglie)

**L'Oggetto:** Prestiti non finalizzati o finalizzati all'acquisto di beni di consumo (TV, Vacanze...).

**Il Meccanismo:** Erogazione rapida di importi medio-piccoli a tassi più elevati.

**Lo Scopo Economico:** Consumption Smoothing (Livellamento dei consumi). Permette alle famiglie di acquistare oggi beni durevoli spalmandone il costo sul reddito futuro.

**La Gestione del Rischio:** Il rischio è mitigato dalla Legge dei Grandi Numeri (Scoring).

**Logica:** Non c'è un bene da riprendere (i soldi sono spesi) né una fattura. Il rischio è alto. Si gestisce frammentando il rischio su milioni di piccoli prestiti e usando algoritmi statistici (Credit Scoring) che prevedono la probabilità di default basandosi su variabili standard (età, reddito, storia creditizia).

## CLASSIFICAZIONE DEGLI INTERMEDIARI 4 di 4

**4 – Sistema postale:** È un Canale di Distribuzione Ibrido. Usa l'infrastruttura logistica (gli uffici postali) per vendere prodotti finanziari.

### Il Vantaggio Competitivo (La Capillarità):

*Il Dato Statistico:* In Italia ci sono circa 12.800 uffici postali contro circa 20.000 sportelli bancari (dato in calo). In molti piccoli comuni, l'unico "sportello finanziario" rimasto è la Posta.

*L'Impatto:* Questo garantisce l'**Inclusione Finanziaria**. Raggiunge segmenti di clientela (anziani, aree rurali) che le banche abbandonano perché non profittevoli.

### Il Meccanismo di Raccolta (Cassa Depositi e Prestiti - CDP):

Quando la nonna mette i soldi sul Libretto Postale, quei soldi **NON** restano a Poste Italiane. Finiscono alla **Cassa Depositi e Prestiti** (controllata dallo Stato). La CDP usa quei soldi per finanziare **investimenti pubblici** (strade, scuole, enti locali) a tassi agevolati.

**I Servizi di Pagamento (Bancoposta):** Negli ultimi anni, le Poste sono diventate un **IMEL** (Istituto di Moneta Elettronica). Offrono carte prepagate (Postepay) e conti correnti (Bancoposta).

•*Differenza con le Banche:* I soldi sul conto Bancoposta non vengono usati per fare prestiti commerciali rischiosi, ma devono essere investiti in titoli di stato sicuri dell'Eurozona. È un modello di business a basso rischio e basso margine.

## 5- GLI INTERMEDIARI MOBILIARI: Svolgono un importante Ruolo nel Mercato Primario →

*Funzione Economica: Colmare il gap informativo tra Emittente (Impresa) e Investitore*

### ORIGINATION (Advisory & Design)

**Cosa fanno:** Analisi di mercato, Due Diligence legale e finanziaria, definizione delle caratteristiche del titolo.

**Il Valore Economico:** Risoluzione dell'**Asimmetria Informativa**.

- L'azienda sa quanto vale, il mercato no. La Banca d'Investimento mette la sua **Reputazione** a garanzia dei dati dell'azienda (Certification Effect).
- *Per gli Statistici:* È la fase di stima del modello. Si decide il prezzo "teorico" ottimale

### UNDERWRITING (La Garanzia)

**Cosa fanno:** Si impegnano a sottoscrivere i titoli (spesso tramite un Consorzio di Garanzia).

**Il Valore Economico:** Gestione del **Rischio di Invenduto (Placement Risk)**.

- Se il mercato non compra i titoli, se li deve comprare la banca.
- *Distinzione chiave:*
  - **Firm Commitment (Assunzione a fermo):** La banca compra tutto subito e poi rivende. (Rischio massimo per la banca, certezza per l'azienda).
  - **Best Effort (Semplice collocamento):** La banca ci prova, ma non garantisce il risultato. (Rischio sull'azienda).

### PLACEMENT (La Distribuzione)

**Cosa fanno:** Vendita effettiva dei titoli agli investitori (Roadshow, Bookbuilding).

**Il Valore Economico:** **Price Discovery** (Scoperta del Prezzo).

Tramite il meccanismo del **Bookbuilding**, la banca raccoglie le "prenotazioni" per capire qual è la vera curva di domanda e fissare il prezzo definitivo di lancio.

## Gli INVESTITORI ISTITUZIONALI

**DEF:** Sono istituzioni finanziarie specializzate che gestiscono il risparmio per conto di investitori individuali al fine di conseguire uno specifico obiettivo in termini di un livello di rischio accettabile, di massimizzazione del rendimento atteso, di scadenza delle attività. (Philip Davis and Steil, 2001).

### Perché esistono? (I Driver Economici):

**Economie di Scala:** Abbattimento dei costi di transazione.

**Diversificazione:** Abbattimento del rischio idiosincratico (Legge dei Grandi Numeri).

**Competenza:** Gestione professionale dell'informazione.

### Le due anime:

**Gestione Collettiva (Fondi):** Il patrimonio è separato, il rischio è del cliente. (Speculare)

**Gestione Assicurativa/Previdenziale:** Il patrimonio copre una promessa (passività) verso il cliente. (Avere certezza di avere fondi in futuro)

## CARATTERISTICHE ECONOMICHE degli INVESTITORI ISTITUZIONALI

- 1-** l'Investitore Istituzionale ha generalmente **OBBLIGO** di rendimento nei confronti del risparmiatore.
- 2-** Vi è un rapporto **FIDUCIARIO** tra colui che fornisce la somma e l'investitore istituzionale che la gestisce.
- 3-** Gli Investitori istituzionali si specializzano nella costruzione di portafogli finanziari che sfruttano i vantaggi della diversificazione per ottenere il massimo profitto e ridurre i rischi.
- 4-** Nella maggior parte dei casi esiste una vera e propria **DELEGA ESPLICITA** per la quale tali investitori possono gestire i fondi raccolti.
- 5-** La gestione del portafoglio può essere realizzata in forma **COLLETTIVA** o **INDIVIDUALE**.

### **COLLETTIVA:**

Si costruisce un portafoglio comune e ogni operatore ne detiene una quota proporzionale al proprio investimento

### **INDIVIDUALE:**

L'operatore delega all'investitore istituzionale le decisioni di operazioni, ma con il mantenimento separato il patrimonio investito.



## FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO

### **FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO O MOBILIARE APERTI:**

Sono fondi in cui i partecipanti hanno diritto di sottoscrivere nuove quote e chiederne il rimborso in qualsiasi momento. Il rimborso viene effettuato mediante la valutazione di mercato del giorno.

**Investono prevalentemente in mercati regolamentati.**

### **FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO CHIUSI:**

Opposti ai precedenti non prevedono la possibilità di «entrare» con nuove quote o «uscire» mediante la richiesta di rimborso.

L'ammontare totale del fondo da sottoscrivere è prefissato al momento della promozione del fondo e il rimborso avviene solo a scadenze predeterminate.

Sono Fondi d'investimento Chiusi quelli che investono in IMMOBILI, in STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI più del 10%, in CREDITI e altri BENI (non finanziari).

## EUROPE vs USA

### PRIVATE EQUITY in USA:

È l'attività per la quale i **fondi acquistano aziende, con intenti speculativi, a medio-lungo termine.**

Va specificato che gli intenti speculativi **non sempre** hanno giovato al vero sviluppo dell'azienda, ma hanno comunque portato a profitti nel breve periodo agli investitori.

### PRIVATE EQUITY in EUROPA:

In Europa nel termine Private Equity vengono considerate anche le operazioni di Venture Capital, e il finanziamento dell'espansione delle imprese.

- **Venture Capital:** riguarda le imprese giovani e fornisce i mezzi finanziari per le fasi iniziali del ciclo di vita dell'impresa.
- **Finanziamento dell'espansione delle imprese:** si riferisce a stadi avanzati della crescita di un'impresa e solitamente fornisce i finanziamenti per investimenti strategici.

**1- Fondi comuni d'investimento immobiliare:** Fondi chiusi che investono quasi esclusivamente in immobili e società immobiliari. Il loro attivo è costituito da immobili e diritti reali.

**2- Sicav (Società di Investimento a Capitale Variabile):** è molto simile ad un fondo comune, ma anziché la partecipazione essere espressa mediante quota, viene esplicitata mediante un'azione. In questo modo scompare la distinzione anche patrimoniale fra società di gestione e i suoi azionisti da una parte e fondo gestito e partecipanti dall'altro.

**3- Fondi speculativi (hedge funds):** in questa categoria rientrano una moltitudine di operatori accumunati dal ricorrere fortemente all'utilizzo della leva finanziaria per le proprie attività di investimento.

**4- Fondi pensione:** intervengono nel campo della previdenza sociale e sono centrali nel problema della sostenibilità del sistema pensionistico (in particolare nei paesi industrializzati).

**5- Assicurazioni:** Rientrano nella categoria degli investitori istituzionali e nel concetto di «risparmio gestito» in quanto offrono la possibilità di sottoscrivere contratti di copertura dal rischio.

## FONDI PENSIONE

I tre pilastri della struttura previdenziale:

I- PREVIDENZA OBBLIGATORIA PUBBLICA

II- PREVIDENZA COMPLEMENTARE

III- PREVIDENZA INDIVIDUALE

} **Metodo a Ripartizione**  
} **Metodo ad Accumulazione**

### METODO a RIPARTIZIONE:

Le pensioni dell'anno  $t$  sono pagate dai contributi versati dai lavoratori in servizio nello stesso anno.  
[solidarietà intergenerazionale]

### METODO ad ACCUMULAZIONE:

O metodo a capitalizzazione, in cui le pensioni di ciascun lavoratore rappresentano la rendita del capitale da ciascuno accumulato durante il periodo di lavoro. [la gestione su come investire e gestire il capitale che si accumula diventa cruciale per determinare la »pensione» futura].

## MERCATI 1 di 3

Tipo di Mercato	Strumenti Finanziari Negozianti
Monetario	Buoni ordinari del Tesoro
	Altri Titoli di Stato
	Mercato Interbancario
Cambi	Valute
Finanziario	Titoli di Stato
	Obbligazioni
	Azioni
	Titoli Strutturati
Derivati	Futures Opzioni Swaps

## MERCATI 2 di 3

### A. Mercato primario vs Mercato secondario

#### **Mercato PRIMARIO (La Creazione):**

**Funzione Economica:** È il mercato del **Funding** (Finanziamento).

Qui l'azienda (emittente) incontra gli investitori e raccoglie soldi,

**Caratteristica:** I titoli vengono emessi per la prima volta (es. IPO - Initial Public Offering, Aste dei BTP).

**Prezzo:** Il prezzo è "fisso" o determinato da un meccanismo d'asta/bookbuilding *prima* dello scambio.

**Analogy:** È come comprare un'auto nuova dal concessionario: i soldi vanno alla casa madre (Fiat/Tesla).

#### **Mercato SECONDARIO (Lo Scambio):**

**Funzione Economica:** È il mercato della **Liquidità** e della **Price Discovery**. Permette agli investitori di uscire dall'investimento (vendere) senza dover aspettare la scadenza.

**Caratteristica:** Scambio tra investitori (usato). L'emittente non c'entra nulla e non riceve soldi.

**Prezzo:** Fluttua continuamente in base a domanda e offerta.

•**Analogy:** È il mercato delle auto usate. Se vendo la mia auto a te, alla Fiat non arriva un euro. Ma se il mercato dell'usato è liquido, io sarò più propenso a comprare l'auto nuova (Primario).

### B. Mercato retail vs Mercato all'ingrosso

#### **Mercato RETAIL (Al Dettaglio):**

**Attori:** Piccoli risparmiatori, famiglie.

**Caratteristiche:** Transazioni di piccolo importo, alto numero di operazioni.

**Focus Regolamentare: Protezione dell'investitore.** Qui l'asimmetria informativa è massima, quindi le regole (MIFID, prospetti) sono rigidissime per evitare truffe.

#### **Mercato ALL'INGROSSO (Wholesale):**

**Attori:** Banche, Fondi, Assicurazioni, Grandi Imprese.

**Caratteristiche:** Transazioni di importo enorme (milioni/miliardi), frequenza minore ma volumi totali giganti.

**Focus Regolamentare: Efficienza e Velocità.** Le regole sono più "rilassate" perché si presume che gli attori siano esperti (*Investitori Qualificati*) e sappiano valutare i rischi. È qui che si formano i prezzi di riferimento (es. l'Euribor si forma sul mercato interbancario all'ingrosso).

## MERCATI 3 di 3

### **Mercato DOMESTICO:**

- Titoli emessi nel paese di residenza dell'emittente, nella valuta locale, secondo le leggi locali.
- *Esempio:* L'Enel emette un bond a Milano in Euro.

### **D. Mercato regolamentato vs Mercato organizzato**

#### **Mercato REGOLAMENTATO (Exchange - Borsa):**

**Caratteristiche:** Regole standardizzate (orari, lotti minimi), vigilanza pubblica (Consob), trasparenza dei prezzi.

**Il Motore:** Presenza della **Clearing House** (Cassa di Compensazione).

**Rischio:** Rischio di controparte quasi nullo.

*Esempio:* Euronext Milan (Piazza Affari).

### **C. Mercato domestico vs Mercato internazionale**

#### **Mercato INTERNAZIONALE (Euromercato):**

Titoli emessi al di fuori del paese dell'emittente o in valuta diversa.

**L'Eurobond:** Un'obbligazione emessa in una valuta diversa da quella del paese in cui viene collocata (es. Enel emette un bond in Dollari a Londra).

**Funzione:** Permette di aggirare vincoli normativi nazionali e accedere a bacini di liquidità globali. È il regno della globalizzazione finanziaria.

#### **Mercato OVER-THE-COUNTER (OTC):**

##### **Organizzato non regolamentato:**

**Caratteristiche:** Scambi bilaterali o su piattaforme private, regole flessibili, contratti "su misura" (customizzati).

**Il Motore:** La reputazione delle controparti.

**Rischio:** **Rischio di Controparte presente.** Meno trasparenza sui prezzi.

**Nota:** La maggior parte dei derivati e delle valute (Forex) si scambia qui, non in Borsa. È un mercato gigantesco ma opaco.