

# **Gli strumenti finanziari e la loro classificazione**

## **27/09/2023**

Prof. Gian Paolo Stella  
Economia degli Intermediari Finanziari

A.A. 2023-2024

# Gli strumenti finanziari e la loro classificazione

---

- I cambiamenti nelle esigenze di finanziamento dei prenditori di fondi e di investimento dei datori di fondi, unitamente alle modifiche dei circuiti diretti (mercati) e indiretti (intermediari) di trasferimento delle risorse finanziarie, nonché del sistema di regole sottostante il sistema finanziario, determinano la nascita di nuovi strumenti finanziari.
- Il processo di innovazione sia correttamente interpretato, è necessario però disporre di schemi di classificazione che siano di ausilio nell'individuare i più significativi elementi di omogeneità e disomogeneità degli strumenti, e ciò anche ai fini della scelta della relativa metodologia di valutazione.
- Gli strumenti finanziari consentono di soddisfare le esigenze di scambio delle risorse monetarie e di allocazione delle risorse finanziarie.
- In particolare, i bisogni di trasferimento nello spazio e nel tempo alimentano il circuito diretto (mercati) attraverso la circolazione di *primary security* (tipicamente, azioni e obbligazioni), mentre le esigenze di trasformazione dettate dall'assenza di coerenza tra le preferenze di datori e prenditori di fondi alimentano il circuito indiretto (intermediari) attraverso la formazione di *secondary security* (tipicamente, depositi bancari e prestiti).

# Profilo Economico

---

- In termini economici, la classificazione degli strumenti, coerentemente con la necessità di spiegarne l'evoluzione e la capacità di soddisfare le esigenze degli operatori in termini di rendimento/costo e di ripartizione del rischio, si rifà ad elementi quali:
  - Natura dei diritti incorporati (grado di partecipazione al rischio e al rendimento del prenditore di fondi);
  - Durata;
  - Remunerazione (rendimento per l'investitore/costo per l'emittente);
  - Restituzione del capitale;
  - Natura e rischio dell'emittente;
  - Trattamento fiscale,
  - Caratteristiche di trasferibilità;
  - Liquidabilità e negoziabilità;
  - Eticità;
  - Natura dei bisogni soddisfatti

# Profilo Economico

---

- Il più importante elemento di classificazione attiene alla differente *natura dei diritti* derivanti (regolati) dal contratto che “crea” l’attività finanziaria.
- Si può così operare la distinzione tra contratti di:
  - Partecipazione;
  - Indebitamento;
  - Assicurazione;
  - Derivati e composti (ai quali corrispondono strumenti che assumono tipicamente la veste di azioni, crediti, polizze, etc.)
- Tipologia e intensità dei diritti a loro volta determinano il grado di distribuzione dei rischi, e conseguentemente del rendimento, tra emittente e investitore; al crescere del livello di partecipazione ai rischi dell’emittente aumenta il coinvolgimento del datore dei fondi nella gestione del prenditore.

# Profilo Economico: Strumenti di Partecipazione

---

- Gli *strumenti di partecipazione* (tipicamente, le azioni nelle loro molteplici fattispecie), per effetto dell'elevato (ma talvolta solo potenziale) coinvolgimento del detentore nella gestione aziendale, comportano la rinuncia a un rendimento certo in termini sia di remunerazione periodica sia di rimborso del capitale a fronte del diritto alla distribuzione eventuale dei risultati periodici (dividendi) e alla restituzione del capitale residuale (*residual claim*, in caso di liquidazione della società emittente) rispetto al soddisfacimento di tutti gli altri portatori di interesse (clienti, fornitori, altri creditori, lavoratori, Stato).
- A tale proposito, va ricordato che, nei moderni sistemi finanziari, la disciplina dell'investimento azionario da parte del pubblico dei risparmiatori ha progressivamente sostituito il principio della proporzionalità tra partecipazione al rischio e ingerenza nella gestione il principio che la gestione sia prerogativa del management e l'azionista di minoranza risulti, nei fatti, un finanziatore portatore di un interesse residuale rispetto agli altri *stakeholder*.

# Profilo Economico: Strumenti di Indebitamento

---

- Negli *strumenti di indebitamento* scompaiono, rispetto alla categoria precedente, i diritti di proprietà bilanciati dalla presenza dei diritti di credito poiché, a fronte della rinuncia a qualunque forma di ingerenza nella gestione, è sancito il diritto alla remunerazione (a prescindere dai risultati periodici conseguiti dal prenditore) e, sulla base delle risorse esistenti, alla restituzione del capitale alla scadenza o al momento della liquidazione.
- Gli strumenti di indebitamento sono tipicamente costituiti nel circuito indiretto dalle operazioni di finanziamento delle banche e degli altri intermediari creditizi, nel circuito diretto dai titoli obbligazionari.
- Nel caso di diffusione di questi ultimi tra il pubblico, al fine di preservare i diritti dei finanziatori, sono stati introdotti meccanismi e strutture per monitorare l'insorgere di eventuali situazioni di insolvenza che possono ledere gli interessi della categoria privilegiando, quale forma di tutela, la trasparenza e il diritto all'informazione.

# Profilo Economico: Contratti di Assicurazione

---

- I *contratti di assicurazione* consentono al contraente, dietro pagamento di un premio, di tutelarsi contro l'eventuale manifestazione di un evento avverso attinente alla vita umana o ad altri danni, al cui verificarsi (sinistro) matura il diritto a incassare un indennizzo.
- La manifestazione economica del rischio viene così trasferita ad un agente economico (la compagnia di assicurazioni) il quale, grazie all'elevato numero di contratti stipulati con datori di fondi aventi le medesime caratteristiche socio - economiche, riesce a:
  1. Ripartire il costo della manifestazione dell'evento aleatorio tra tutti i sottoscrittori;
  2. Ridurre il costo della copertura;
  3. Conseguire un profitto.

# Profilo Economico: Strumenti Derivati e Composti

---

- Gli *strumenti derivati* incorporano diritti od obblighi che insistono su elementi tipici di altri strumenti finanziari ai quali si riferiscono (*underlying*) per effetto del manifestarsi di eventi contingenti (*contingent claim*).
- Nati con l'intento di neutralizzare i movimenti avversi relativi allo strumento sottostante, essi si prestano anche ad essere utilizzati con finalità speculative o di arbitraggio grazie all'esiguo ammontare di risorse finanziarie necessarie per poterli sottoscrivere/negoziare.
- Tutte le categorie di strumenti derivati sono riconducibili a due tipologie di base:
  - Contratti a termine;
  - Opzioni, che si differenziano per il grado di simmetria tra le prestazioni delle due controparti.
- Gli *strumenti composti*, infine, nascono dalla combinazione di strumenti di base per soddisfare le varie e mutevoli esigenze dei datori e dei prenditori di fondi (ingegneria finanziaria).

# Profilo Economico: Classificazione in base alla scadenza

---

- In riferimento alla *scadenza* o *durata contrattuale*, si distinguono:
  - **Strumenti a scadenza indeterminata**, se le condizioni del rimborso si verificano in conseguenza di un evento successivo alla sottoscrizione, ovvero quando la durata effettiva dell'investimento dipende dalle condizioni oggettive e soggettive del prenditore di fondi (titoli azionari) o dalla discrezionalità concessa al datore di fondi);
  - **Strumenti a scadenza determinata** (titoli di Stato, obbligazioni, operazioni di prestito), che prevedono la definizione del momento del rimborso del capitale all'atto della sottoscrizione e che a loro volta sono convenzionalmente distinti in strumenti a breve (fino a 12 mesi), medio (tra 1 e 5 anni) e lungo termine (oltre 5 anni);
  - **Strumenti a scadenza condizionata** (determinata sulla base di un'apposita clausola), la cui data di rimborso può subire modifiche nel corso del tempo per la presenza di facoltà a favore (esercitabili su iniziativa) del datore di fondi (opzioni di prolungamento, di rimborso anticipato per il verificarsi di condizioni sfavorevoli, di *switch* su altri strumenti con modifica dello status giuridico del sottoscrittore) o a favore (esercitabili su iniziativa) del prenditore (opzione di rimborso anticipato per il verificarsi di condizioni favorevoli).

# Profilo Economico: Modalità di Remunerazione

---

- Le modalità di *remunerazione* e di *rimborso del capitale* (o, in termini più generali, la distribuzione dei flussi finanziari nel tempo) contribuiscono a determinare livello e caratteristiche del *rendimento/costo*, che può essere nullo, laddove gli strumenti o le attività finanziarie non riconoscano al sottoscrittore alcuna remunerazione (tipicamente, la moneta e i mezzi di pagamento, ma di recente anche numerose categorie di depositi bancari), o di mercato, qualora gli strumenti abbiano finalità di investimento o finanziamento.
- In quest'ultimo caso, possiamo distinguere ulteriormente componenti di:
  - **Rendimento certo**, in cui il rischio legato a livello e variabilità della remunerazione è praticamente nullo;
  - **Rendimento incerto**, in relazione all'indeterminatezza di alcuni elementi (livello o manifestazione temporale) che definiscono la remunerazione periodica e/o la restituzione del capitale (per esempio, l'ammontare di una cedola o il capitale rimborsato ove sia prevista una clausola di indicizzazione automatica al valore del parametro di riferimento);
  - **Rendimento aleatorio**, nel senso che la remunerazione è incerta anche nel suo eventuale manifestarsi (una variazione positiva di prezzo, l'incasso del dividendo, il reinvestimento dei flussi periodici).
- In definitiva, risulta evidente come alla natura del rendimento di mercato, che determina il rischio dell'investimento, sia correlato il valore (certo o incerto) dello strumento nel corso del tempo.

# Profilo Economico: Restituzione del Capitale

---

- La *restituzione del capitale* può invece avvenire:
  - in un'*unica soluzione* alla scadenza (tipicamente, nel caso dei titoli di Stato o di emittenti a basso rischio di credito, poiché rinviare nel tempo gran parte dei flussi può essere pericoloso nell'ottica del sottoscrittore);
  - mediante *piani di rimborso (piani di ammortamento)* che si differenziano sia per frequenza (mensile, trimestrale, semestrale, annuale) e struttura temporale (predefinita o variabile), sia per importi (frazionati, predefiniti o variabili): si pensi alle differenti strutture che possono assumere, sotto questo aspetto, i mutui contratti per l'acquisto di un'abitazione.

# Profilo Economico: Trasferibilità

---

- Ulteriore caratteristica “intrinseca” utile per definire una tassonomia degli strumenti è la *trasferibilità*, ossia le modalità, disciplinate dalla legge o da un contratto specifico, mediante le quali essi possono circolare tra soggetti indipendenti.
- Si possono così individuare:
  - **Titoli al portatore**: trasferibili mediante la semplice consegna del titolo;
  - **Titoli nominativi**: l'intestazione deve risultare, oltre che dal titolo, anche da un apposito registro tenuto dalla società emittente (il libro dei soci) e per il cui trasferimento è necessario il mutamento della doppia intestazione sul titolo e sul libro dei soci.
- Anche se il codice civile prevede che le azioni possano a scelta del socio essere nominative o al portatore, nel sistema attuale esse sono sempre nominative, a eccezione delle azioni di risparmio e delle azioni emesse dalle SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile).

# Profilo Economico: Liquidabilità

---

- La liquidità è definita, in termini generali, come attitudine di un'attività finanziaria a essere scambiata contro moneta a vista o senza perdite (costi di transazione), ed è quindi una caratteristica che si possiede oppure no, senza posizioni intermedie.
- La teoria economica ha però esteso gradualmente questo concetto per comprendere anche “situazioni intermedie”: in alternativa si usa quindi il concetto *liquidabilità*, inteso come grado di scambiabilità tra le attività finanziarie (negoziabilità), distinguendo tra *mezzi di pagamento*, *strumenti negoziabili “a vista”* o *con preavviso* e *strumenti negoziabili sul mercato*.
- Poiché la liquidabilità dipende congiuntamente dalle caratteristiche intrinseche dello strumento (soprattutto durata, ma anche andamento dei flussi per interesse e per capitale, opzioni di conversione ecc.) e da elementi esterni (se la trasformazione è legata a esigenze di smobilizzo anticipato soddisfabili sul mercato), si parla, rispettivamente, di *liquidità naturale* e di *liquidità artificiale*.
- Tra gli elementi intrinseci che possono incidere positivamente sulla *negoziabilità* di uno specifico strumento finanziario rientrano la *standardizzazione*, la quale consente un più facile accesso alle informazioni incorporate nel titolo, e la divisibilità per valore unitario e per *quantità minima negoziabile*, la quale abbassa la soglia minima di investimento.

# Profilo Economico: Natura dei Bisogni Soddisfatti

---

- Il *bisogno di finanziamento* nasce dalla necessità di reperire le risorse monetarie per l'acquisto di beni e servizi in eccesso rispetto alle proprie capacità di spesa con orizzonti temporali e per importi non sempre definibili anticipatamente, garantendosi una possibilità di rimborso scadenzata su tempi più o meno lunghi (in funzione della dinamica prevista delle entrate e uscite future), pagando un costo proporzionato (commisurato) alla durata del debito e al rischio sopportato dal creditore, tenendo conto dei condizionamenti gestionali che possono derivare dalla presenza di finanziatori esterni.
- Il *bisogno di copertura dei rischi assicurativi* (o puri) nasce dalla necessità di tutelarsi contro gli effetti negativi (perdita) di un evento dannoso (sinistro), il cui verificarsi è aleatorio per il singolo ma non per una collettività di individui. Le conseguenze economiche dell'evento possono essere affrontate in diversi modi: accumulazione di risparmio, prevenzione e assicurazione, stipula di contratti *ad hoc* nei confronti di soggetti specializzati.
- Il *bisogno di gestione dei pagamenti* è legato a molteplici esigenze: sicurezza di ricevere nello scambio potere d'acquisto (moneta) riutilizzabile; sicurezza di essere liberati dall'obbligazione di pagare; minimizzazione dei costi/rischi del mantenimento di scorte monetarie; minimizzazione dei tempi e dei costi di trasformazione del pagamento ricevuto in moneta; facilità di controllo della quantità disponibile di moneta e della sua dinamica nel tempo; riservatezza circa l'entità e la destinazione dei pagamenti e degli incassi.

# Profilo Economico: Natura del Soggetto Emittente

---

- La *natura del soggetto emittente*, e in particolare il suo grado di solvibilità (cioè la sua attitudine ad assolvere agli impegni assunti in relazione al servizio del debito), consente di classificare gli strumenti in funzione del livello atteso del rischio di credito.
- Poiché la suddivisione tra emittenti sovrani e istituzioni sovranazionali, Enti pubblici, banche, intermediari finanziari e imprese non consente sempre di definire con chiarezza una scala di rischio, nei mercati finanziari più sviluppati il rischio di insolvenza dell'emittente e viene tipicamente stimato mediante il **rating**, la cui assegnazione si basa su algoritmi predefiniti e onnicomprensivi di tutte le caratteristiche del settore, dell'emittente e del titolo; particolarmente rilevante è la suddivisione tra titoli/emittenti *investment grade* e *speculative grade*, bipartizione cui corrispondono anche differenti regole di accesso e sottoscrizione da parte degli investitori istituzionali.

# Focus: Le Società di Rating

---

- L'attività di rating, sorta storicamente nel mercato statunitense, si è diffusa in epoche più recenti in tutti i mercati finanziari evoluti.
- La si può definire come l'elaborazione e l'offerta di una valutazione sintetica in merito allo stato di salute di un emittente di strumenti finanziari.
- Sul piano operativo, questo servizio si configura come il frutto di un processo di analisi approfondito e costantemente verificato del rischio di insolvenza, connesso al singolo investimento finanziario, del soggetto emittente.
- I risultati di questo processo vengono messi a disposizione degli investitori sotto forma di indici alfanumerici che, ordinati in una scala di valori, esprimono la diversa gradazione di rischiosità degli investimenti considerati.
- Le agenzie di rating (chiamate anche *rater*), grazie all'opera di analisti specializzati, offrono un servizio di valutazione degli strumenti finanziari in circolazione sul mercato al pari di quello realizzato dagli intermediari finanziari, con la differenza che questi ultimi destinano a fini interni il risultato delle proprie analisi, mentre il *rater* ne fa un oggetto di scambio commerciale offrendolo sul mercato.

# Focus: Etica ed Investimenti

---

- Secondo un nuovo orientamento, la classificazione e la selezione degli strumenti finanziari possono fondarsi, oltre che su profilo di rischio/rendimento, su *criteri etici* (SRI, *Socially Responsible Investment*) in base ai quali lo strumento finanziario, così come il portafoglio, può essere etico o non etico.
- I criteri di selezione – elaborati e adottati da agenzie indipendenti nate per verificare il grado di “eticità” di un investimento finanziario – possono essere:
  - *Negativi*, nel qual caso si eliminano dall’universo investibile i titoli delle società impegnate in business caratterizzati da sfruttamento dei diritti minorili e dell’ambiente, pornografia, produzione di armamenti, gioco d’azzardo ecc.;
  - *Positivi*, nel qual caso si preferiscono, nell’universo investibile, i titoli delle società impegnate in attività volte alla realizzazione di piani di investimento coerenti con il microcredito, lo sviluppo dell’occupazione, la sostenibilità eco-ambientale ecc.