

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 la Facoltà di Economia «Marco Biagi» e la Facoltà di Scienze della Comunicazione e dell'Economia dell'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, CEFIM – Centro Studi Banca e Finanza
Febbraio 2016

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 imperniate 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.