

Gli strumenti finanziari

Gli strumenti finanziari

Gli strumenti finanziari sono contratti che, fondamentalmente incorporano diritti di natura patrimoniale (credito, proprietà, etc); in alcuni casi contengono anche diritti non patrimoniali (come accade per le azioni e i relativi poteri amministrativi).

In particolare, secondo l'art. 1 del d.lgs 24 febbraio 1998, n. 58 sono strumenti finanziari:

- le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio;
- le obbligazioni, i Titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
- gli strumenti previsti dal codice civile agli artt. 2346 e 2349 (strumenti partecipativi come stock option e warrant);
- le quote di fondi comuni di investimento;
- i titoli del mercato monetario;
- qualsiasi altro titolo che permette di acquisire quelli indicati nei punti precedenti;
- i contratti futures, swap, a termine e i contratti di opzione;
- combinazione di contratti e titoli indicati nei punti precedenti

I mezzi di pagamento, quali ad esempio i conti correnti, gli assegni bancari, la moneta, le carte di credito, non costituiscono strumenti finanziari.

Funzione degli strumenti finanziari

- Forma di rappresentazione della ricchezza che ne semplifica la detenzione ed il trasferimento
 - **Denominazione della ricchezza**: capacità di frazionamento del valore complessivo di un bene reale e adeguamento alle esigenze dell'investitore (se il valore di un'azienda viene incorporato in strumenti finanziari, diviene possibile regolare il loro rapporto unitario per un ammontare sufficientemente piccolo in modo che il loro acquisto sia accessibile anche per l'investitore più modesto);
 - **Trasferimento della ricchezza**: circolazione più rapida e semplice rispetto alla ricchezza reale (maggiore liquidità);
 - **Diversificazione del rischio**: gli sf rappresentano quote di attività reali e consentono la ripartizione della ricchezza su un numero ampio di attività;
 - **Separazione del rischio**: ogni strumento incorpora dosi specifiche di rischio (es. titoli di stato a basso rischio vs. azioni ad alto rischio). A più alti livelli di rischio devono essere associati ad aspettative di reddito più alte.

Classificazione per natura dei diritti incorporati

- Strumenti che incorporano diritti di proprietà e diritti di credito: titoli rappresentativi del patrimonio delle società di capitali, es. azioni;

Proprietà:

- Diritto di voto: consente al socio azionista di partecipare alle decisioni sottoposte a delibera dell'assemblea dei soci; è il fondamento per l'esercizio del controllo proprietario della società.
- Diritto di impugnativa: tutela dell'azionista;
- Diritto di recesso: consente l'uscita del socio in caso di profonde modifiche allo statuto della società facendosi rimborsare la quota al valore corrente;
- Diritto di opzione: il socio può sottoscrivere le azioni di nuova emissione per consentirgli il mantenimento della quota già posseduta.

Patrimoniali:

- Diritto di partecipazione all'eventuale distribuzione degli utili: la distribuzione è subordinata alla delibera dell'assemblea dei soci;
- Diritto di rimborso totale o parziale del patrimonio della società in proporzione alla quota posseduta.

Segue...

- **Strumenti che incorporano esclusivamente diritti di credito**: diritto ad ottenere prestazioni economico-finanziarie, es. obbligazioni e prestiti. La seconda categoria di strumenti incorpora i seguenti diritti:
 - Pagamento, a cadenza prefissata, di una remunerazione a titolo di interesse: fissa, variabile, indicizzata;
 - Rimborso del capitale secondo scadenze ed importi predeterminati (ovvero deciso in modo discrezionale dal debitore, es prima di una scadenza max prefissata o ancora richiesto in anticipo dal creditore quando specifiche clausole contrattuali (covenants))Le prime due categorie hanno funzione di finanziamento e si differenziano tra per una diversa ripartizione o distribuzione del rischio tra i soggetti contraenti.
- **Strumenti che incorporano il diritto discrezionale e/o l'obbligazione di vendere/comprare a termine una data attività finanziaria**: contratti a termine, es. future, swap, opzioni e derivati. La loro funzione non è consentire il trasferimento di risorse finanziarie tra i soggetti contraenti, ma trasferire i rischi finanziari incorporati nelle attività sottostanti. La loro struttura presuppone l'esistenza di uno strumento di «base».

Segue...

Si possono distinguere diverse tipologie di derivati:

- **Strumenti che incorporano esclusivamente obbligazioni reciproche a termine**: future e swap. In forza del contratto, il singolo contraente si obbliga ad acquistare (posizione lunga) o vendere (posizione corta) a un termine futuro prestabilito (data di regolamento) e a un prezzo predeterminato (prezzo future), una certa attività finanziaria. La diversa natura di quest'ultima consente a sua volta di identificare 4 diversi tipi di strumenti o contratti:
 - gli interest rate future, in cui l'attività finanziaria sottostante è rappresentata da titoli di Stato a lungo termine (es, il future sui BUND) o da depositi interbancari a breve termine;
 - gli stock index future, in cui l'attività sottostante è costituita da indici relativi ad azioni quotate sui mercati regolamentati (per es: future sul MIB3016);
 - i currency future, in cui l'attività finanziaria sottostante è rappresentata da una valuta (per es, dollaro, yen, ecc).
 - Swap, in cui le parti si impegnano a scambiare futuri pagamenti di interessi (interest rate swap) oppure futuri pagamenti in valuta (currency swap). Il contratto è costituito da obbligazioni contrapposte riferite a date future.

Obbiettivo: prendere posizione rispetto all'attività sottostante: Hedgers vs Speculatori

Segue...

In generale il compratore di un contratto future guadagna nel caso in cui i prezzi correnti delle attività finanziarie sottostanti aumentino oltre il prezzo future, mentre il venditore realizza un profitto nel caso opposto, cioè qualora i prezzi correnti scendano sotto il prezzo future.

- **Strumenti che incorporano il diritto discrezionale (opzione) di una delle due parti ad acquistare o vendere a termine, a un prezzo stabilito (prezzo strike o prezzo di esercizio) nei confronti dell'altra parte (titolare della contrapposta obbligazione a vendere o acquistare) una data attività finanziaria dietro pagamento di un premio: opzione.**
- La differenza fondamentale dei contratti di opzione risiede nella particolare circostanza della discrezionalità attribuita al compratore dell'opzione; il compratore non assume una posizione definitiva (copertura/speculazione) rispetto al rischio di prezzo dell'attività finanziaria sottostante, ma si riserva di assumerla

Le principali categorie di azioni

- Di norma le azioni hanno uguale valore (valore nominale) e uguali diritti. Tuttavia, le società, nello statuto, possono prevedere diverse categorie di azioni, con diritti amministrativi ed economici differenziati:
 - **Le azioni di risparmio:** non danno diritto di voto ma hanno dei privilegi di natura economica in genere riferiti alla distribuzione di dividendi;
 - **Le azioni privilegiate:** generalmente queste azioni prevedono una prevalenza nella distribuzione dei dividendi a fronte della limitazione del diritto di voto alle sole assemblee straordinarie;
 - **Le azioni a voto plurimo:** prevedono la possibilità, per le società non quotate, di creare statutariamente azioni con diritto di voto plurimo, con un massimo di tre voti per ogni azione. Anche le società quotate possono avere azioni a voto plurimo nel caso in cui tale categoria fosse già presente prima della quotazione;
 - **Le azioni a voto maggiorato:** gli statuti delle società quotate possono prevedere che sia attribuito un voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenente al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a due anni.

Le obbligazioni

- Chi acquista un'obbligazione versa del denaro a chi l'ha emessa (detto "emittente") che lo utilizza per finanziarsi e si impegna a restituirlo alla scadenza ed a pagare un interesse.
 - **L'emittente**, che beneficia dell'operazione di finanziamento, è, tipicamente, uno Stato, una società privata, una banca ecc.. Dalla sua solidità economica dipende il pagamento degli interessi e la restituzione del capitale investito
 - **La scadenza** individua il termine del prestito obbligazionario, il momento in cui l'emittente dovrà restituire le somme ricevute. Le obbligazioni possono essere a breve, medio e lungo termine.
 - **L'interesse**, che viene normalmente corrisposto tramite cedole, è il prezzo che l'investitore pretende per prestare il proprio denaro. La sua funzione è duplice: compensare l'acquirente per la rinuncia a una certa somma di denaro e per il rischio a cui si espone, in quanto l'emittente potrebbe non restituire il denaro
 - **Il rendimento dell'obbligazione**, oltre che dall'interesse è composto anche dal guadagno in conto capitale (capital gain), che si ha se il titolo è acquistato a un prezzo minore di quello a cui è rimborsato o venduto. Se, al contrario, il titolo viene rimborsato o venduto ad un prezzo minore di quello di acquisto, si ha una perdita in conto capitale

I tipi di obbligazioni

Esistono moltissimi tipi di obbligazioni. Una prima classificazione distingue fra:

- obbligazioni ordinarie, dette anche plain vanilla;
- obbligazioni strutturate.
 - Le **obbligazioni ordinarie** possono suddividersi, a loro volta, in due categorie:
 - a tasso fisso, che attribuiscono all'investitore interessi in misura predeterminata;
 - a tasso variabile, il cui interesse non è predeterminato, ma variabile in relazione ai tassi di mercato. Le obbligazioni a tasso variabile, a parità di altre condizioni, sono più sicure, in quanto offrono rendimenti sempre in linea con quelli di mercato.

Le **obbligazioni strutturate**: sono strumenti finanziari a rendimento variabile che nascono dalla combinazione di un'obbligazione ordinaria con uno o più contratti derivati. La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del capitale a scadenza (per l'intero valore nominale) mentre la componente derivata determina la variabilità del rendimento.

Esistono varie categorie di obbligazioni strutturate, tutte accomunate dal fatto che una parte del rendimento è legata all'andamento di un titolo o indice sottostante,

Le obbligazioni strutturate possono essere classificate in funzione del tipo di attività sottostante la componente derivata: equity linked, index linked, basket linked, commodity linked, reverse floater, etc

-

Gli swap

- Attraverso lo swap due parti si accordano per scambiarsi flussi di pagamenti (anche detti flussi di cassa) a date certe. I pagamenti possono essere espressi nella stessa valuta o in valute differenti ed il loro ammontare è determinato in relazione ad un sottostante.
- In base al sottostante si individuano vari tipi di swap. I principali osservati sui mercati finanziari sono:
 - **Interest rate swap** sono contratti in cui due controparti si scambiano pagamenti periodici di interessi, calcolati su una somma di denaro, detta capitale nozionale di riferimento (notional principal amount), per un periodo di tempo predefinito pari alla durata del contratto. La più diffusa forma di IRS è denominata plain vanilla swap e si caratterizza per il fatto che uno dei due flussi di pagamenti è basato su un tasso di interesse fisso, mentre l'altro è indicizzato a un tasso di interesse variabile. Le variazioni del tasso variabile, rispetto ai livelli ipotizzati al momento della conclusione del contratto, determinano il profilo di rischio/rendimento del prodotto. In particolare, se il tasso variabile risulta superiore alle aspettative, chi è obbligato a pagare il tasso fisso matura un profitto (in quanto, fermo restando i pagamenti a tasso fisso cui è obbligato, riceverà pagamenti a tasso variabile di importo superiore a quanto previsto). Il contrario se il tasso variabile scende.
 - **Currency Swap** - letteralmente "scambio di valute" - sono contratti in cui due parti si scambiano il capitale e gli interessi espressi in una divisa contro capitale e interessi espressi in un'altra divisa. Caratteristica ricorrente dei currency swap è che entrambi i flussi di pagamenti sono a tasso variabile.
 - **Asset Swap** - sono contratti in cui due parti si scambiano pagamenti periodici liquidati in relazione ad un titolo obbligazionario (asset) detenuto da una di esse (e non, quindi, come per gli IRS, in relazione ad una semplice somma di denaro). Chi detiene l'obbligazione corrisponde l'interesse connesso all'obbligazione. L'altra parte riceve l'interesse dell'obbligazione e paga un tasso di natura diversa (se l'obbligazione è a tasso fisso pagherà un variabile e viceversa).

Gli strumenti offerti dagli intermediari

La gamma è piuttosto ampia e può essere classificata in base alla tipologia di bisogno soddisfatto:

- **Trasferimento del potere d'acquisto nello spazio**: ordini di pagamento (assegni, bonifici, carte di credito), ordini di incasso (ricevute bancarie, effetti cambiari), servizi diversi (cassa automatica ed erogazione automatica di contante (ATM)).
- **Trasferimento del potere d'acquisto nel tempo**:
 - **Investimento**: Passività nominali prodotte dagli intermediari, Passività di mercato prodotte dagli intermediari, Servizi di negoziazione di valori mobiliari, Servizi di gestione patrimoniale, polizze assicurative);
 - **Finanziamento**: Prestiti in moneta o in titoli, Prestiti di firma, Crediti speciali, Prestiti al consumo, Assunzione di partecipazioni, Investment banking (consulenza alle imprese per l'acquisizione di risorse finanziarie);
- **Gestione dei rischi**: strumenti di copertura dei rischi (future, swap, option) e polizze assicurative a copertura dei rischi puri

Proprietà degli Strumenti Finanziari

- **La trasferibilità:** aspetto tecnico-contrattuale che consente la circolazione degli strumenti finanziari dopo l'emissione, nel mercato secondario. Alcuni strumenti sono trasferibili mediante cessione materiale (al portatore), altri mediante girata (all'ordine), altri richiedono procedure complesse e onerose.

In base al requisito della trasferibilità è possibile suddividere il mercato finanziario in: mercato degli strumenti non trasferibili (depositi e prestiti bancari), comunemente detto mercato del credito, e mercato degli strumenti trasferibili (azioni e obbligazioni), detto mercato mobiliare o mercato dei capitali.

- La trasferibilità è una caratteristica tecnica, ma l'effettiva cessione di uno strumento finanziario dipende dalla sua **negoziabilità**. La negoziabilità dipende da caratteristiche proprie dello strumento, come la **standardizzazione** (riduce complessità ed i costi di informazione) e la **divisibilità** (possibilità di frazionare la negoziazione grazie al basso valore unitario dello strumento), ma anche da condizioni esterne che qualificano **l'organizzazione degli scambi** dello strumento, (es. quotazione e lo spessore e la frequenza degli scambi).

Segue...

- La liquidità di uno strumento finanziario indica la sua convertibilità in moneta. La liquidità dipende dalla negoziabilità dello strumento, dai costi di ricerca della controparte, dai costi di transazione, dalle perdite di valore necessarie per ottenere un'immediata contropartita allo scambio. Queste quantità sono definite «misure» della liquidità.
- la liquidità dipende anche dalla durata residua dello strumento finanziario (durata finanziaria o duration), in quanto un titolo di credito è tanto più liquido quanto più prossima è la sua scadenza contrattuale che ne determina l'automatica trasformazione in moneta. (es: i depositi bancari a vista, pur non essendo negoziabili, sono altamente liquidi).
- Altro fattore di liquidità è il rischio emittente.
- Si definisce capacità monetaria di uno strumento la sua capacità ad essere usato direttamente come mezzo di pagamento o cmq di poter essere trasformato in moneta con rischi e costi quasi nulli.

La cartolarizzazione degli SF

La cartolarizzazione (securitization) è una tecnica finanziaria (e quindi anche uno strumento finanziario complesso) appositamente progettato per trasformare strumenti finanziari non trasferibili in altri strumenti finanziari trasferibili (e quindi negoziabili) e perciò auspicabilmente liquidi.

Essa consiste nella combinazione delle seguenti operazioni e nell'interazione dei rispettivi attori:

- si identifica un certo “blocco” o portafoglio di crediti non trasferibili aventi caratteristiche di relativa omogeneità;
- il proprietario (in genere una banca, originator) di questo portafoglio effettua la cessione pro-soluto ad una special purpose vehicle, (SPV);
- a fronte dell'acquisto la SPV emette titoli obbligazionari (asset backed securities, o ABS cioè titoli “sostenuti” da altre attività), il cui collocamento nel mercato mobiliare produce l'entrata finanziaria che consente il pagamento del prezzo di acquisto/cessione
- il portafoglio ceduto viene normalmente attribuito in gestione (servicing) alla stessa banca cedente (originator) e i relativi flussi per interessi e capitali vengono trasferiti alla SPV, che li destina al servizio, per interessi e capitale, delle obbligazioni (ABS) emesse

Segue...

La tecnica della cartolarizzazione produce diversi effetti positivi:

- offre ai soggetti cedenti opportunità di smobilizzo di attività non liquide (quindi di reperimento di liquidità);
- contribuisce allo sviluppo quantitativo e qualitativo dell'offerta di "materiale finanziario" a beneficio degli investitori, individuali e istituzionali, che ricercano opportunità di diversificazione del portafoglio investimenti.

profili e contenuti supportano il valore delle ABS:

- la valutazione "indipendente" del portafoglio ceduto (ruolo di arranger in genere svolto da una investment bank);
- l'intervento dei soggetti professionali per garantire per certi aspetti la performance del portafoglio (credit enhancement);
- l'attribuzione delle varie tranches obbligazionarie a trasparenti classi di rischio, distinte per priorità decrescenti di rimborso (senior, mezzanine, e junior);
- l'attività di cartolarizzazione è regolata da apposita legge (del '99);
- la SPV deve iscriversi nell'elenco speciale degli intermediari finanziari sottostando alla relativa regolamentazione e vigilanza;
- i titoli emessi dalla stessa SPV sono sottoposti ai controlli della BI.

Il rendimento

Il rendimento di uno strumento finanziario può essere calcolato ex-ante o ex-post; per il calcolo devono essere considerate diverse componenti:

- **Reddito staccato**: pagamento periodico di cedole o dividendi (tasso fisso, variabile, discrezionale);
- **Reddito incorporato**: differenza tra valore di rimborso a scadenza (o prezzo di vendita prima della scadenza) e prezzo di acquisto;
- **Frutti ottenibili** dal reinvestimento dei flussi finanziari periodici.

Il calcolo del rendimento deve tenere in considerazione anche il livello di rischio associato. In ordine crescente di incertezza del rendimento ottenuto:

- nei **titoli zero coupon**, l'assenza di flussi intermedi e la detenzione del titolo sino a scadenza elimina il rischio di ottenere un rendimento ex post differente da quello ex ante. Infatti tutte le componenti di reddito sono certe;
- nei **titoli a cedola fissa**, l'aleatorietà riguarda l'entità dei flussi di cassa e il reinvestimento degli stessi titoli a cedola variabile;
- nei **titoli azionari**, l'aleatorietà riguarda non solo l'entità ma anche l'esistenza dei flussi di cassa e l'inesistenza di valore di scadenza del titolo.

Durata residua e Duration

- Per **durata residua** si intende il tempo che intercorre tra il momento presente e la data di estinzione o scadenza contrattuale dello strumento finanziario. Non tutti i contratti sottostanti gli strumenti finanziari definiscono con precisione la scadenza (es. apertura di credito in conto corrente, azioni);
- Il tempo alla scadenza non misura correttamente la durata finanziaria, poiché in genere nell'intervallo considerato, lo strumento finanziario produce flussi di cassa per l'investitore. La **durata finanziaria** prende in considerazione i flussi monetari futuri generati dallo strumento e li mette in relazione con il prezzo corrente del titolo ed esprime il tempo necessario per rientrare, tramite il pagamento delle cedole, dall'investimento effettuato.
- E' calcolata ponderando ogni scadenza futura con il rapporto tra il valore attualizzato del relativo flusso di cassa e il prezzo corrente del titolo. Tale rapporto in sostanza misura il contributo di ciascun flusso al valore complessivo del titolo:

Con:

t = durata di ciascun flusso di cassa; FC = flusso di cassa; r = tasso di rendimento a scadenza; P = prezzo. Avremo quindi:

$$D = \sum_t (t) FC_t \frac{(1+r)^{-t}}{P}$$

Altre caratteristiche

- **Convertibilità**: possibilità che uno strumento possa essere convertito in un altro strumento finanziario (es. obbligazioni convertibili in azioni). Può anche consistere nella facoltà di una delle 2 parti di modificare un elemento contrattuale sostanziale dello strumento considerato (es. modifiche al regime di tasso di interesse o alla valuta di denominazione);
- **Valuta di denominazione**;
- **Costo di produzione e costo d'uso**: fanno parte della categoria dei costi di transazione che caratterizzano l'attività di scambio;
- **Complessità e scomponibilità**: Si definisce complesso lo strumento che deriva dalla combinazione contrattuale di due o più strumenti semplici o elementari (es. obbligazioni con warrant, coupon stripping). I titoli complessi vengono in genere definiti “titoli strutturati”, e la “Strutturazione” consiste nella configurazione dei caratteri elementari del titolo (scadenza, flussi cedolari, modalità di rimborso) mediante contratti derivati, in genere nella forma di opzioni, a favore di una delle 2 parti contraenti.
- **Rating**: valutazione indipendente circa la capacità di rimborso dell'emittente di uno SF
- **Regime fiscale**: 26% sul capitale gain per le azioni e bond societari, 12,5% sui proventi dei titoli di Stato