

Economia e Gestione degli Intermediari Finanziari

I servizi di investimento

4 Novembre 2016

Anno Accademico 2016-2017

I temi della lezione

- La raccolta indiretta.
- I servizi di negoziazione.
- I servizi di collocamento.
- I servizi di consulenza.
- I servizi di gestione del portafoglio.



Riferimenti bibliografici

Ruozì – cap. 7; NPP – cap. 7.

La raccolta indiretta

- La raccolta indiretta configura l'insieme di risorse che la banca riceve:
 - in custodia e amministrazione;
 - in gestione per nome e per conto del cliente.

- Differiscono dalla raccolta diretta in quanto le risorse finanziarie amministrare e/o gestite:
 - sono strumenti finanziari emessi non dalla banca;
 - non determinano la nascita di una posizione debitoria banca-cliente;
 - non finanziano l'attività di intermediazione creditizia;
 - non vengono contabilizzate in S/P.

La raccolta indiretta

Servizi di custodia e amministrazione – Gestione passiva

I clienti che acquistano strumenti finanziari hanno la necessità di depositarli presso individui che si occupino della loro custodia e della loro amministrazione.

Il “deposito amministrato” permette pertanto di:

- incassare eventuali cedole/dividendi;
- incassare valori di rimborso;
- esercitare eventuali diritti di opzione;
- assolvere agli eventuali obblighi fiscali.

La raccolta indiretta

Servizi di gestione delegata – Gestione attiva

Gli individui che vogliono investire in strumenti finanziari, ma non hanno le competenze adatte, possono conferire un mandato all'intermediario.

L'intermediario si occuperà quindi di gestire le risorse finanziarie in nome e per conto del cliente ed entro i limiti stabili dal cliente stesso.

I servizi di gestione attiva si distinguono in:

- gestione delegata con mandato collettivo;
- gestione delegata con mandato individuale.

I ricavi per servizi

Banche residenti in Italia: conti economici per categoria (1) (milioni di euro)

VOCI	Banche di credito cooperativo			Filiali di banche estere			Totale banche		
	2011	2012	2013 (3)	2011	2012	2013 (3)	2011	2012	2013 (3)
Interessi attivi	6.416	7.250	6.851	6.223	5.006	4.137	82.713	82.290	71.992
<i>finanziamenti a banche centrali</i>	2	2	1	11	5	2	227	135	52
<i>finanziamenti a banche</i>	125	196	202	700	498	311	5.643	5.049	4.135
<i>finanziamenti a clientela</i>	5.401	5.465	5.072	3.378	3.136	3.170	60.462	58.781	51.979
<i>titoli</i>	779	1.494	1.479	825	503	398	10.161	13.791	12.539
<i>attività nei confronti di non residenti</i>	35	27	18	1.206	735	446	4.769	3.625	2.659
Interessi passivi	2.339	2.977	3.020	4.041	2.920	2.135	46.303	47.076	40.968
<i>debiti nei confronti di banche centrali</i>	11	36	29	35	63	26	900	1.931	1.279
<i>debiti nei confronti di banche</i>	84	191	138	866	763	640	6.917	5.917	4.785
<i>debiti nei confronti di clientela</i>	767	1.080	1.209	670	543	501	9.396	10.849	9.729
<i>titoli di debito emessi (4)</i>	1.465	1.655	1.634	54	29	29	22.645	24.106	22.046
<i>passività nei confronti di non residenti</i>	4	7	6	2.351	1.463	920	5.698	4.045	3.029
Saldo contratti derivati di copertura	26	38	57	-154	-331	-330	1.700	1.953	2.046
Margine di interesse (a)	4.103	4.311	3.888	2.028	1.755	1.673	38.110	37.168	33.072
Altri ricavi netti (b)	1.639	2.363	2.844	-383	1.916	1.676	32.936	37.513	42.450
di cui: <i>da negoziazione e valutazione al fair value da servizi</i>	13	691	1.080	-2.098	241	-27	-525	5.498	7.412
	1.248	1.245	1.228	993	1.013	1.136	22.377	22.114	22.560
Margine di intermediazione (c=a+b)	5.742	6.674	6.732	1.646	3.672	3.349	71.046	74.680	75.521

I servizi di investimento: una panoramica

I servizi di investimento, disciplinati dall'art. 5 del T.U.F., sono:

- Negoziazione per conto proprio;
- Esecuzione di ordini per conto dei clienti;
- Sottoscrizione e/o collocamento con o senza garanzia nei confronti dell'emittente ovvero con assunzione a fermo;
- Gestione di portafoglio;
- Ricezione e trasmissione di ordini;
- Consulenza in materia di investimenti;
- Gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Soggetti abilitati 1/2

Lo svolgimento dei servizi di investimento è soggetto a riserva di legge; possono pertanto essere esercitati da:

- Imprese di investimento e banche, che possono offrire tutta la gamma di servizi.
- Intermediari finanziari ex art. 106 Testo Unico Bancario, limitatamente alla negoziazione per conto proprio, alla esecuzione di ordini per conto dei clienti e ai servizi di collocamento.

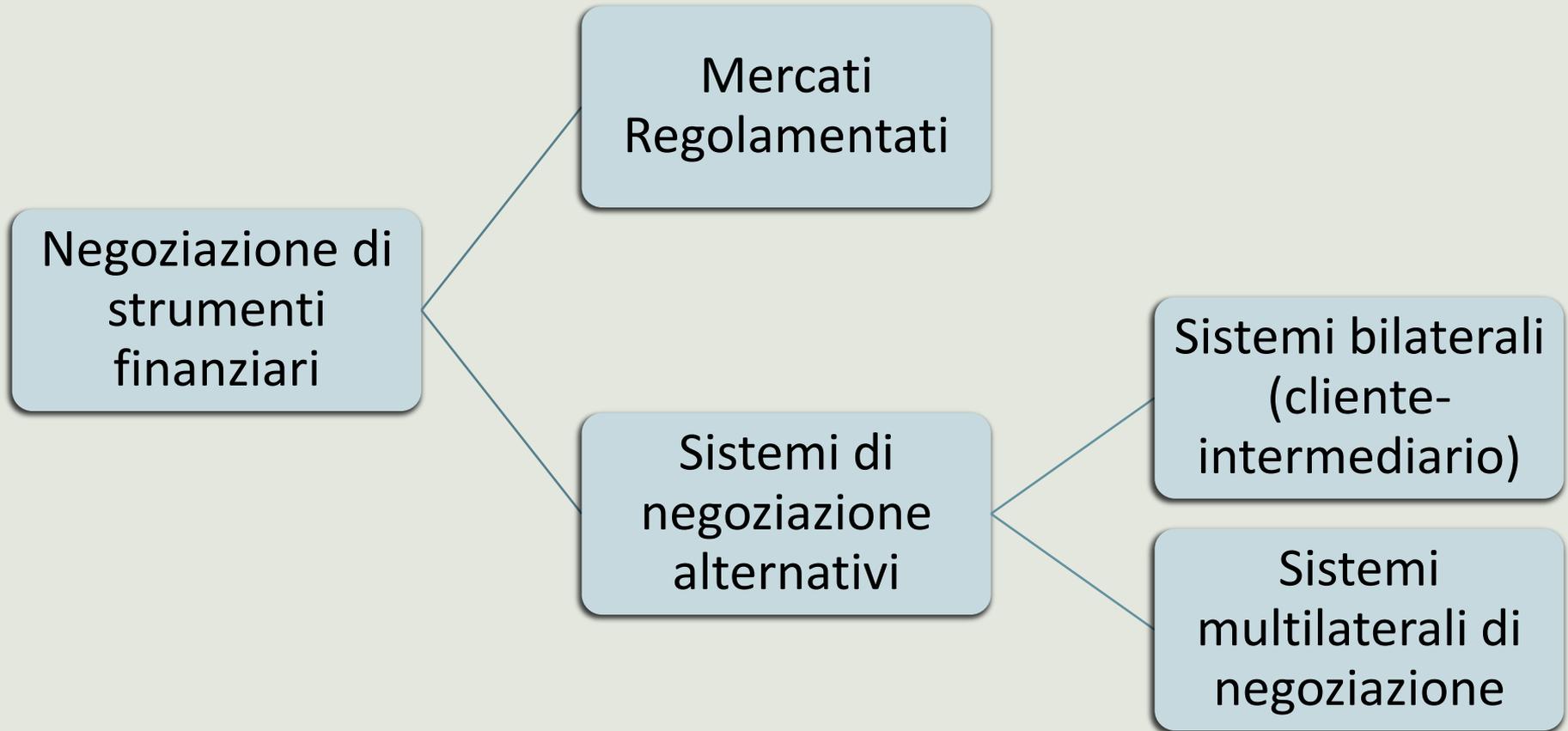
Soggetti abilitati 2/2

- Società di Gestione di Mercati Regolamentati (SGMR) che, previa autorizzazione, possono offrire servizi di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.
- SGR e SICAV a cui viene riservato l'esercizio dei servizi di gestione collettiva del risparmio. Le SGR possono essere inoltre autorizzate all'esercizio di gestione individuale e di consulenza in materia di investimenti.

Patrimoni gestiti da banche, SGR e SIM
(dati di fine periodo in milioni di euro; valori percentuali)

VOCI	Fondi italiani aperti e chiusi (1)	Fondi esteri (2) (3)	Gestioni individuali (1)	Fondi pensione aperti (1) (4)	Totale per tipologia operatore (5)	Quota di mercato per operatore
2012						
Banche	-	-	62.723	195	62.918	6,1
SIM	-	-	7.647	1.054	8.701	0,8
SGR	175.838	85.557	460.387	5.190	726.972	69,4
SdG UE	-	247.739	-	-	247.739	23,7
Totale	175.838	333.296	530.757	6.439	1.046.330	100,0
2013						
Banche	-	-	63.447	-	63.447	5,6
SIM	-	-	6.658	1.402	8.060	0,7
SGR	184.540	109.620	470.613	5.703	770.476	68,4
SdG UE	3.466	281.446	-	-	284.912	25,3
Totale	188.006	391.066	540.718	7.105	1.126.895	100,0

I servizi di negoziazione: una panoramica.



I servizi di negoziazione

N. Per conto terzi

N. Per conto proprio

Servizi di brokeraggio

Dealing

Market Making

- Nei servizi di negoziazione per conto dei clienti, il guadagno dell'intermediario è rappresentato dalla commissione di eseguito;
- Nelle negoziazioni per conto proprio, l'intermediario guadagna il “*bid-ask spread*”.

Gestione di Sistemi Multilaterali di Negoziazione

È un servizio, alternativo ai mercati regolamentati, che consente l'incontro tra le proposte in acquisto e in vendita provenienti da diversi operatori.

L'obiettivo è quello di conseguire il c.d. best execution.

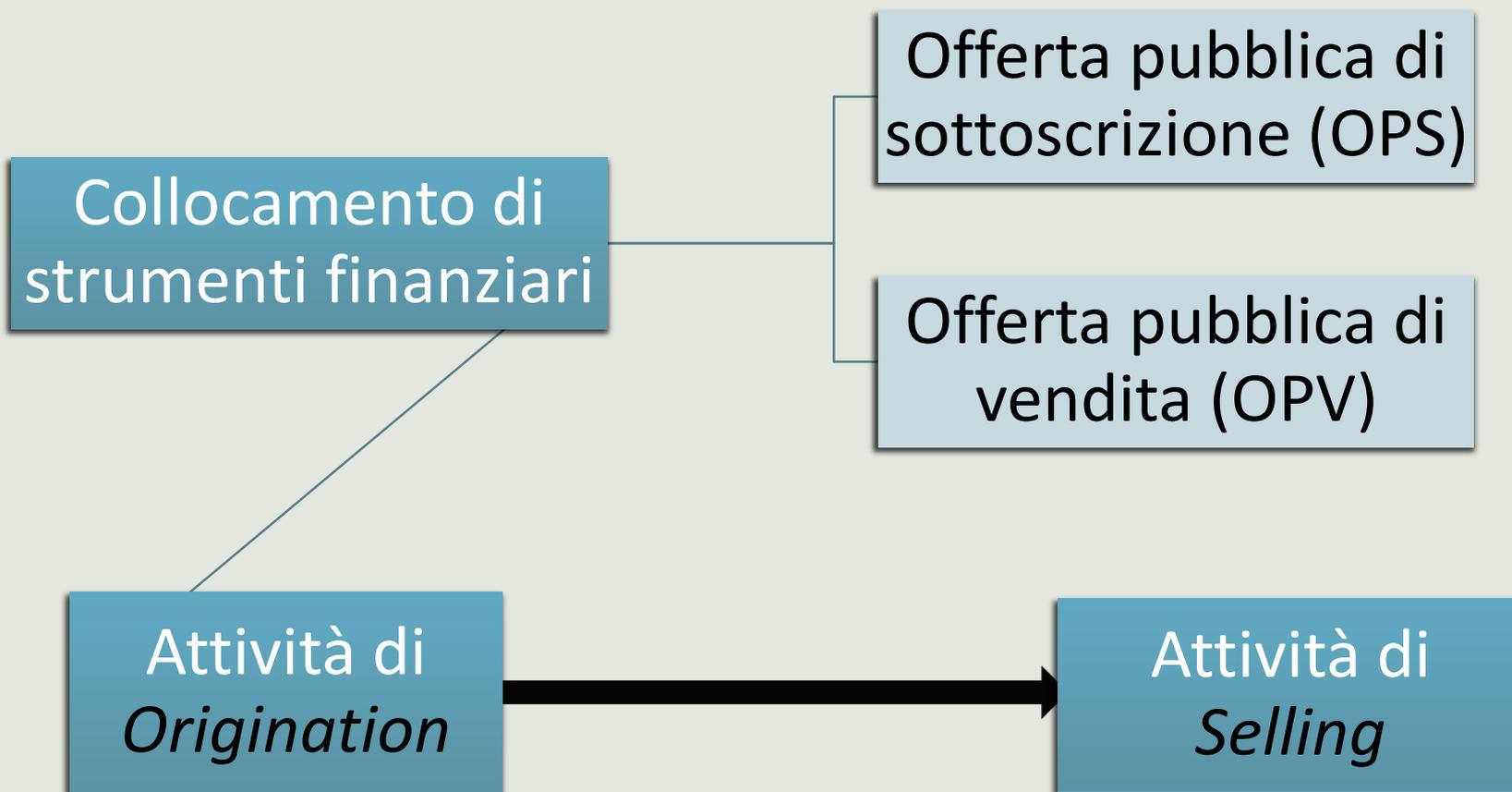
Sono ammessi agli scambi tanto gli strumenti negoziati sui mercati regolamentati, quanto gli strumenti non quotati.

I Multilateral Trading Facilities (MTF) possono essere offerti sia da Società di Gestione dei Mercati Regolamentati sia da banche e società di investimento.

Gestione di Sistemi Multilaterali di Negoziazione

Gestori	Categoria	MTF	Strumenti Negoziati
e-Mid SIM SPA	Impresa di Investimento	e-MIDER e-MID Repo	Overnight indexed swap Pronti contro termine
Euro TLX SPA	Impresa di Investimento	Euro TLX	Obbligazioni, titoli di stato, azioni...
Hi-MTF SIM SPA	Impresa di Investimento	Hi-MTF Hi-MTF Order Driven	Titoli di Stato, obbligazioni Obbligazioni convertibili, bancarie e azioni.
Borsa Italiana SPA	SGMR	AIM Italia	Azioni ordinarie e warrant di PMI growth

I servizi di collocamento e underwriting



I servizi di collocamento e underwriting

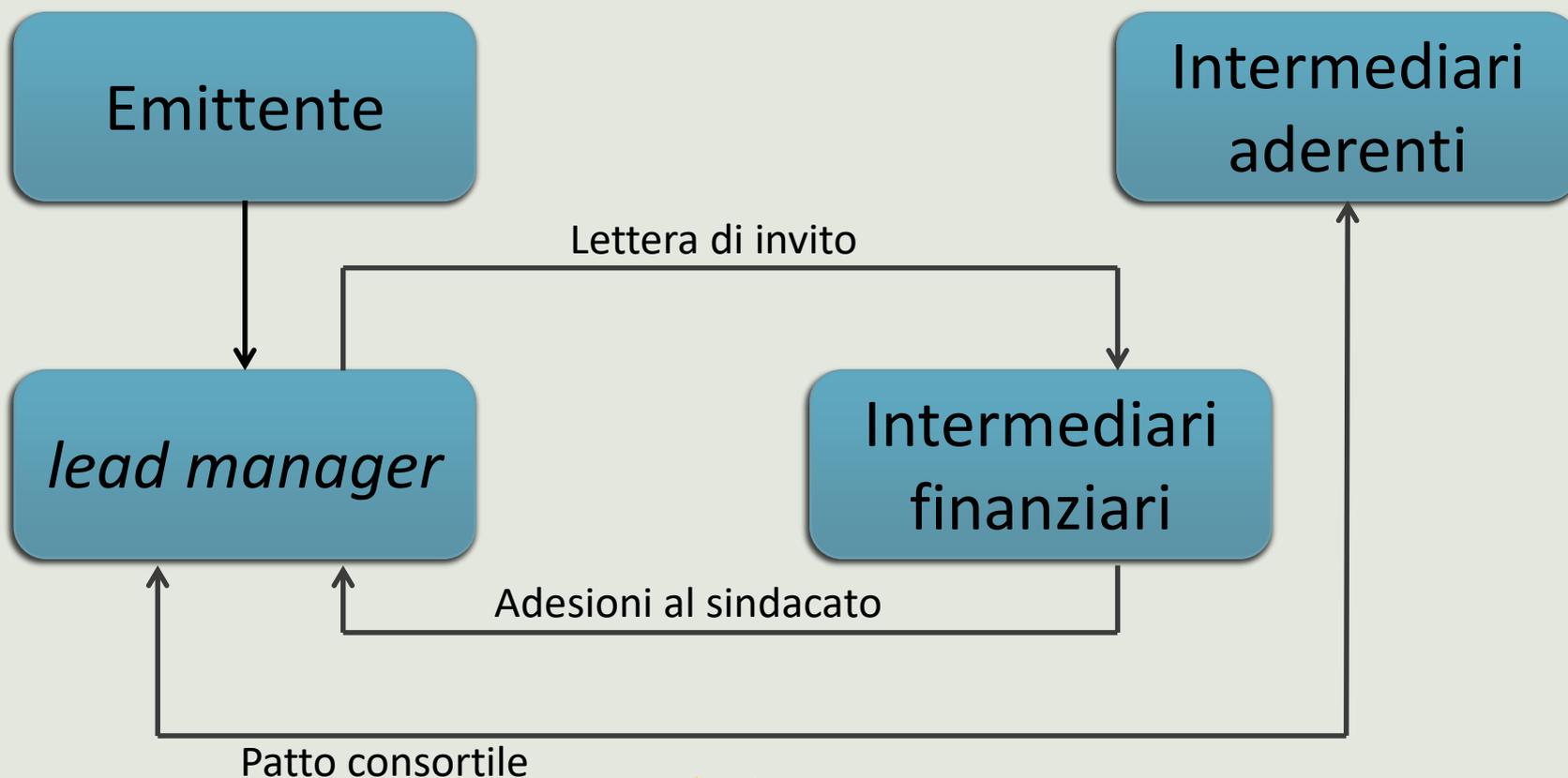
L'offerta di strumenti finanziari, che si distingue per la sua importanza in termini di volumi, necessita di una serie di fasi:

- Definizione delle condizioni di offerta;
- Definizione dei destinatari dell'offerta;
- Definizione del momento temporale dell'offerta.

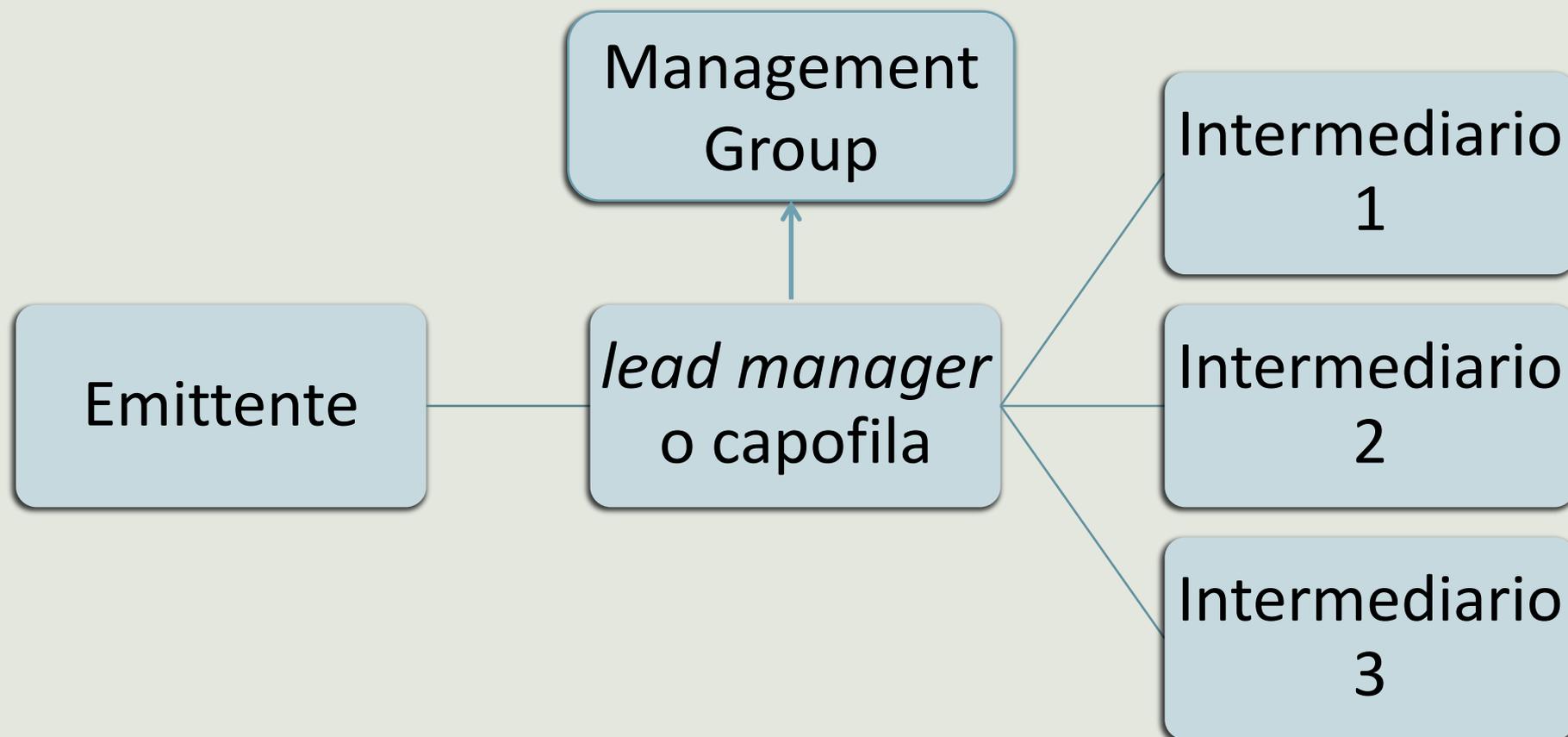
Le tre fasi sopra elencate costituiscono la cd attività di *advisoring* o di *origination*. Tale fase può essere svolta anche da società di consulenza studi legali ecc.

I servizi di collocamento e underwriting

Formazione del sindacato di collocamento



I servizi di collocamento e underwriting



Struttura del sindacato di collocamento puro

I servizi di collocamento e underwriting

Il sindacato di collocamento, il cui capofila è nella maggior parte dei casi lo stesso advisor, viene utilizzato in quanto:

- Permette di effettuare l'operazione in tempi più contenuti.
- Estende il numero dei potenziali sottoscrittori, favorendo di conseguenza un prezzo di offerta più elevato.
- Valorizza le capacità distributive dei partecipanti al consorzio.

Il guadagno del sindacato di collocamento è costituito dal cd *gross spread*.

I servizi di collocamento e underwriting

Tipologie di sindacati (1/2):

- Sindacati di puro collocamento. Non prevedono garanzia per l'emittente; gli intermediari promuovono il titolo assicurando semplicemente il loro massimo impegno.
- Sindacati di collocamento e garanzia. Oltre a promuovere gli strumenti finanziari, gli intermediari si fanno garanti dell'invenduto acquistandolo al prezzo di offerta. L'accollo dell'invenduto viene disciplinato dal patto consortile e può seguire il principio della responsabilità individuale o solidale.

I servizi di collocamento e underwriting

Tipologie di sindacati (2/2):

➤ Sindacati di assunzione a fermo. In tal caso il sindacato sottoscrive l'intera emissione e, successivamente, vengono collocati sul mercato. Solitamente il prezzo pagato dal consorzio all'emittente è inferiore del prezzo di offerta che si realizza sul mercato.

L'emittente diversamente dai due precedenti casi, non deve attendere che abbia fine il collocamento per entrare in possesso dei fondi raccolti.

I servizi di collocamento e underwriting

Commissioni delle operazioni di collocamento.

- *selling concession*: circa la metà (65%) del gross spread, quando al collocamento viene affiancata la garanzia (in assenza di garanzia). La selling concession è un compenso di spettanza dei collocatori.
- *management fee*: spetta a capofila e manager e rappresenta il 25% (35%) del gross spread in caso di collocamento con (senza) garanzia.
- *underwriting fee*: di competenza dei sottoscrittori, pari alla percentuale residua.

I servizi di collocamento e underwriting

Pricing.

La definizione del prezzo di offerta è uno dei momenti più delicati dell'intero procedimento e può generare problemi di:

- *underpricing*. Si verifica quando il rendimento offerto è troppo elevato in relazione alla rischiosità dell'investimento, generando un costo inutile per l'emittente ed eccessive richieste di sottoscrizione.
- *overpricing*. Tale problema nasce quando il prezzo degli strumenti è troppo alto, con la conseguenza che l'emissione non viene sottoscritta per l'intero importo.

I servizi di collocamento e underwriting



L'eventuale attività di market-making effettuata a collocamento terminato ha l'obiettivo contrastare il fenomeno del FLIPPING, ovvero la vendita immediata sul mercato secondario per realizzare un guadagno immediato.

I servizi agli investitori

Sia nel caso della gestione che nel caso della distribuzione, gli intermediari sono tenuti a rispettare il principio della adeguatezza (*suitability*).

Raccolta di informazioni riguardanti:

conoscenza/esperienza nel settore di investimento

situazione finanziaria del cliente

obiettivi di investimento

Verifica dell'adeguatezza, ovvero:

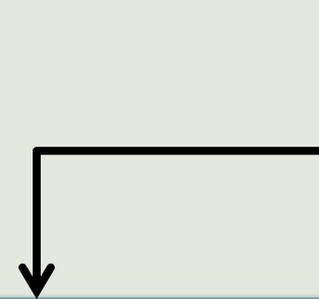
corrispondenza agli obiettivi di investimento del cliente

capacità di sopportazione dei rischi, compatibilmente con gli obiettivi di investimento

esperienza e conoscenza del cliente per comprendere i rischi inerenti il servizio

I servizi agli investitori

Spesso al criterio di adeguatezza si sostituisce quello di appropriatezza:



Verifica che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento, offerto o richiesto che sia, comporta.

I servizi agli investitori: la consulenza

Per consulenza il Testo Unico della Finanza (TUF) intende il fornire ad un cliente indicazioni *personalizzate* su un particolare strumento finanziario, su sua iniziativa o per iniziativa del prestatore del servizio.

Soggetti abilitati:

- imprese di investimento;
- banche;
- SGR;
- persone fisiche (ex artt. 18 e 18-bis TUF).

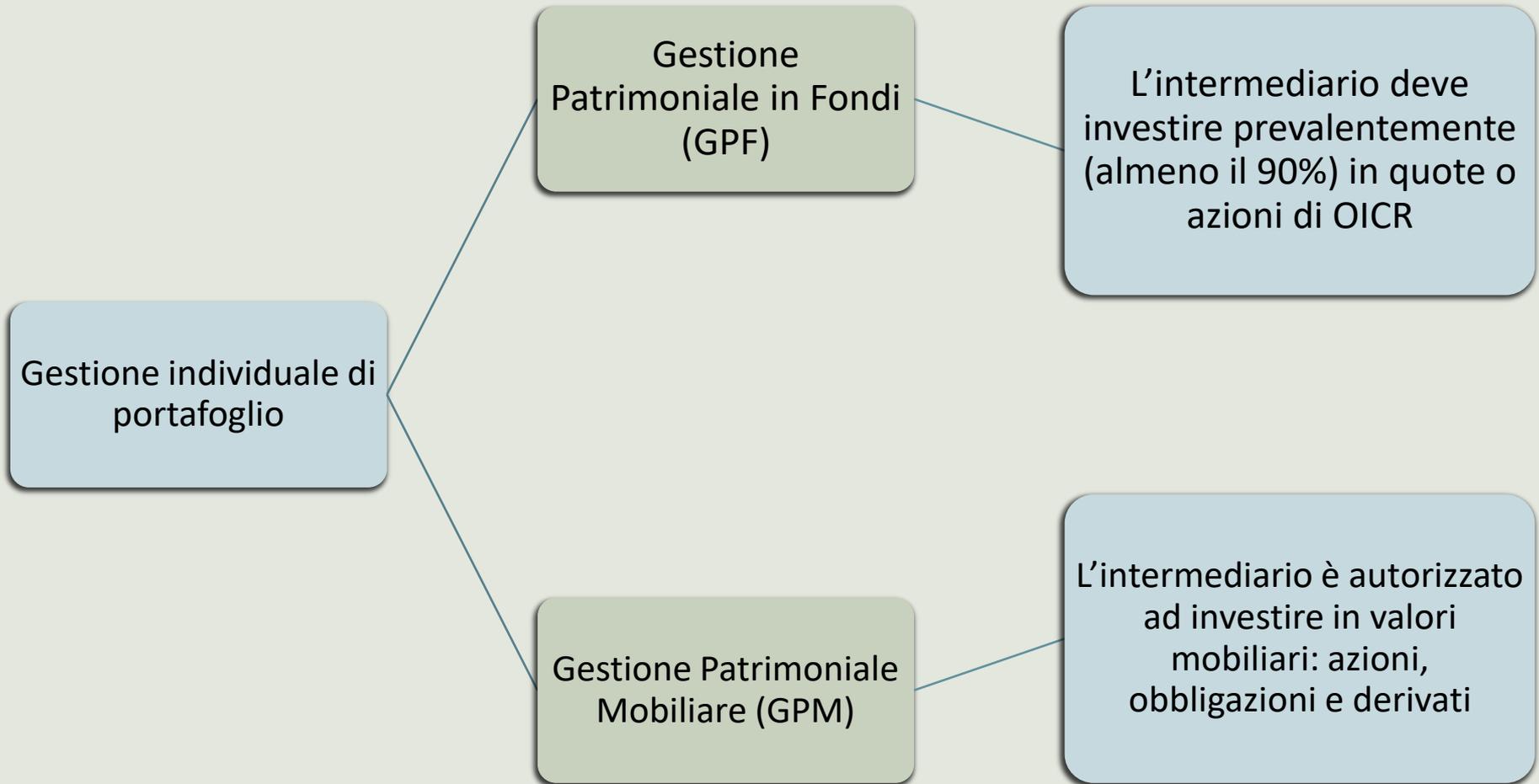
I servizi agli investitori: le retrocessioni

Remunerazione della consulenza – la questione *retrocessioni*.

Vietate dalla direttiva MiFID a meno che non sussistano le tre seguenti condizioni.

- Deve essere prestato un servizio di consulenza.
- Gli inducements devono consentire al cliente di accedere ad un più ampio range di prodotti.
- il distributore assicura un servizio di assistenza soprattutto post-vendita.

I servizi agli investitori: la gestione



I servizi agli investitori: la gestione

Per gestione di portafoglio si intende l'investimento e l'amministrazione di risorse finanziarie con l'obiettivo di realizzare una combinazione di attività coerente con le necessità del titolare di fondi.

Tale combinazione di asset garantisce una serie di introiti grazie alla:

- semplice detenzione delle attività.
- vendita degli asset.

I servizi agli investitori: la gestione

Il processo di selezione del portafoglio consta delle seguenti fasi:

- asset allocation: il gestore sceglie il peso relativo delle diverse classi di attività;
- cherry picking: all'interno di ogni singola asset class si sceglie su quali strumenti investire;
- market timing: definizione del momento in cui investire sulle attività;
- execution: operazioni di acquisto e/o di vendita dei singoli strumenti finanziari;
- monitoring: in tale fase si osserva se la composizione del portafoglio, alla luce di eventuali movimenti di mercato risponda ancora al profilo (spesso mutevole) del cliente.