

Capitolo 2

Le teorie dell'intermediazione finanziaria



Obiettivi di apprendimento

- Delineare i principali approcci teorici (costi di transazione, incertezza, asimmetrie informative, costi di agenzia) che spiegano l'esistenza e l'operatività dei mercati e degli intermediari finanziari
- Identificare gli intermediari finanziari sulla base delle attività svolte e del loro profilo istituzionale
- Delineare le caratteristiche dei principali intermediari nel contesto istituzionale italiano

Indice

1. I principali approcci teorici
 1. *I costi di transazione*
 2. *L'incertezza*
 3. *Le asimmetrie informative*
 4. *Il ruolo di mercati e intermediari*
 5. *I costi di agenzia*
 6. *Fintech e le teorie dell'intermediazione*
2. Criteri di classificazione degli intermediari
3. Principali tipologie di intermediari

I principali approcci teorici (1/12)

- Gli approcci teorici che spiegano l'esistenza degli intermediari e la loro essenziale funzione attribuiscono un ruolo fondamentale alla presenza di imperfezioni nel funzionamento dei mercati dei capitali.
- Tali “imperfezioni” sono ascrivibili a:
 - costi di transazione impliciti;
 - incertezza e rischi insiti nello scambio creditizio;
 - caratteristiche (tipicamente asimmetriche) del corredo informativo di prenditori e datori di fondi;
 - rapporto di delega (di “agenzia”) tra datore di fondi e intermediario.

I principali approcci teorici (2/12)

• I costi di transazione

- La riduzione dei molteplici costi connessi alla conclusione di qualsiasi transazione migliora l'efficienza del processo di trasferimento delle risorse e rappresenta, quindi, una delle principali funzioni attribuite agli intermediari finanziari.

Presupposto	Ruolo degli intermediari	Ruolo dei mercati mobiliari	Esistenza di differenti tipologie di intermediari
<p>La mancata esecuzione di uno scambio diretto è dovuta a:</p> <ul style="list-style-type: none"> • divisibilità finita degli strumenti finanziari (costi di frazionamento) • costi di acquisizione ed elaborazione delle informazioni (costi di informazione, screening, monitoring) • presenza di costi operativi e di negoziazione 	<p>Gli intermediari rendono possibile la conclusione di operazioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> • altrimenti non eseguibili • a costi inferiori grazie alla loro natura (fissi o poco flessibili) 	<p>Sul mercato vengono svolte operazioni che:</p> <ul style="list-style-type: none"> • coinvolgono i soggetti in grado di esternalizzare i costi informativi e operativi a fronte di bassi costi di negoziazione • non soffrono del problema della limitata divisibilità 	<p>A ogni frazione di costi internalizzata corrisponde una tipologia di intermediario:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ricerca della controparte → broker • negoziazione → investitore istituzionale • screening → investment bank • tutti i costi → banca universale

Approfondimenti
2.1 e 2.2

I principali approcci teorici (3/12)

- **L'incertezza**

- L'incertezza è presente in qualsiasi rapporto di scambio e assume nei contratti finanziari un'importanza tale da essere individuata quale elemento di per sé esplicativo dell'attività di intermediazione

Presupposti	Ruolo degli intermediari	Ruolo dei mercati mobiliari	Esistenza di differenti tipologie di intermediari
<ul style="list-style-type: none"> • I contratti si caratterizzano per la presenza di molteplici tipologie di rischio • Lo scambio diretto può realizzarsi solo se tra le parti c'è assoluta concordanza sulle modalità (contrattuali) di distribuzione del rischio 	<ul style="list-style-type: none"> • Rendere possibile la conclusione dello scambio attraverso la trasformazione del rischio: <ul style="list-style-type: none"> • con assunzione • senza assunzione 	<ul style="list-style-type: none"> • Le modalità di esecuzione aumentano liquidità e immediatezza degli scambi • La presenza di una Clearing house annulla il rischio di controparte 	<ul style="list-style-type: none"> • L'intermediario creditizio assume in proprio il rischio per rendere compatibili le schede di preferenza di creditori e debitori attraverso: <ul style="list-style-type: none"> • la diversificazione • il trasferimento del rischio sugli azionisti • il trasferimento del rischio su terzi • Il fondo comune di investimento riduce il rischio mediante il processo di diversificazione del portafoglio senza assumerlo direttamente • La compagnia di assicurazione assume in proprio il rischio per effetto della legge dei grandi numeri e per l'applicazione del principio di mutualità

I principali approcci teorici (4/12)

- **L'incertezza**
- Alcuni limiti dell'impostazione basata sull'incertezza sono legati alla mancata esplicita considerazione di elementi quali:
 - imperfezioni di natura strutturale che contraddistinguono l'operare dei sistemi finanziari;
 - l'offerta di strumenti di pagamento;
 - la prestazione di servizi di consulenza da parte di numerosi e variegati operatori;
 - l'esistenza di intermediari con funzione monetaria, i quali consentono di minimizzare *costi-tempi-rischi* del trasferimento dei saldi monetari.

I principali approcci teorici (5/12)

• Le asimmetrie informative

- In un mercato nel quale il consumatore/acquirente è meno informato rispetto al venditore, quest'ultimo può offrire buoni affari e "bidoni" (i cosiddetti "lemons") allo stesso prezzo, senza che ciò sia percepito *ex ante* dal compratore (Akerlof, 1970, con riferimento al mercato delle automobili usate).

Presupposto	Ruolo dell'intermediario	Ruolo dei mercati mobiliari	Esistenza di differenti tipologie di intermediari
<ul style="list-style-type: none"> • Gli investitori sono sistematicamente in svantaggio rispetto ai prenditori che conoscono rischio e redditività dei progetti che chiedono di finanziare • L'emittente di passività finanziarie potrebbe non essere in grado di interpretare il mercato e stabilirne correttamente termini e condizioni 	<ul style="list-style-type: none"> • Rende possibile la conclusione dello scambio producendo informazione: • interna grazie anche all'accesso a informazioni riservate attendibile, in quanto è lo stesso intermediario che si assume il rischio residuo e mette in gioco la propria reputazione 	<ul style="list-style-type: none"> • Disciplina dell'informazione anche precontrattuale • Pubblicità dei prezzi • Pubblicità delle Informazioni price sensitive • Disciplina dell'insider trading 	<ul style="list-style-type: none"> • Banche: esclusività della funzione monetaria • Investment bank: funzione segnaletica delle operazioni aventi a oggetto titoli societari • Altri intermediari specializzati: diversa regolamentazione • Assicurazioni: conoscenza dei dati relativi a frequenza e impatto degli eventi assicurati:

I principali approcci teorici (6/12)

- **Le asimmetrie informative**
- Le difficoltà nel trasferimento dell'informazione fanno sì che:
 - alcuni investitori hanno la possibilità di sfruttare a proprio vantaggio l'accesso a informazioni privilegiate (*insider trading*), causando una manipolazione del mercato (*market abuse*);
 - la limitata capacità di giudizio che ne deriva, può indurre gli investitori a compiere scelte che potrebbero risultare *ex post* non coerenti con gli obiettivi perseguiti (*adverse selection* o *selezione avversa*); dal canto loro, i soggetti finanziati potrebbero assumere, successivamente, comportamenti lesivi degli interessi dei finanziatori (*moral hazard* o *azzardo morale*).

Approfondimento 2.3

I principali approcci teorici (7/12)

- **Le asimmetrie informative**

- Alcuni esempi di riduzione del gap informativo a svantaggio di intermediario e investitore sono:
 - Centrale dei Rischi e altri Sistemi di Informazioni Creditizie, SIC (Approfondimento 3.4w);
 - giudizi emessi dalle agenzie di rating;
 - il “Documento sui rischi” da consegnare al cliente prima della conclusione del contratto, per la valutazione del rischio dell’investimento;
 - il *prospetto informativo* per il collocamento di nuovi strumenti;
 - la decisione di Borsa Italiana SpA di mettere a disposizione le analisi e le previsioni elaborate dal team di analisti dei diversi intermediari;
 - le analisi sui principali titoli quotati a opera dei principali operatori.

I principali approcci teorici (8/12)

- **Il ruolo di mercati e intermediari**
- Modalità di riduzione delle imperfezioni

	 Mercati mobiliari 	 Intermediari
 Costi di transazione 	<ul style="list-style-type: none">• Uso della tecnologia• Trading rules• Presenza di market maker	<ul style="list-style-type: none">• Uso della tecnologia• Economie di scala e di diversificazione• Concorrenza
 Incertezza 	<ul style="list-style-type: none">• Funzione di liquidità• Specializzazione degli strumenti	<ul style="list-style-type: none">• Assunzione dei rischi• Trasformazione dei rischi• Trasferimento dei rischi
 Asimmetria informativa 	<ul style="list-style-type: none">• Organizzazione degli scambi• Obblighi informativi	<ul style="list-style-type: none">• Produzione di informazioni

I principali approcci teorici (9/12)

- **I costi di agenzia**
- *Teoria del rapporto di agenzia*, il quale comporta una delega da parte di un soggetto (*principal* o mandante), proprietario di un'attività, a un gestore (*agent* o mandatario) nel presupposto che svolga la sua funzione in modo più efficiente.
- In ambito finanziario, il rapporto di agenzia si declina nella presenza di *gap* informativi che non consentono al *principal* di osservare il comportamento dell'*agent* e le divergenti funzioni obiettivo dei due soggetti, causa di potenziale *moral hazard* dell'*agent* generando costi definiti, appunto, “di agenzia”.

I principali approcci teorici (10/12)

- **I costi di agenzia**

- Nel processo di intermediazione:

- “a monte” l’intermediario, quale agente degli investitori, potrebbe sfruttare le informazioni riservate di cui dispone a suo esclusivo vantaggio contro gli interessi del mandante;
- “a valle” il rapporto di finanziamento dell’impresa determina il rischio di un comportamento scorretto da parte di quest’ultima a danno del primo. I problemi e i costi che ne derivano possono essere ridotti sia richiedendo una remunerazione più elevata a fronte dei prestiti maggiormente soggetti a tali rischi, sia predisponendo contratti flessibili.

I principali approcci teorici (11/12)

- **Fintech e le teorie dell'intermediazione**

- Le maggiori e più veloci opportunità di raccolta ed organizzazione delle informazioni consentono agli operatori Fintech di fondare (e sfruttare) il proprio vantaggio competitivo sulla capacità di elaborare enormi quantità di dati (proliferazione di *hard information*) anche provenienti da fonti 'non tradizionali'.
- Tale elemento sta determinando una modifica radicale del paradigma informativo; finora, infatti, le informazioni raccolte presso la clientela sono state prevalentemente di tipo *hard* mentre oggi è crescente l'uso di dati di natura non finanziaria (*soft information*).
- La vera discontinuità è però rappresentata dalla crescente capacità di codifica delle *soft information* che possono essere trasformate in dati (*ranking, scoring, ecc.*) utilizzabili da algoritmi in grado di dare un giudizio quantitativo utile alla presa di decisioni.

Approfondimento 2.4

I principali approcci teorici (12/12)

- **Fintech e le teorie dell'intermediazione**
- Intermediazione finanziaria e progresso tecnologico

	Informazione	Comunicazione
Funzione nel processo di intermediazione finanziaria	Raccolta e elaborazione di dati a fini di <i>screening e monitoring</i>	Sviluppo di relazioni e creazione di canali distributivi
Tendenze consolidate	Codificazione delle soft information	Da rapporti personali a interazioni a distanza via telefono e/o online
Sviluppi recenti Adattamento da A. Boot (2020)	Uso di dati non-finanziari Intelligenza Artificiale Machine learning	Minori costi di ricerca, <i>matching</i> e distribuzione

Criteri di classificazione degli intermediari

(1/2)

- Profilo funzionale, Svolgimento della funzione monetaria → Intermediari monetari e I. non monetari
- Modalità di svolgimento dell'attività → Investitori delegati e Imprese di investimento
- Modello di intermediazione → Creditizia/Mobiliare/Assicurativa

Modello	Area di attività	Intermediario
Emissione di moneta	Funzione monetaria	Banche
Intermediazione creditizia	Erogazione del credito	Banche Altri Intermediari creditizi
Intermediazione mobiliare	Servizi di investimento	Società di investimento
Intermediazione assicurativa	Copertura rischi danni e rischi vita	Compagnie di assicurazione

Criteri di classificazione degli intermediari

(2/2)

- **Intermediari e attività svolte**

Intermediario	Attività Svolta
IMEL (Istituti di moneta elettronica) ISP (Istituti di pagamento) Banche Intermediari finanziari (art. 106)	Emissione moneta elettronica Servizi di pagamento
Banche	Raccolta presso il pubblico Erogazione di finanziamenti Assunzione di partecipazioni in imprese non finanziarie Servizi e attività di investimento Servizi di pagamento Emissione moneta elettronica Ogni altra attività autorizzata
Intermediari finanziari (art. 106) (Leasing, Factoring, credito al consumo, Confidi, ecc.)	Erogazione di finanziamenti Assunzione di partecipazioni in imprese non finanziarie Servizi e attività di investimento Servizi di pagamento Emissione moneta elettronica
Società di Intermediazione mobiliare	Servizi e attività di Investimento
SGR, FCI, SICAV, SICAF	Gestione collettiva del risparmio
Società Gestione Mercati Regolamentati Clearing house Società di Gestione Accentrata	Organizzazione e Gestione mercati mobiliari
Compagnie di assicurazioni	Assicurazioni vita e danni Piani pensionistici
Fondi pensione	Fondi chiusi e fondi aperti

Principali tipologie di intermediari (1/2)

- Banche
- Altri intermediari creditizi (Società di Leasing, Factoring, Cartolarizzazione, Credito al consumo; Consorzi Fidi,...)
- Società di Intermediazione Mobiliare (SIM)
- Società di Consulenza Finanziaria (SCF)
- Società di Gestione del Risparmio (SGR)
- Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV)
- Società di Investimento a Capitale Fisso (SICAF)
- Società di gestione dei mercati regolamentati (SGMR)
- Società di gestione accentrata (Depositari Centrali)
- Imprese di assicurazione
- Fondi pensione

Principali tipologie di intermediari (2/2)

- **Intermediari e orientamento del modello di economicità**

Tipologia di intermediario	Margine economico
Creditizio	Margine di interesse Margine commissionale
Mobiliare	
di partecipazione	Margine da plusvalenze
di servizio	Margine commissionale Margine misto (da interessi e da plusvalenze)
di gestione del risparmio	Margine commissionale
Assicurativo	Margine assicurativo