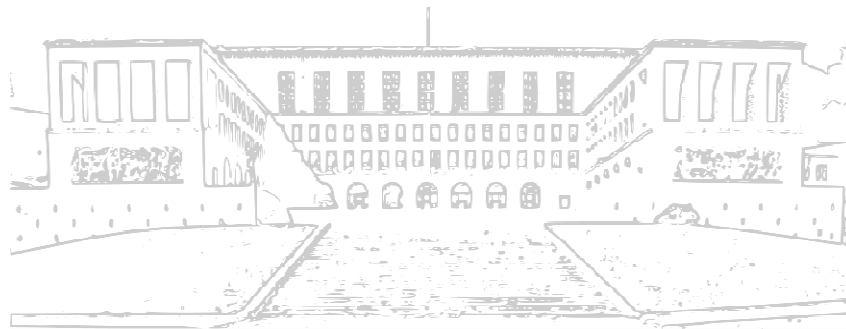


## ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

### IL RUOLO ECONOMICO DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE

A.A. 2015/2016

Prof. Alberto Dreassi – [adreassi@units.it](mailto:adreassi@units.it)



### ARGOMENTI

- La struttura dei mercati finanziari globali
- Finalità delle istituzioni finanziarie e principali meccanismi di operatività:
  - costi di transazione
  - informazione asimmetrica: *adverse selection* e *moral hazard*
  - conflitti di interesse

## STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI GLOBALI

- Le azioni non sono lo strumento principale di finanziamento delle imprese
- Le imprese emettono più obbligazioni che azioni
- Gli strumenti negoziabili (azioni/obbligazioni) complessivamente non rappresentano la principale fonte di finanziamento (eccetto per alcune grandi imprese)
- La finanza indiretta prevale su quella diretta, specialmente quella intermediata dal canale bancario
- I mercati finanziari, le istituzioni che vi operano e i prodotti/servizi venduti sono pesantemente regolamentati
- Il finanziamento a debito comporta la prestazione di notevoli garanzie e clausole restrittive
- I sistemi finanziari meno sviluppati comportano una crescita economica minore

PERCHE'?

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

3

## FINALITÀ DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE

### Costi di transazione

- Gli oneri di accesso ai mercati possono essere notevoli, in particolare se i fondi intermediati sono di volume limitato
- I volumi limitati non consentono l'accesso a mercati in cui è necessaria una denominazione elevata degli strumenti e impediscono la diversificazione
- Soluzioni possibili:
  - **Economie di scala:** combinare le risorse di numerosi partecipanti per ridurre l'incidenza dei costi sul singolo, consentendo la diversificazione a livello di portafoglio
  - **Economie di produzione congiunta:** più servizi possono avvalersi delle medesime informazioni e professionalità, la focalizzazione consente la costruzione di *know-how*
  - **Servizi alla liquidità:** consentono un'entrata o uscita facile, rapida ed economica dagli investimenti

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

4

## FINALITÀ DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE

### Informazione asimmetrica (teoria dell'agenzia)

- Una delle parti contrattuali conosce meno sull'altra pur essendo coinvolti nella stessa transazione. Conseguenze:
  - **Adverse selection**: prima dell'inizio della transazione, le controparti "peggiori" sono più attive nella ricerca di controparti (es. "bidoni")
  - **Moral hazard**: dopo l'inizio della transazione, i prenditori hanno incentivi a tenere comportamenti che danneggiano gli interessi dei prestatori (aumentando la probabilità e la dimensione delle insolvenze)
  - Effetto: minore diffusione di strumenti negoziabili
- Soluzioni possibili
  - **Specializzazione** di alcune imprese alla produzione/vendita di informazioni che riducono le asimmetrie, ma a loro volta creano il problema del **free-riding** (i benefici vengono ottenuti anche da chi non acquista tali servizi) e **conflitti di interesse** (non sempre tali servizi sono efficaci, es. Lehman)
  - I governi **regolamentano** imprese, mercati e strumenti incoraggiando la trasparenza, ma non sempre sono efficaci (es. Enron, Parmalat, ...)
  - **Garanzie**: riducono le perdite in caso di insolvenza (sia implicite che esplicite)

## FINALITÀ DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE

Gli intermediari finanziari possono proporre soluzioni migliori:

- Costruendo e vendendo informazioni private al di fuori dei mercati (finanza indiretta), riducendo il **free-riding**
- Offrendo "garanzie" costose implicite nel rischio assunto in proprio fra prestatori e prenditori
- Dove l'informazione asimmetrica è più forte, i settori bancari sono più importanti
- Imprese di grande dimensione e ben conosciute sono più facilmente in grado di raccogliere risorse direttamente dai mercati (es. **ipotesi del pecking order**)
- Non privi di propri problemi addizionali:
  - Nuove forme di conflitti di interesse
  - Fallimenti dei mercati
  - Frodi
  - ...

## MORAL HAZARD

Nella proprietà delle imprese:

- **Problema principale-agente:** i *manager* sono agenti degli azionisti, con interessi e incentivi divergenti anche se legittimi, inclusa l'accumulazione di benefici e potere individuale grazie alla minore disponibilità di informazione dei principali
- Soluzioni:
  - **Monitoraggio:** attraverso verifiche contabili e ispezioni (costose) si riduce la possibilità di tali comportamenti ma al prezzo di minori rendimenti degli strumenti finanziari e delle imprese (pertanto, influenzando negativamente la domanda) e senza eliminare il problema del *free-riding*
  - **Regolamentazione:** sulla contabilità, sulle sanzioni in caso di comportamenti indesiderati, ecc. sono di difficile applicazione e richiedono monitoraggi aggiuntivi (oltre ad essere efficaci soprattutto ex-post)
  - **Contratti di debito:** pagamenti predeterminati riducono il bisogno di monitoraggio (la *performance* dell'impresa non rileva) a meno di insolvenza
- Ruolo degli intermediari finanziari:
  - Evitare i mercati per ridurre il *free-riding*, acquisire quote di capitale partecipando alla gestione d'impresa, richiedendo e producendo informazioni che limitano le asimmetrie (es. *venture capital*)

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

7

## MORAL HAZARD

Nei contratti di debito:

- **Problema principale-agente:** i prenditori possono avere incentivi ad intraprendere progetti rischiosi che aumentano la probabilità di insolvenza pur ottenendo maggiori rendimenti attesi
- Soluzioni:
  - **Garanzie:** implicite o esplicite, accrescono il rischio per i prenditori in caso di fallimento dei progetti finanziari
  - Monitoraggio mediante **clausole restrittive:** impedire comportamenti indesiderati (es. fusioni) o incentivare quelli virtuosi (es. acquisto di assicurazione sulla vita), proteggere il valore delle garanzie (es. assicurazione incendio sui beni ipotecati), aumentare la trasparenza
  - Il *free-riding* non è comunque escluso e l'implementazione è costosa
- Ruolo degli intermediari finanziari:
  - Emissione di prestiti non negoziabili per escludere il *free-riding*, consentendo una più facile gestione del monitoraggio e della verifica del rispetto delle clausole restrittive

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

8

## CONFLITTI DI INTERESSE

- Le economie di produzione congiunta generano soggetti che offrono servizi multipli, talvolta con incentivi divergenti che stimolano comportamenti opportunistici o violazioni contrattuali (nascondere/alterare le informazioni, agire nell'interesse proprio a danno di quello della clientela, ...)
- Casi più frequenti:
  - **Sottoscrizione** e collocamento di strumenti nelle banche d'affari: tre diversi interessi in gioco (emittente: prezzi elevati; compratore: prezzi bassi; banca: commissioni elevate)
  - **Audit** e consulenza: due interessi confliggenti (maggiori profitti dalla consulenza a costo di minore "serietà" delle verifiche contabili, verifiche più severe allontanano la clientela)
  - **Agenzie di rating**: gli emittenti desiderano giudizi positivi (e pagano per ottenerli), i mercati si affidano all'informazione offerta (con meccanismi di *free-riding*), spesso con offerta di servizi aggiuntivi di consulenza e di *audit*
- Soluzioni:
  - **Regolamentazione e vigilanza** (costose) sulle imprese esposte a potenziali conflitti, **separazione** delle attività in conflitto, sanzioni... tutto a scapito dell'efficienza dei mercati

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

9

## ESEMPI

1.

Si immagini di possedere una casa del valore di 200.000€, in una zona saltuariamente oggetto di alluvione. Un evento moderato, con tempi di ritorno di 1:50 anni, potrebbe distruggerla completamente. Costruire una protezione attiva (muro) costerebbe 10.000€: in tal caso, solo eventi eccezionali (1:200 anni) possono distruggere l'abitazione.

Quale sarebbe un premio equo per un'assicurazione totale del bene in entrambi i casi?

E se la copertura fosse per il 75% del suo valore?

	Senza muro ( $p=2\%$ )	Con muro ( $p=0.5\%$ )
A valore intero	Esposizione: 200,000 Premio: 4,000 Perdita trattenuta: 0	Esposizione: 210,000 Premio: 1,050 Perdita trattenuta: 0
Coassicurazione 75%	Esposizione: 150,000 Premio: 3,000 Perdita trattenuta: 50,000	Esposizione: 157,500 Premio: 787.50 Perdita trattenuta: 52,500

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

10

## ESEMPI

### 2. Lo "scandalo del LIBOR"

Il LIBOR (London InterBank Offered Rate) è un insieme di tassi di interesse di riferimento di mercato monetario (1g, 1s, 1m, 2m, 3m, 6m, 1a) nei confronti delle principali valute (GBP, USD, CHF, EUR, JPY): frequentemente utilizzato come base di calcolo degli oneri di un contratto di finanziamento o di derivati collocati a livello globale.

Calcolo: questionario rivolto ad alcune (poche) banche maggiori, che richiede "quale sarebbe un tasso accettabile corrente nel mercato interbancario per finanziarie le operazioni di questa istituzione?". Ad es. 18 sono i soggetti coinvolti per USD, le risposte vengono troncate in alto e in basso. la media delle restanti è il "*fixing*".



Ci sono problemi di asimmetria informativa?

[cont.]

## ESEMPI

### Problemi emersi:

- Possibilità di collusione in presenza di pochi soggetti coinvolti
- Limitata responsabilità: semplice espressione di opinione non vincolante né verificabile
- Il *trading* proprietario e i prestiti possono produrre profitti immediati da variazioni dei tassi
- Bassi livelli dei tassi comportano passività più contenute per le banche
- Elevati effetti-leva sui derivati possono realizzare profitti miliardari anche con variazioni molto contenute dei tassi
  
- Diverse banche già sanzionate: Barclays 0.4mld\$, UBS 1.5mld\$, DB 2.5mld\$, ...
- Alcuni individui perseguiti penalmente (es. 14 anni ad un solo *trader* di UBS)
- Similmente sul Forex: evidenza di chat fra *trader* che condividono informazioni su volumi e prezzi prima del *fixing*, cartelli intensi nei 60 secondi a cavallo dello stesso
- Per l'EURIBOR la domanda riguarda "un tasso applicabile ad una transazione fra *prime banks*"...
- Le istituzioni coinvolte sembrano le medesime, con i medesimi risultati (multe, arresti).