

16 – Intermediari che offrono servizi di investimento

I SERVIZI FINANZIARI

A RISCHIO INTERMEDIARIO (Principal Investing)

Negoziazione per conto proprio (Dealing):

L'intermediario compra i titoli e li mette nel suo portafoglio ("book") per rivenderli. Se il mercato scende mentre li ha in pancia, la perdita è sua.

Sottoscrizione (Underwriting) con Garanzia:

Se l'intermediario *garantisce* il buon fine dell'emissione (Underwriting), si impegna a comprare i titoli che il mercato non vuole. Se restano invenduti, il rischio è sul suo bilancio.

A RISCHIO CLIENTE (Agency Services)

Esecuzione di ordini per conto dei clienti (Brokerage):

L'intermediario esegue solo l'ordine. Se tu compri azioni Apple e Apple fallisce, il problema è tuo. Lui la commissione l'ha presa.

Ricezione e trasmissione di ordini (RTO):

L'intermediario prende il tuo ordine e lo passa a un altro broker. Puro passacarte. Rischio zero sui titoli.

Gestione di portafogli (Asset Management):

Il gestore sceglie i titoli, ma i soldi sono del cliente. Se il portafoglio perde il 10%, il cliente perde il 10% del suo capitale. Il gestore perde (al massimo) le commissioni di performance.

Consulenza in materia di investimenti:

Il consulente suggerisce, il cliente decide (o comunque il capitale è del cliente). Se il consiglio è pessimo, il capitale perso è del cliente.

Collocamento (senza garanzia):

L'intermediario prova a vendere i titoli per conto dell'emittente ("Best Effort"). Se non ci riesce, li restituisce all'emittente. Non rischia i suoi soldi.

Gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF):

Qui l'intermediario fornisce la "piattaforma" (il software/mercato) dove gli altri scambiano. Guadagna tariffe di accesso/trading. Non prende posizione sui titoli.

Rappresentano una componente essenziale dell'attività dei moderni sistemi finanziari:

- la ricchezza finanziaria delle famiglie è rappresentata in larga misura da titoli ai quali si collega una pluralità di servizi di investimento.
- questi servizi alimentano un flusso consistente di ricavi per le banche e altri intermediari

I soggetti di cui stiamo parlando sono imprese di investimento o le **SIM (Società d'Intermediazione Mobiliare)**.

Le società di intermediazione mobiliare hanno sostituito i vecchi agenti di cambio. Sono società iscritte in un apposito albo tenuto dalla Consob. A loro, insieme alle altre imprese di investimento e alle banche, è riservato l'esercizio professionale dei servizi di investimento nei confronti del pubblico. Le sim possono operare nei mercati regolamentati italiani, nei mercati comunitari e nei mercati extracomunitari riconosciuti dalla Consob.

Art. 18

L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle banche italiane, alle banche UE e alle imprese di paesi terzi.

Art. 19

1. La Consob, sentita la Banca d'Italia, autorizza, entro sei mesi dalla presentazione della domanda completa, l'esercizio dei servizi e delle attività di investimento da parte delle Sim, quando, in conformità a quanto specificato dalle pertinenti norme tecniche di regolamentazione e di attuazione emanate dalla Commissione europea ai sensi della direttiva 2014/65/UE, ricorrono le seguenti condizioni:

- a) sia adottata la forma di società per azioni;
- b) la denominazione sociale comprenda le parole "società di intermediazione mobiliare";
- c) la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica;
- d) il capitale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia;
- e) vengano fornite tutte le informazioni, compreso un programma di attività, che indichi in particolare i tipi di operazioni previste e la struttura organizzativa;
- f) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano idonei ai sensi dell'articolo 13;
- g) i titolari delle partecipazioni indicate nell'articolo 15, comma 1, abbiano i requisiti e soddisfino i criteri stabiliti ai sensi dell'articolo 14 e non ricorrano le condizioni per il divieto previsto dall'articolo 15, comma 2;
- h) la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa e siano fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell'articolo 15, comma 5;
- i) siano rispettati, per la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione o di sistemi organizzati di negoziazione, gli ulteriori requisiti dettati nella parte III.

2. L'autorizzazione è negata quando dalla verifica delle condizioni indicate nel comma 1 non risulta garantita la sana e prudente gestione, né assicurata la capacità dell'impresa di esercitare correttamente i servizi o le attività di investimento(1).

Solo per mostrare come il legislatore utilizzi sempre un **approccio** di **tutela** e **controllo** della **stabilità dell'intero sistema finanziario**, dal momento che anche questi tipi di intermediari pongono problemi generici di fiducia da parte del pubblico

ASPETTI ECONOMICI dell'OFFERTA dei SERVIZI di INVESTIMENTO 1 di 3

Caratteristiche fondamentali per gli intermediari finanziari e delle prestazione fornite:

1- i RICAVI: rappresentati dalle commissioni e/o i guadagni in conto capitale sul portafoglio di titoli.

2- le ECONOMIE di SCALA e le ECONOMIE di PRODUZIONE CONGIUNTA: sono importanti in quanto rappresentano una parte importante dei costi (che sono molto alti, ma fissi).

3- i SERVIZI di INVESTIMENTO: possono riguardare sia operazioni in titoli per conto dei clienti o operazioni in proprio.

4- i RISCHI: tipicamente di natura finanziaria, credito, mercato, controparte e operativi.

5- l'OFFERTA: sostanzialmente di prodotti finanziari e gli obblighi che ne derivano.

6- CONFLITTI d'INTERESSE: rilevanti sia all'interno dei vari servizi d'investimento sia fra questi e il sistema bancario

ASPETTI ECONOMICI dell'OFFERTA dei SERVIZI di INVESTIMENTO 2 di 3

RICAVI TIPICI: mentre le banche trovano la loro remunerazione nello spread tra i vari tassi che caratterizzano il loro operato, nel caso degli altri intermediari, i ricavi derivano principalmente dalle commissioni. In aggiunta a queste vi sono i guadagni in conto capitale derivante dalla gestione del portafoglio

ECONOMIE di SCALA ed ECONOMIE di PRODUZIONE

CONGIUNTA: gran parte dei servizi di investimento comporta economie di scala, cioè riduzione del costo medio unitario di produzione all'aumentare della quantità prodotta.

ECONOMIE di PRODUZIONE CONGIUNTA: quelle che si realizzano quando il costo di produzione di due o più servizi è inferiore alla somma dei costi di produzione separati.

OPERAZIONI per CONTO DI o in PROPRIO: nelle prime l'intermediario agisce per conto del cliente ponendosi tra questo e il mercato. Nelle operazioni in PROPRIO l'intermediario persegue obiettivi di profitto «personali» e a tal fine può utilizzare tutta la «potenza» che la sua posizione gli garantisce.

ASPETTI ECONOMICI dell'OFFERTA dei SERVIZI di INVESTIMENTO 3 di 3

NATURA dei RISCHI:

- il rischio di **CREDITO** è insito nella gestione del portafoglio.
 - Rischio di **CONTROPARTE** dovuto all'enorme mole di titoli che quotidianamente un intermediario finanziario deve gestire.
 - Il rischio di **MERCATO** dal momento che vengono scambiati moltissimi titoli.
 - Rischio di **LIQUIDITÀ**, anch'esso derivante dalla mole dei titoli azionari e non che un intermediario gestisce.
- Rischio **OPERATIVO** riguardo la moltitudine di operazioni che vengono effettuate.

OBBLIGHI di COMPORTAMENTI a CARICO degli INTERMEDIARI 1 di 2

Gli intermediari finanziari offrono servizi sia retail (famiglie) che all'ingrosso (operatori specializzati). Soprattutto nel primo caso gli intermediari si trovano in una posizione di estremo vantaggio per ciò che riguarda le **ASIMMETRIE INFORMATIVE**:

- il cliente può non essere in grado di valutare correttamente i rischi connessi alle posizioni prese dall'intermediario o i rischi connessi con i titoli/servizi specifici
- il cliente non è nella posizione adeguata per avere tutte le informazioni circa la reale situazione dell'intermediario stesso con il quale sta interagendo.

MIS-SELLING: vendita di strumenti finanziari non convenienti di per se o non adeguati alle esigenze del cliente

OBBLIGHI di COMPORTAMENTI a CARICO degli INTERMEDIARI 2 di 2

Gli aspetti importanti introdotti dal regolatore in Italia (CONSOB nel 2007):

- **Regole generali di comportamento:**

- a. comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza
- b. acquisire tutte le informazioni dai clienti e comunicare tutto
- c. utilizzare pubblicità non fuorvianti
- d. disporre di procedure di controllo interne

- **Obbligo del contratto:** tutti i servizi di investimento, eccezion fatta per le consulenze devono essere presentati sotto forma di contratto scritto

- **Informazioni ex-ante:** acquisire informazioni sul cliente (KYC) per suddividerli in investitori professionali o clienti al dettaglio

- **Valutazione delle caratteristiche del servizio rispetto allo specifico cliente:** si deve perseguire il requisito di adeguatezza del prodotto proposto.

CONFLITTO d'INTERESSE 1 di 2

Il conflitto di interessi sorge quando i fornitori di servizi finanziari o i loro dipendenti servono interessi multipli e sono incentivati a distorcere od occultare le informazioni necessarie per il funzionamento efficiente dei sistemi finanziari

Occorre occuparsi del conflitto di interessi poiché può ridurre considerevolmente la quantità e la qualità delle informazioni, impedendo ai sistemi finanziari di allocare i fondi alle parti che possiedono le opportunità di investimento più produttive

Per fronteggiare il conflitto di interessi, in Europa è stata introdotta la direttiva **MiFID** (Market in Financial Instruments Directive)

CONFLITTO d'INTERESSE 2 di 2

I servizi finanziari che presentano il maggiore potenziale di conflitto di interessi sono:

- **banche di investimento per le operazioni di underwriting** (sottoscrizione di titoli) e **brokeraggio** (vendita di titoli agli investitori)
- **l'auditing** e la **consulenza** nelle società di revisione contabile
- la **valutazione del merito di credito** e la **consulenza** nelle **agenzie di rating**