

Lezione 15

I servizi e le attività di intermediazione mobiliare

17/11/2023

Prof. Gian Paolo Stella
Economia degli Intermediari Finanziari

A.A. 2023-2024

I servizi e le attività di intermediazione

- L'intervento delle istituzioni finanziarie nell'intermediazione mobiliare è rigorosamente disciplinato dal TUF (Testo Unico della Finanza) e dai suoi Regolamenti attuativi.
- In particolare, il TUF dispone che gli intermediari possano prestare, previa autorizzazione (concessa, a seconda dei casi, da Banca d'Italia o CONSOB), un'ampia gamma di servizi a favore della propria clientela, suddivisi in:
 - *servizi di investimento,*
 - *servizi di gestione collettiva del risparmio.*

I servizi di investimento

- Il TUF (art. 1) individua un catalogo tassativo per i servizi di investimento, i quali possono avere a oggetto solo *strumenti finanziari* (azioni, obbligazioni, titoli di Stato, quote di fondi comuni, derivati).
- Fra questi servizi troviamo:
 - esecuzione di ordini per conto dei clienti;
 - ricezione e trasmissione di ordini;
 - mediazione;
 - negoziazione per conto proprio;
 - gestione di sistemi multilaterali di negoziazione;
 - collocamento e underwriting;
 - gestione individuale di portafogli;
 - consulenza in materia di investimenti.
- Il catalogo può essere arricchito dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, con proprio regolamento, secondo quanto disposto dall'articolo 18, comma 5.

I servizi di investimento

- L'esercizio professionale nei confronti del pubblico di servizi di investimento (non il compimento di singoli atti, ma l'esercizio abituale, protratto nel tempo, rivolto al mercato) è attività sottoposta a riserva, accordata ai soli intermediari indicati dal TUF (artt. 18 e 32-*quater*).
- Tra i soggetti abilitati troviamo:
 - *imprese di investimento e banche* possono essere autorizzate a offrire tutti i servizi presenti nel catalogo;
 - *intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del TUB (Testo Unico Bancario)* (specializzati nella concessione di finanziamenti) possono essere abilitati all'*esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla negoziazione per conto proprio*, ma solo su strumenti derivati, nonché al servizio di *collocamento e underwriting*, su qualsiasi strumento finanziario;
 - *SGMR (Società di Gestione di Mercati Regolamentati)* possono esercitare, sempre previa autorizzazione, servizi di *gestione di sistemi multilaterali di negoziazione*;
 - *SGR (Società di Gestione del Risparmio)* possono essere autorizzate a svolgere servizi di *gestione individuale e di consulenza in materia di investimenti*.

- Anche per i servizi di *gestione collettiva* il TUF (artt. 1 e 33) prescrive un catalogo tassativo, che può essere così rappresentato:
 - Istituzione e organizzazione di *fondi comuni di investimento* e amministrazione dei rapporti con i partecipanti;
 - Gestione del patrimonio (e dei relativi rischi) di *fondi comuni*, *SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile)* e *SICAF (Società di Investimento a Capitale Fisso)*, di propria o altrui istituzione;
 - Commercializzazione di quote o azioni di *OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio)* (ossia fondi comuni di investimento, *SICAV* e *SICAF*) proprie o di terzi.
- A differenza dei servizi di investimento, la gestione collettiva può avere a oggetto non solo *strumenti finanziari*, ma anche *crediti* o *altri beni mobili o immobili*.
- L'esercizio professionale nei confronti del pubblico è riservato a *SGR*, *SICAV* e *SICAF* (art. 32-*quater*).

L'esecuzione di ordini per conto proprio

- Quando un investitore è interessato ad acquistare strumenti finanziari sul mercato secondario, nulla vieta che provi a contattare personalmente amici e conoscenti per sapere se qualcuno possiede i titoli che cerca e se è disposto a venderli.
- La ricerca può richiedere tempi lunghi e costi di transazione elevati. Essa espone, inoltre, al rischio di condizioni di acquisto non soddisfacenti.
- In alternativa, l'investitore può rivolgersi a un intermediario finanziario, al quale conferire un ordine di acquisto.
- L'ordine conterrà informazioni sul:
 - Tipo di operazione (acquisto o vendita);
 - Sullo strumento finanziario e sulla quantità di titoli a cui è interessato;
 - Limiti di prezzo (massimi in caso di acquisto, minimi in caso di vendita) o vincoli di durata: l'investitore può infatti ritenere conveniente la compravendita solo se conclusa entro un certo termine e prescrivere la revoca dell'ordine qualora inevaso alla data e orario specificati.

L'esecuzione di ordini per conto proprio

- Ricevuto l'ordine, l'istituto si incarica della ricerca della controparte, compito che può adempiere molto più agevolmente dell'investitore, o quantomeno spuntando condizioni migliori, interpellando altri suoi clienti, facendo leva sulla fitta rete di conoscenze che possiede o inoltrando la proposta di transazione a un mercato regolamentato, dove il titolo è quotato e al quale ha accesso.
- La ricerca avviene, di solito, *per conto* ma anche *in nome del cliente*: con il conferimento dell'ordine, l'intermediario ha infatti mandato di rappresentanza e può spenderne il nome qualora la transazione si chiuda.
- Nella prestazione dei servizi di investimento, in effetti, agli intermediari è concesso agire in nome proprio solo previo consenso scritto.
- Ottenuto il consenso, possono siglare direttamente contratti di acquisto, di sottoscrizione o di vendita, ma devono subito dopo intestare gli strumenti all'investitore (art. 21, TUF).
- L'intermediario che si occupa di combinare compratori e venditori di strumenti finanziari sul mercato secondario è detto *broker* (che esplica l'attività nota come "brokeraggio"); per tale incarico egli percepisce una commissione (*fee*) che, a seconda degli accordi, può essere di importo fisso o in percentuale del controvalore della transazione.

L'esecuzione di ordini per conto dei clienti

- Il servizio prestato dal broker è detto di *negoziazione per conto terzi* qualora il compito dell'intermediario (noto anche come *negoziatore*) sia di promuovere con la massima diligenza la chiusura dell'ordine.
- La chiusura dell'ordine è detta “eseguito” (o “negoziazione”), da cui l'espressione *esecuzione di ordini per conto dei clienti*, impiegata come sinonimo di negoziazione per conto terzi.
- Nonostante non sia prevista alcuna garanzia di chiusura della transazione, il broker vincola a tale avvenimento l'incasso della commissione, detta appunto “di eseguito”, che può esigere solo a compravendita avvenuta.
- Se l'ordine non si chiude, nulla è dovuto, a eccezione del canone periodico talvolta richiesto per accedere al servizio.

La ricezione e la trasmissione di ordini

- Il servizio prestato è di *ricezione e trasmissione di ordini* qualora il broker si limiti a ricevere e trasmettere al negoziatore ordini di acquisto o di vendita provenienti dalla clientela.
- Anche in questo caso il diritto a percepire la commissione matura una volta che sia avvenuta la compravendita.
- Ma perché l'investitore dovrebbe rivolgersi a un *trasmettitore* di ordini piuttosto che a un *negoziatore*?
 - Attraverso il servizio di ricezione e trasmissione, il cliente delega la scelta dell'intermediario che dovrà eseguire l'ordine;
 - Sarà quindi il trasmettitore a dover individuare il negoziatore capace di spuntare le condizioni migliori, sfruttando la propria esperienza e professionalità.

La mediazione

- L'autorizzazione a prestare servizi di ricezione e trasmissione di ordini abilita automaticamente alla prestazione di servizi di *mediazione* (o *brokeraggio puro*).
- Si tratta di mettere in contatto, spontaneamente o su incarico di una o più parti, senza vincolo di collaborazione, di dipendenza o mandato di rappresentanza, due o più investitori interessati a una transazione (art. 1754 c.c.).
- A differenza della negoziazione per conto terzi e della ricezione e trasmissione di ordini, in caso di mediazione il diritto a percepire la commissione matura una volta concluso l'"affare" (art. 1755 c.c.).
- Dunque, per incassare la commissione è sufficiente che gli investitori stipolino un contratto preliminare, senza darvi seguito firmando la compravendita.

La negoziazione per conto proprio

- Ricevuto l'ordine, l'intermediario può scegliere di proporsi direttamente come controparte, dichiarandosi disponibile a vendere il titolo a cui l'investitore è interessato.
- Proponendosi offre rassicurazioni (che l'investitore non avrebbe se l'istituzione finanziaria assumesse il ruolo di broker) sul “se”, sul “quando” e sulle “condizioni” di esecuzione dell'ordine.
- L'attività di acquisto e di vendita di strumenti finanziari (sul secondario), in contropartita diretta e *in relazione a ordini dei clienti*, è nota come *negoziazione per conto proprio* o *dealing*, e *dealer* è l'intermediario che se ne occupa.
- Il dealer, per l'esercizio della sua attività, detiene titoli in giacenza, che di volta in volta acquista dagli emittenti, dai clienti o da altri intermediari, e che spera di rivendere realizzando un margine.
- A differenza del broker, il dealer non percepisce una commissione per il servizio reso, ma basa i suoi guadagni sullo scarto tra il *prezzo denaro* (*bid price*), ovvero quanto paga i titoli presenti nel portafoglio di proprietà, e il *prezzo lettera* (*ask price*), ossia quanto riceve dalla vendita.

La negoziazione per conto proprio

- Le difficoltà nel recuperare il titolo concedono al dealer che ne dispone l'opportunità di pretendere una maggiorazione sul prezzo di scambio.
- Analoghe considerazioni possono essere fatte qualora l'investitore sia interessato a vendere.
- In tal caso, la richiesta del dealer sarà di chiudere a un prezzo più basso di quello praticato in media, per esempio, sul mercato regolamentato dove il titolo è quotato: sui mercati regolamentati, infatti, le transazioni avvengono esclusivamente attraverso i broker, che non offrono rassicurazioni sull'esecuzione dell'ordine.
- La negoziazione per conto proprio promette profitti generosi, ma espone ad alti rischi (detti "di prezzo"), legati con filo doppio alle oscillazioni dei prezzi dei titoli in giacenza, che possono aumentare o diminuire sensibilmente nel corso del tempo.

La differenza tra dealer e market maker

- Oltre al dealer, presta servizi di negoziazione per conto proprio il *market maker*, figura oggi particolarmente diffusa nei mercati mobiliari.
- Come il dealer, anche il market maker si propone come controparte in transazioni che hanno a oggetto strumenti finanziari.
- Ma mentre il dealer decide, di volta in volta e su sollecitazione del cliente, se proporsi e le condizioni alle quali è disposto a effettuare la transazione, il market maker si impegna in via continuativa a negoziare determinati titoli, a condizioni definite, sia in acquisto sia in vendita, in contropartita diretta di chiunque, sul secondario, si dichiara disponibile a chiudere l'operazione.
- Le condizioni sono comunicate preventivamente, segnalando puntualmente:
 - I titoli su cui si è disposti a operare;
 - La quantità massima trattata;
 - Il prezzo denaro, impegnativo in acquisto;
 - Il prezzo lettera, impegnativo in vendita.

La differenza tra dealer e market maker

- Come il dealer, anche il market maker basa i suoi guadagni sullo scarto tra prezzo bid e prezzo ask, che può ovviamente modificare nel tempo. Per stabilire i prezzi, il market maker, proprio come il dealer, valuta l'opportunità di praticare maggiorazioni o riduzioni rispetto ai prezzi medi che si formano sui mercati regolamentati.
- È facile mettere in luce i benefici della presenza di un market maker.
- Egli favorisce gli scambi in quanto offre agli operatori sempre un'alternativa: la possibilità di concludere subito e a condizioni certe transazioni in acquisto o in vendita.

I servizi di collocamento e underwriting

- Quando si desidera offrire sul mercato, per importi considerevoli, strumenti finanziari di nuova emissione (cosiddetta *offerta di sottoscrizione*) o già esistenti (*offerta di vendita*), è necessario:
 - definire le condizioni di offerta (profilo tecnico dello strumento da proporre, quantità di titoli da distribuire, prezzo da richiedere);
 - decidere se indirizzare la proposta a un pubblico indistinto (*offerta pubblica*) o interpellare una ristretta cerchia di investitori (*offerta privata*), di norma istituzionali (banche, fondi pensione, imprese di assicurazione);
 - scegliere il periodo durante il quale gli interessati possono trasmettere le richieste di adesione all'offerta.
- Data la mole di titoli da trasferire, è più che probabile che l'emittente (od offerente) sia un'impresa.

I servizi di collocamento e *underwriting*

- L'offerta pubblica, rispetto a quella privata, consente di attrarre un numero maggiore di investitori e migliora la liquidità del titolo sul secondario. D'altro canto, proprio perchè in grado di sollecitare il piccolo risparmio, di solito richiede il rispetto di procedure rigide e prevede obblighi informativi onerosi.
- Sono diverse le ragioni che possono spingere un'impresa a impegnarsi in un'importante offerta di titoli.
- All'origine di un'offerta di sottoscrizione può esistere il bisogno di raccogliere fondi per sostenere nuovi piani di investimento o l'interesse a promuovere la quotazione dei propri titoli in un mercato regolamentato: possono, infatti, essere inseriti nei listini di Borsa solo strumenti finanziari a proprietà diffusa, e una distribuzione sostanziosa (soprattutto tra piccoli investitori) consente di soddisfare tale requisito.
- I limiti al possesso di strumenti finanziari propri rendono, in caso di quotazione, la strada dell'emissione assai più percorribile di strade alternative, a meno di coinvolgere soci autorevoli dell'impresa, interessati a dismettere in tutto o in parte la propria partecipazione.
- Si ricorre, invece, a un'offerta di vendita in genere per dismettere partecipazioni di proprietà.

La progettazione dell'operazione

- Gran parte delle imprese non offre titoli con regolarità e trova di conseguenza difficoltà a individuare il più appropriato profilo tecnico dello strumento finanziario da proporre, la quantità di titoli da distribuire, il prezzo da richiedere, gli investitori a cui rivolgersi.
- Gli intermediari, grazie alle competenze finanziarie, all'interazione costante con i mercati e alla fitta rete di contatti con gli investitori, possono consigliare opportunamente le imprese in fase di progettazione dell'operazione (attività di *advisoring*).
- Il servizio è remunerato con una commissione.

L'organizzazione del sindacato di collocamento

- Per raccogliere le adesioni dagli investitori, emittenti e offerenti si avvalgono di solito della collaborazione di più intermediari finanziari, organizzati in *sindacati* (o *consorzi*) di *collocamento*.
- La raccolta delle adesioni è, sotto il profilo giuridico, esercizio di *collocamento di strumenti finanziari*, servizio di investimento previsto dal TUF.
- Tali sindacati vengono coinvolti perché in grado di occuparsi molto più agevolmente della ricerca della controparte grazie a capillari reti di vendita (sportelli bancari, promotori finanziari).
- Coinvolgerli consente, inoltre, di abbattere la diffidenza degli investitori (servendosi del capitale di reputazione degli intermediari) e di favorire così adesioni meno timide e più economiche pretese di rendimento sui titoli.

L'organizzazione del sindacato di collocamento

- In particolare, la soluzione consortile è preferita in quanto:
 - Estende il numero dei potenziali aderenti, ammettendo un prezzo di offerta più elevato;
 - Valorizza le capacità distributive dei partecipanti al consorzio nei confronti di specifiche categorie di investitori (al dettaglio, professionali) o aree territoriali;
 - Riduce i tempi di chiusura dell'operazione, evitando un'eccessiva esposizione alle fluttuazioni del mercato.
- Il *lead manager* (detto anche “capofila”) riceve mandato direttamente dall'emittente (offerente) per comporre il sindacato di collocamento, eventualmente assistito da uno o più intermediari (*management group*).

L'organizzazione del sindacato di collocamento

- L'intermediario incaricato di organizzare il sindacato, in genere, è lo stesso advisor coinvolto nella progettazione dell'operazione.
- La richiesta formale di partecipazione al sindacato avviene trasmettendo una *lettera di invito*, documento che descrive le caratteristiche dell'offerta, segnala il compenso, dichiara la quota approssimativa di titoli di cui l'intermediario sarà responsabile, precisa eventuali categorie di investitori o aree territoriali da servire.
- Accertate le reazioni, il capofila concorda eventuali aggiustamenti, per poi formalizzare i rapporti con gli intermediari nel cosiddetto *patto consortile*.
- Gli obblighi reciproci tra consorzio ed emittente sono, invece, regolati dalla *lettera di impegno*, che stabilisce le modalità di realizzazione e promozione del collocamento, i tempi di offerta, i termini di trasferimento dei fondi raccolti, nonché la commissione spettante al consorzio per il servizio reso (*gross spread*).
- Quanto maggiori sono lo *standing* dell'emittente e il controvalore dell'offerta, e migliore è la congiuntura, tanto minore è il gross spread riconosciuto. Di solito non sono previsti aggravii di commissioni o spese a carico degli investitori aderenti.
- Il *coordinator*, che assume il ruolo di *lead manager* in almeno uno dei consorzi. Il global coordinator (se presente) e i capofila sono le sole istituzioni a intrattenere rapporti diretti con l'impresa cliente.

La struttura dei sindacati

- La riuscita dell'offerta spesso condiziona a tal punto la capacità dell'emittente (od offerente) di perseguire i propri obiettivi strategici (investimenti, acquisizioni, quotazione) da spingerlo a richiedere al sindacato una *garanzia di collocamento integrale dei titoli*, nonostante l'aggravio dei costi.

I sindacati di puro collocamento

- I sindacati che non prevedono alcuna garanzia sono detti “di puro collocamento”. Gli intermediari che ne fanno parte si impegnano nei confronti dell’impresa cliente a promuovere con la massima diligenza (*best effort*) la distribuzione dei titoli.
- Al loro interno si distinguono tre ruoli: quello del capofila, quello dei manager (peraltro non sempre presenti) e quello dei collocatori (*selling group*).
- Uno stesso intermediario può ricoprire più funzioni. A fine collocamento il consorzio accredita all’impresa i fondi raccolti, decurtando il gross spread.
- La somma viene depositata su un conto detenuto presso una *banca agente*, incaricata di provvedere, per i titoli collocati, al pagamento delle cedole o dei dividendi ed eventualmente al rimborso del capitale. Il servizio prestato è remunerato con una *agency fee*, corrisposta alla banca agente direttamente dall’emittente.

I sindacati di collocamento e garanzia

- I sindacati che assicurano all'impresa il collocamento integrale dell'offerta sono detti “di collocamento e garanzia” e “di assunzione a fermo”.
- I *sindacati di collocamento e garanzia*, oltre al servizio di promozione e di raccolta delle adesioni, assicurano l'accollo dell'invenduto al *prezzo di offerta* (per dettagli sul prezzo di offerta, si rinvia al paragrafo “Il pricing”, si veda oltre).
- L'accollo può avvenire secondo il principio della responsabilità individuale o solidale, conformemente a quanto previsto dal patto consortile.
- In caso di responsabilità individuale, a ciascun intermediario membro del sindacato è assegnata una quota di titoli; quelli invenduti, rispetto alla quota, vengono sottoscritti o acquistati direttamente dall'intermediario.
- In caso di responsabilità solidale, l'invenduto viene cumulato e ripartito, pro quota, tra una ristretta cerchia di membri del consorzio (*underwriting group*, definito anche *purchase group*, in caso di offerta di titoli già esistenti).
- A differenza di quanto accade per la responsabilità solidale, in caso di responsabilità individuale, l'*underwriting group* e il *selling group* coincidono.

I sindacati di collocamento e garanzia

- Nessuna delle due soluzioni è migliore in senso assoluto. La responsabilità individuale incentiva lo sforzo commerciale, mentre quella solidale consente di valorizzare particolari abilità distributive (*placing power*) o di sottoscrizione (*underwriting capacity*) dei partecipanti al consorzio.
- Tali abilità possono essere presenti con intensità diverse nello stesso intermediario: sono, infatti, funzione di caratteristiche differenti. Il *placing power* dipende dalla presenza territoriale e dall'estensione della rete di vendita; l'*underwriting capacity* dalla solidità patrimoniale.
- All'interno dei sindacati di collocamento e garanzia si distinguono quattro ruoli: accanto al capofila, ai manager e ai collocatori – ruoli comuni ai sindacati di puro collocamento –, troviamo i sottoscrittori o acquirenti (*underwriter*). Sotto il profilo giuridico, la sottoscrizione (*underwriting*) è parte integrante dell'esercizio del servizio di *collocamento di strumenti finanziari*.

I sindacati di assunzione a fermo

- Anche i *sindacati di assunzione a fermo* garantiscono il collocamento integrale.
- La garanzia agisce però secondo un diverso meccanismo: i titoli sono tutti sottoscritti acquistati dai membri del consorzio a un prezzo concordato (il prezzo pagato dal consorzio è di solito più basso di quello d'offerta), prima che la fase distributiva inizi, e non in via residuale per il solo ammontare rimasto invenduto a fine collocamento.
- Si spiega pertanto perchè, da un punto di vista giuridico, con questo tipo di sindacati l'offerta sia sempre di vendita e mai di sottoscrizione.
- Anche in caso di assunzione a fermo l'emittente (od offerente) è certo dell'ammontare dei proventi, ma, diversamente dai sindacati di collocamento e garanzia, non deve attendere che il collocamento si completi per entrare in possesso dei fondi raccolti, che gli vengono messi a disposizione subito.
- Anche all'interno dei sindacati di assunzione a fermo si distinguono quattro ruoli: capofila, manager, collocatori, sottoscrittori o acquirenti.

Le commissioni

- I criteri di ripartizione del gross spread fra i partecipanti al sindacato sono stabiliti dal patto consortile. In particolare, sono previste:
 - la *management fee*, spettante a capofila e manager;
 - la *selling concession*, accordata ai collocatori;
 - la *underwriting fee*, di competenza dei sottoscrittori o acquirenti.
- La *selling concession* rappresenta, di solito, il 50% del gross spread, se il collocamento è garantito.
- La somma residua è divisa in parti pressochè uguali tra *management fee* e *underwriting fee*.
- Se il collocamento non è garantito, la *selling concession* ammonta, invece, a circa il 65% del gross spread.
- Mentre non esiste uno standard per la ripartizione della *management fee*, la *selling concession* e la *underwriting fee* sono ripartite, tra i membri del *selling group* e dell'*underwriting group*, pro quota, in proporzione ai titoli che ciascun intermediario distribuisce, sottoscrive o acquista.

Gli obblighi normativi

- Contestualmente all'organizzazione del sindacato, i lead manager assistono l'impresa nel delicato compito di ottemperare agli obblighi normativi, particolarmente stringenti in caso di sollecitazione del pubblico risparmio.
- La specializzazione consente loro di segnalare le modalità più efficienti di adempimento.

- Ai capofila spetta un ulteriore impegnativo compito: supportare l'emittente (offerente) nella definizione del *prezzo di offerta*.
- Un prezzo troppo basso accresce oltre misura il rendimento dello strumento finanziario, comportando un costo della raccolta inutilmente elevato ed eccessive richieste di sottoscrizione o di acquisto, con pregiudizio per l'emittente.
- Un prezzo troppo alto, d'altro canto, deprime il rendimento e rende il titolo non così appetibile, tanto da poter essere sottoscritto o acquistato per quantitativi insufficienti, a discapito dei collocatori, costretti a sottoscrivere l'invenduto o a rinunciare a parte della selling concession.
- Un prezzo alto danneggia anche l'emittente, che perde credibilità di fronte agli investitori, i cui interessi sono lesi da una bassa remunerazione; per di più i fondi raccolti possono risultare insufficienti, date le esigue vendite.
- La scelta del prezzo presenta differenti gradi di difficoltà a seconda della natura dello strumento finanziario.
- Più complesso, di solito, è il pricing delle azioni, specialmente in caso di IPO (*Initial Public Offering*).
- Si tratta della prima offerta (di sottoscrizione o di vendita) di titoli, pubblica e indirizzata alla quotazione, quando ancora l'emittente è pressochè sconosciuto alla grande platea degli investitori. L'assenza di prezzi di scambio ufficiali e la diffidenza degli investitori alimentano il timore

Il collocamento

- Fissato il prezzo (o la forchetta di prezzi) si apre il *collocamento vero e proprio*, durante il quale gli interessati possono trasmettere le richieste di sottoscrizione o di acquisto al selling group.
- L'adesione alla sollecitazione è effettuata mediante la sottoscrizione, anche telematica, di un modulo predisposto dall'offerente. Il modulo contiene gli elementi di identificazione dell'operazione e l'avvertenza che l'aderente può ricevere gratuitamente copia del prospetto informativo (art. 34-*quinquies*, Regolamento CONSOB n. 11971).
- Il periodo di offerta in genere non supera i quindici giorni. Al termine, se le richieste eccedono i titoli da collocare (*oversubscription*), i capofila procedono al riparto, di solito mediante estrazione.
- Qualora, invece, le richieste non coprano l'offerta (*undersubscription*), il sindacato procede alla sottoscrizione o all'acquisto dei titoli residui, sempre che sia prevista la clausola di accollo dell'invenduto.
- Diversamente, i lead manager si limitano a comunicare all'emittente (od offerente) l'ammontare degli strumenti finanziari distribuiti.

La fase successiva al collocamento

- Chiuso il collocamento, il consorzio si scioglie. Nonostante ciò, ai capofila è di solito chiesto di intervenire nei mesi successivi, e dietro corrispettivo, quali market maker per favorire la liquidità del titolo sul secondario e la stabilizzazione dei corsi.
- Il sostegno alla liquidità e ai prezzi è di cruciale importanza. Quanto più il titolo è considerato liquido, tanto più è appetibile e minore risulta la remunerazione richiesta dagli investitori per sottoscriverlo o acquistarlo: è infatti inferiore il premio preteso per il rischio di illiquidità.
- Fra gli aderenti all'offerta vi possono, poi, essere speculatori, attratti dall'eventualità di realizzare guadagni in conto capitale mediante la cessione dei titoli di cui sono risultati aggiudicatari.
- Qualora non si trovassero controparti pronte ad assorbire le vendite, dopo il collocamento si potrebbero generare pressioni a ribasso sui corsi, con pregiudizio per l'emittente (od offerente) e per i membri del sindacato, sospettati di aver praticato prezzi troppo alti (rischio di *flipping*).
- Liquidità e stabilizzazione dei prezzi condizionano a tal punto il successo dell'operazione che spesso i capofila intervengono a loro sostegno anche in assenza di specifico incarico.

I servizi di gestione del risparmio

- Con il termine “gestione di portafoglio” si intende l’investimento (e l’amministrazione) di disponibilità finanziarie con il fine di realizzare una combinazione di *attività* coerente con il profilo del titolare dei fondi.
- Sono attività i titoli, i crediti e i beni immobili, i quali *promettono* introiti attraverso il semplice possesso o la vendita. Il *valore della promessa* dipende da diversi fattori: per esempio, dalle caratteristiche tecniche dello strumento, dallo standing dell’emittente, dal posizionamento dell’immobile.

I servizi di gestione del risparmio

- Una loro accorta combinazione consente di confezionare un *portafoglio* (così si definisce l'insieme di attività) rispondente agli impegni del titolare dei fondi, alle sue preferenze in materia di rischio, ai suoi *obiettivi di investimento*, quali:
 - l'intenzione di cautelarsi dall'eventualità di dover sostenere spese impreviste;
 - l'esigenza di perequare le possibilità di spesa nel corso della propria vita;
 - il desiderio di accumulare denaro per abbattere una richiesta di mutuo prima di procedere all'acquisto di un'immobile;
 - la volontà di realizzare, in futuro, spese di importo elevato.
- Per “confezionare” un portafoglio, è necessario:
 - definire i pesi da assegnare alle diverse *categorie di attività* (o *asset class*) e alle valute disponibili (cosiddetta *asset allocation*);
 - individuare gli strumenti finanziari, i crediti o i beni immobili che devono comporre le *asset class* (*cherry picking*);
 - scegliere il momento più opportuno per procedere all'investimento delle disponibilità (*market timing*);
 - provvedere all'acquisto degli asset o, se utile, alla loro vendita (*esecuzione*);
 - monitorare periodicamente l'evoluzione dei mercati e il profilo del titolare dei fondi, al fine di ricomporre opportunamente il patrimonio in gestione.

La gestione individuale

- Un investitore può accedere alla gestione individuale stipulando un contratto scritto con un intermediario abilitato e può limitare l'estensione della delega impartendo proprie istruzioni sotto forma di clausole contrattuali sulle caratteristiche delle operazioni e degli strumenti ammessi.
- Al cliente spetta l'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari che compongono il patrimonio in gestione.
- L'intermediario incaricato opera *per conto e in nome del cliente*, che risulta così a tutti gli effetti *intestatario del patrimonio* e destinatario degli esiti della gestione.

Per il servizio reso, il gestore percepisce:

- una commissione di entrata;
- commissioni (*una tantum*) di gestione, di incentivo e di intermediazione (attinenti, queste ultime, alla negoziazione degli strumenti finanziari).

La gestione collettiva: l'istituzione di fondi comuni di investimento

- Il TUF definisce *fondo comune di investimento* il patrimonio autonomo di pertinenza di una pluralità di partecipanti, raccolto mediante una o più emissioni di *quote di partecipazione* e gestito in monte (art. 1).
- La SGR che intende istituire un fondo (detta *società promotrice*) ne decreta il regolamento. Il regolamento deve indicare (art. 37):
 - la denominazione e la durata del fondo;
 - i tipi di beni in cui è possibile investire (a differenza della gestione individuale, la gestione collettiva può riguardare anche crediti o altri beni mobili o immobili);
 - gli intermediari coinvolti nel funzionamento del fondo.
- Il regolamento va presentato alla Banca d'Italia che ne valuta completezza e compatibilità con le disposizioni del TUF (art. 37).
- Una volta approvato, la società promotrice può deliberare il *collocamento delle quote del fondo*, al fine di comporre il patrimonio da gestire.
- La distribuzione delle quote può avvenire esclusivamente a opera della SGR promotrice e degli altri intermediari abilitati a svolgere il *servizio di collocamento di strumenti finanziari*.

- Il patrimonio del fondo è gestito dalla SGR che lo ha istituito, o da altra società di gestione del risparmio a cui tale incarico è stato affidato.
- Il gestore investe nei beni indicati dal regolamento le somme versate e dispone acquisti e vendite ritenuti opportuni per la valorizzazione del fondo.
- Compie le operazioni *per conto terzi*, ma *in nome proprio*: è quindi *intestatario (ma non proprietario)* dei beni nei quali è investito il patrimonio e provvede, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza del fondo (art. 36, TUF).
- I partecipanti non hanno alcuna possibilità di impartire istruzioni alla società di gestione.

I tipi di fondi: “aperti” e “chiusi”

- La dinamica delle sottoscrizioni e dei rimborsi delle quote dipende dal tipo di fondo.
- Sono detti *aperti* i fondi comuni di investimento che consentono il rimborso delle quote in qualsiasi momento.
- Di solito anche la facoltà di sottoscrizione è concessa senza soluzione di continuità: sono infatti pochi i fondi aperti che autorizzano a sottoscrivere le proprie quote solo in occasione del collocamento iniziale.
- Le somme versate tramite sottoscrizione vanno a incrementare il patrimonio, mentre le somme incassate dall'investitore al momento del rimborso ne riducono l'ammontare. L'avvicendamento di sottoscrizioni e rimborsi è in grado di far variare sensibilmente il patrimonio in gestione.
- Da qui l'espressione *OICR a capitale variabile* usata per indicare i fondi aperti (nella categoria dei fondi aperti rientrano i *fondi armonizzati* che possono essere commercializzati all'interno dell'UE in regime di mutuo riconoscimento, in quanto conformi alle direttive comunitarie).

I tipi di fondi: “aperti” e “chiusi”

- Sono detti *chiusi* i fondi comuni di investimento che emettono quote esclusivamente in occasione della loro costituzione o in date prestabilite indicate nel regolamento.
- Il diritto al rimborso viene riconosciuto in occasione della *scadenza* del fondo, a meno che siano previste emissioni successive al collocamento iniziale.
- In tal caso, il fondo concede, nelle stesse date, il diritto a sottoscrivere nuove quote e a ottenere il rimborso di quelle già in circolazione.
- Un partecipante che abbia deciso di liquidare la propria posizione in un fondo chiuso deve attendere la scadenza o le date programmate per emissioni e rimborsi intermedi. In alternativa deve individuare un investitore interessato a partecipare al fondo, che acquisti le sue quote.
- Analogamente, chi desidera investire deve aderire alle emissioni o ricercare una controparte disposta a vendere. Circoscrivere le opportunità di rimborso rende il patrimonio più stabile ed espone a minori rischi di illiquidità.
- Da qui l'espressione *OICR a capitale fisso* usata per indicare i fondi chiusi.

- Le *SICAV* (*Società di Investimento a Capitale Variabile*) e le *SICAF* (*Società di Investimento a Capitale Fisso*) sono società per azioni il cui oggetto sociale esclusivo è la gestione collettiva del risparmio raccolto tra il pubblico mediante emissione di azioni proprie.
- Per operare devono essere autorizzate dalla Banca d'Italia, sentita la CONSOB (art. 35-*bis*, TUF). Le SICAV e le SICAF autorizzate sono iscritte in appositi albi tenuti dalla Banca d'Italia e pubblicati sul sito dell'Autorità di vigilanza.
- Il funzionamento delle SICAV presenta forti analogie con quello dei fondi comuni di investimento aperti: sottoscrizioni e rimborsi sono, infatti, possibili in qualsiasi momento.
- Da qui l'espressione *OICR a capitale variabile* usata anche per le SICAV. Il funzionamento delle SICAF presenta, invece, forti analogie con quello dei fondi comuni di investimento chiusi, rientrando così a pieno titolo tra gli *OICR a capitale fisso*.
- A differenza dei fondi, la raccolta di SICAV e SICAF avviene mediante emissione di azioni proprie.
- Le azioni attribuiscono diritti amministrativi ai soci, i quali possono incidere sulle scelte gestionali dell'azienda esercitando il diritto di voto in assemblea.
- Diversamente, il partecipante a un fondo comune non gode di tali diritti.

L'intervento delle banche nell'intermediazione mobiliare

- A partire dai primi anni ottanta del secolo scorso si assistette a un mutamento delle condizioni di mercato che spinsero gli operatori finanziari a intervenire nell'intermediazione mobiliare alla ricerca di profitti non più garantiti dal solo margine di interesse.
- Molteplici sono le cause che hanno portato al mutamento del contesto competitivo:
 - l'evoluzione della domanda dei risparmiatori italiani;
 - il processo di innovazione finanziaria;
 - lo sviluppo tecnologico dei mezzi di diffusione delle informazioni;
 - il processo di unificazione monetaria europea;
 - i cambiamenti del quadro normativo.
- Durante gli anni settanta e ottanta il risparmio delle famiglie italiane era allocato quasi esclusivamente in titoli di Stato a breve scadenza. Tale preferenza era dovuta agli elevati tassi di interesse che lo Stato italiano era costretto a riconoscere a causa della pressante esigenza di ricorrere all'indebitamento al fine di finanziare il crescente disavanzo di bilancio. A questo va aggiunta l'insufficiente cultura finanziaria dei risparmiatori italiani che, congiuntamente alla scarsità di informazioni, veicolava la domanda di strumenti finanziari verso i titoli più semplici del panorama obbligazionario italiano come i BOT.