

Lezione 2

Le teorie dell'intermediazione finanziaria. La classificazione degli intermediari

21/09/2023

Prof. Gian Paolo Stella
Economia degli Intermediari Finanziari

A.A. 2023-2024

Perché esistono gli intermediari finanziari?

- il sistema finanziario rende più efficiente il processo di trasferimento delle risorse tra le unità economiche.
- In particolare, l'attività svolta da mercati e intermediari facilita la mobilità dei capitali poiché incide positivamente su alcuni degli elementi indispensabili a una efficace ed efficiente attività di scambio:
 - Disponibilità di informazioni;
 - Liquidità e negoziabilità degli strumenti;
 - Possibilità, per tutti gli operatori, di trovare la desiderata combinazione rischio/rendimento.

I principali approcci teorici

- Gli approcci teorici che spiegano l'esistenza degli intermediari e la loro essenziale funzione economica – pur nella loro molteplicità, diversità e, talvolta, incompletezza – attribuiscono un ruolo fondamentale alla presenza di imperfezioni (di varia natura e intensità) nel funzionamento dei mercati dei capitali.
- Tali “imperfezioni” sono ascrivibili a:
 - Costi di transazione impliciti;
 - Incertezza;
 - Asimmetrie Informative;
 - Costi di “agenzia”.
- Le diverse impostazioni di seguito analizzate, da un lato **giustificano** sotto il profilo teorico l'esistenza degli intermediari, le loro funzioni e il loro indispensabile contributo all'efficienza del sistema economico, dall'altro spiegano il differente ruolo svolto da intermediari e mercati nella riduzione delle imperfezioni.

Costi di transazione

- La riduzione dei molteplici costi, diretti e indiretti, 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.
- Di conseguenza, l'attività di intermediazione si esprime nella capacità di assorbire tutti o parte dei costi che gravano su una transazione finanziaria in conseguenza dei vincoli nella disponibilità di risorse, della limitata razionalità delle scelte e dell'incertezza.
- L'intermediario, dal canto suo, ha l'obiettivo (la funzione) di ridurre i costi che le parti dovrebbero sostenere nell'ipotesi di conclusione di uno scambio diretto e autonomo, rendendo il trasferimento possibile (in caso di costi troppo elevati per una o entrambe le controparti, infatti, lo scambio potrebbe non avere luogo) o più conveniente.
- In sintesi:
 - ***L'intermediario, rispetto al singolo operatore, è in grado di sfruttare sistematicamente le economie di scala e di diversificazione legate alle diverse fasi del processo di scambio.***

Costi di transazione

- Anche i mercati mobiliari dotati di una struttura organizzativa adeguata (per esempio, piattaforme tecnologiche accessibili a distanza, nonché meccanismi di diffusione dei prezzi) hanno un ruolo fondamentale nel rendere più agevoli e meno costose le compravendite di titoli.
- La mancata esecuzione di uno scambio *diretto* è quindi imputabile a:
 - Eccessivo livello dei costi genericamente definiti di transazione (ma più precisamente riconducibili alla divisibilità finita degli strumenti finanziari);
 - Costi di raccolta ed elaborazione dell'informazione durante tutta la durata del contratto (*screening e monitoring*);
 - Costi operativi in senso stretto.
- I **costi di frazionamento** sono associati sia all'“imperfetta divisibilità” degli strumenti finanziari i quali, nonostante gli sforzi degli emittenti, sono ritagliati sulle esigenze di finanziamento delle imprese e per questo non sempre conciliabili con le preferenze di investimento dei risparmiatori sia all'importo assoluto (spesso limitato) delle loro disponibilità.

Costi di transazione

- I cosiddetti **costi di informazione** sono sostenuti per la ricerca e la valutazione delle controparti adatte allo scambio e per la selezione della migliore opportunità (*ricerca delle opportunità di scambio, analisi delle informazioni e selezione*).
- Per il singolo investitore, è evidente il vantaggio derivante dalla presenza di un intermediario in grado da un lato di acquisire e gestire sistematicamente le informazioni con maggiore efficacia ed efficienza (economie di scala), dall'altro di ridurre i rischi di insolvenza attraverso un portafoglio ben diversificato di impieghi.
- I **costi operativi** sono sostenuti per definire le clausole contrattuali dello scambio, predisporre la necessaria documentazione ed effettuare la transazione (costi di negoziazione); inoltre, vi rientrano le spese di trasporto sostenute dalle controparti per “trovarsi” e per scambiarsi le informazioni necessarie alla realizzazione della transazione.
- La diffusione dell'informazione e l'offerta in uno stesso luogo di più servizi di intermediazione consentono di ottenere una significativa riduzione dei costi di transazione.
- Sfruttando le economie derivanti da una vera e propria industrializzazione dei processi operativi, tipicamente caratterizzati da costi fissi elevati e difficilmente comprimibili, e quindi da rilevanti economie di scala, l'intermediario riduce i costi (imperfezioni) delle transazioni facilitandone la crescita

- 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.
- Pertanto, i rischi presenti nelle transazioni e l'esigenza di ridurre l'impatto rappresentano congiuntamente la principale giustificazione offerta da questo approccio teorico all'esistenza degli intermediari.
- Poiché la conclusione delle transazioni è spesso ostacolata dall'incompatibilità, in termini di rischio "desiderato", tra creditore e debitore, l'intervento dell'intermediario è volto a comporre tali divergenze sfruttando la propria capacità di trasformazione dei rischi attraverso l'esercizio della funzione creditizia.
- Facendo leva sulle economie di scala derivanti dal concludere un numero elevato di transazioni, gli intermediari sono in grado di fronteggiare le diverse tipologie di rischio in modo economicamente più conveniente di quanto possa fare il singolo operatore.
- La capacità di influenzare i rischi del rapporto finanziario si esplica, peraltro, in termini bilaterali sia verso i datori di fondi sia verso i richiedenti credito.

- Le modalità di riduzione dell'incertezza forniscono un'indicazione logica utile per spiegare la differenziazione degli intermediari: in relazione alla loro capacità di affrontare e “sopportare” rischi tra loro diversi.
- Quando l'incertezza viene ridotta migliorando il rapporto rischio-rendimento, il ruolo dell'intermediario e la sua capacità di svolgere in maniera professionale le operazioni di acquisto, vendita ed emissione di strumenti finanziari sono analizzate dalla *teoria delle scelte di portafoglio*: il rendimento del portafoglio di attività detenute e le strategie di diversificazione attraverso le quali ridurre i rischi determinano gli aspetti specifici che ne giustificano l'esistenza.
- La considerazione che i rendimenti delle attività finanziarie sono caratterizzati da andamenti casuali (stocastici) rappresenta una condizione d'incertezza sufficiente perché operatori specializzati possano impegnarsi nella sua riduzione.
- La presenza di un premio per il rischio positivo sui prestiti e di uno negativo sui depositi rappresenta il presupposto per lo sviluppo dell'attività di intermediazione creditizia, quando il differenziale è adeguato.

Asimmetrie Informative

- In un mercato nel quale il consumatore è meno informato rispetto al venditore, quest'ultimo può, sottolineava per primo Akerlof (1970) con riferimento al mercato delle automobili usate, offrire buoni affari e “bidoni” (i cosiddetti “*lemons*”) allo stesso prezzo senza che ciò venga percepito *ex ante* dal compratore.
- La presenza di *asimmetrie informative* (di per sé elementi d'incertezza) tra le controparti di un contratto può essere causa di inefficienze nella realizzazione di transazioni di qualsiasi tipo.
- Considerando sia gli effetti derivanti da condizioni di informazione incompleta per gli acquirenti sia la disonestà di alcuni venditori circa la qualità dei beni offerti, è verosimile ipotizzare una progressiva diminuzione della loro qualità media, nonché una riduzione delle dimensioni del mercato: in presenza di “fregature ricorrenti” gli scambi si riducono progressivamente in quanto il rischio percepito non ne rende vantaggiosa e conveniente la conclusione.

Asimmetrie Informative

- La presenza di differenziali informativi tra soggetti determina, tra l'altro, l'incapacità oggettiva degli operatori di giudicare correttamente i progetti di investimento che dovrebbero finanziare.
- In particolare, le difficoltà nel trasferimento dell'informazione fanno sì che:
 - i prenditori abbiano la possibilità di sfruttare a proprio vantaggio la superiorità informativa di cui dispongono esagerando le potenzialità di rendimento dell'investimento;
 - i finanziatori si trovino nell'impossibilità, materiale o legata all'eccessivo costo, di svolgere un'effettiva verifica *ex ante* della qualità dei progetti da finanziare;
 - la limitata capacità di giudizio che ne deriva ponga gli investitori in condizione di effettuare scelte che, formulate sulla base di informazioni incomplete o non veritiere, potrebbero risultare *ex post* contrarie agli obiettivi perseguiti (***adverse selection o selezione avversa***); dal canto loro i soggetti finanziati potrebbero assumere, successivamente, comportamenti lesivi degli interessi dei finanziatori, per esempio assumendo rischi superiori a quelli dichiarati oppure fornendo informazioni inesatte sui risultati conseguiti e più in generale operando diversamente da quanto stabilito contrattualmente (***moral hazard o rischio morale***).

Asimmetrie Informative

- Alcuni esempi di riduzione del gap informativo a svantaggio di intermediario e investitore sono:
 - i giudizi emessi dalle agenzie di rating;
 - le informazioni sull'esposizione debitoria dei singoli affidati fornite dalla Centrale dei Rischi
 - il “Documento sui rischi” che l’intermediario deve consegnare al cliente prima della conclusione del contratto affinché possa procedere alla 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 – relative ai principali dati economici delle società emittenti titoli di debito e di capitale – elaborate dal team di analisti dei diversi intermediari;
 - le analisi sui principali titoli quotati a opera dei principali operatori.

Costi di “agenzia”

- Per completare la breve rassegna delle teorie dell'intermediazione finanziaria, è necessario fare riferimento alla *teoria del rapporto di agenzia*, il quale comporta una delega da parte di un soggetto (*principal* o mandante), proprietario di un'attività, a un soggetto (*agent* o mandatario), gestore dell'attività medesima, nel presupposto che la funzione gestoria venga svolta con maggiore efficienza: il modello del contratto di agenzia, pertanto, si applica essenzialmente per giustificare un processo di specializzazione nella divisione del lavoro.
- In ambito finanziario il rapporto di agenzia, con i conseguenti conflitti d'interesse che lo accompagnano, si ritrova sia tra azionisti/investitori e impresa, sia tra investitori e intermediari nonché tra intermediari e debitori.
- La natura del rapporto di mandato determina però il sorgere di problemi connessi al comportamento dei mandatari rispetto agli interessi dei mandanti; in particolare, la presenza di gap informativi che non consentono al principal di osservare il comportamento dell'agent e le divergenti funzioni obiettivo dei due soggetti sono causa di potenziale moral hazard dell'agent generando costi definiti, appunto, “di agenzia”.

La classificazione degli intermediari

- Al fine di chiarire il nesso tra funzione economica, tipologia dell'intermediario e attività "tipicamente" svolte, è possibile identificare cinque macro aree "funzionali" dell'intermediazione finanziaria:
- Creditizia/monetaria
- Mobiliare;
- Assicurativa e previdenziale.
- Per ognuna vengono elencate le principali categorie di soggetti operanti in Italia con l'indicazione delle attività al cui svolgimento sono autorizzate.

Intermediari Creditizi

- La *banca* svolge – sistematicamente, istituzionalmente e a proprio rischio – un’attività di conferimento di risorse finanziarie a titolo di credito, utilizzando fondi ottenuti da terzi a titolo di debito e, in parte minore, a titolo di capitale proprio.
- In particolare, l’elemento che distingue le banche dagli altri intermediari è la natura delle passività: i clienti possono utilizzare le somme depositate sotto forma di conto corrente per effettuare pagamenti mediante strumenti quali l’assegno, il bonifico o l’utilizzo di carte di debito; alle banche (oltre che agli IMEL) è riservata l’emissione di moneta elettronica (art. 114-*bis*, TUB, Testo Unico Bancario).
- Per l’ordinamento italiano, per aversi attività bancaria, la raccolta presso il pubblico dei risparmiatori (“acquisizione di fondi con l’obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma”) e la concessione di prestiti debbono necessariamente svolgersi congiuntamente.
- Poiché *l’esercizio dell’attività bancaria è riservato alle banche e la raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche* (art. 11, TUB), queste ultime costituiscono gli unici intermediari abilitati in via esclusiva all’esercizio dell’attività bancaria, mentre per altre sfere dell’attività finanziaria non si realizza, tranne che in alcuni casi espressamente previsti dalla legge, il binomio intermediario-attività.
- *Le banche esercitano, oltre l’attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse e strumentali.*

Intermediari Creditizi

- Gli intermediari finanziari sono soggetti, diversi dalle banche, ai quali l'ordinamento nazionale consente di erogare credito in via professionale nei confronti del pubblico.
- Gli intermediari finanziari sono autorizzati all'esercizio dell'attività di concessione di finanziamento sotto qualsiasi forma, incluso il rilascio di garanzie, e sono iscritti in un apposito albo (TUB, art. 106).
- Tali soggetti sono sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia con un controllo analogo a quello delle banche anche se articolato secondo il principio di proporzionalità per tener conto della minore complessità operativa, dimensionale e organizzativa nonché della natura dell'attività svolta.
- In relazione alle tipiche modalità di svolgimento dell'attività, è preferibile fare riferimento alla categoria "economica" degli *intermediari creditizi non bancari*:
 - Società di leasing;
 - Società di factoring;
 - Società di credito al consumo;
 - Confidi;
 - Cassa Depositi e Prestiti;
 - Veicoli per la cartolarizzazione (SPV, *Special Purpose Vehicle*).

Intermediari Mobiliari

- Con riferimento all'attività di intermediazione mobiliare, strettamente legata al circuito diretto e all'esistenza di mercati organizzati, è necessario distinguere alcuni principali ambiti di attività, presidiati da soggetti differenti:
 - Lo svolgimento dei servizi di investimento;
 - La gestione collettiva del risparmio;
 - La promozione e l'organizzazione dei mercati di negoziazione e la gestione delle fasi di scambio dei titoli da parte di soggetti specializzati oggetto di una specifica regolamentazione.
- Attraverso la prestazione dei *servizi di investimento*, gli intermediari autorizzati consentono agli investitori d'impiegare, sotto varie forme, i propri risparmi in strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, titoli di Stato, quote di fondi, contratti e strumenti derivati ecc.).
- Tali servizi vengono tipicamente svolti dalle imprese di investimento, in Italia le SIM (Società di Intermediazione Mobiliare), ossia imprese – diverse dalle banche e dagli altri intermediari finanziari – autorizzate a svolgere per conto proprio e per conto di terzi i servizi di investimento e i servizi accessori così come definiti dal TUF (Testo Unico della Finanza; Capitolo 7).
- Le SCF (Società di Consulenza Finanziaria) possono prestare esclusivamente il servizio di consulenza in materia di investimenti senza poter detenere, neanche temporaneamente, disponibilità liquide e strumenti finanziari della clientela e senza assunzione di alcun rischio.

Intermediari Mobiliari

- Le SGR svolgono professionalmente attività di *asset management*, ossia gestione individuale e gestione collettiva *del risparmio*. Esse sono perciò abilitate a: promuovere, istituire e/o gestire fondi comuni di investimento e fondi pensione; svolgere attività connesse (ricerca, analisi ecc.) e strumentali (servizi informatici ecc.).
- Si tratta di intermediari orientati alla formazione di un margine commissionale poiché le commissioni percepite fanno riferimento a tutti i tipi di gestione eventualmente praticati.
- La *gestione collettiva del risparmio* viene svolta da SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile) e SICAF (Società a Capitale Fisso), particolari tipologie di società per azioni il cui oggetto esclusivo è l'investimento collettivo del patrimonio raccolto presso il pubblico mediante emissione di proprie azioni e che, pertanto, non gestiscono un patrimonio distinto da quello proprio: i partecipanti sono anche azionisti e la gestione è affidata agli organi amministrativi della società eletti dall'assemblea dei soci.
- Nel quadro del processo di privatizzazione dei mercati mobiliari, il TUF ha disciplinato altre due categorie di soggetti che prestano servizi specializzati: le società di gestione dei mercati regolamentati (SGMR) e le società di gestione accentrata.
- Le SGMR autorizzate dalla CONSOB si occupano dell'organizzazione e della gestione del mercato definendo mediante apposito Regolamento.

Gli intermediari assicurativi e previdenziali

- L'*impresa di assicurazioni* gestisce i rischi puri, la cui manifestazione comporta solo effetti negativi per l'assicurato; se gestiti con riferimento a una collettività omogenea di situazioni/soggetti, tali rischi possono essere previsti e coperti attraverso l'applicazione di un premio la cui determinazione avviene in via anticipata su basi probabilistico-attuariali (*ipotesi statistiche*) e finanziarie (*ipotesi finanziarie*).
- L'attività delle imprese di assicurazione consiste nel ripartire il costo prodotto da un evento negativo tra tutti gli individui esposti allo stesso rischio sulla base della frequenza attesa di accadimento dell'evento negativo e si caratterizza per l'inversione del ciclo finanziario poiché l'incasso del premio precede sempre l'evento negativo che dà origine al pagamento dell'indennizzo.
- La copertura previdenziale, finalizzata a garantire prestazioni pensionistiche complementari rispetto a quelle erogate dagli Enti pubblici obbligatori, è offerta dalle assicurazioni (sotto forma di pensioni integrative individuali) e dai fondi pensione in forma collettiva, che possono essere sia chiusi sia aperti.