

A. Ferrari, E. Gualandri, A. Landi  
V. Venturelli, P. Vezzani

# Strumenti, prodotti e servizi finanziari

Bisogni di investimento, finanziamento,  
pagamento e gestione dei rischi

TERZA EDIZIONE



**Giappichelli**

## Prefazione

Il presente volume intende offrire un contributo alla conoscenza degli strumenti, dei prodotti e dei servizi finanziari, attraverso la descrizione delle loro caratteristiche economico-tecniche, del quadro normativo di riferimento e dei principali aspetti di valutazione.

Il testo nasce dall'esperienza didattica dei corsi di Economia degli Intermediari Finanziari e di Economia del Mercato Mobiliare, tenuti dagli autori presso il Dipartimento di Economia Marco Biagi e il Dipartimento di Comunicazione ed Economia di UNIMORE – Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia.

I temi vengono illustrati avendo come riferimento gli schemi e le metodologie tipiche della teoria finanziaria e dell'economia dei sistemi finanziari. Con questo approccio, si affrontano le tematiche inerenti la valutazione delle attività finanziarie con approfondimenti riguardanti il valore finanziario del tempo, i concetti di rendimento, di rischio e della diversificazione nell'ambito dei portafogli finanziari. Vengono inoltre descritte le caratteristiche tecnico-economiche dei principali prodotti bancari e assicurativi e degli strumenti del mercato mobiliare.

L'originalità del volume risiede nel trattare il tema della valutazione avendo come riferimento la classificazione dei bisogni finanziari e la descrizione delle variabili economiche che orientano le scelte di investimento e finanziamento delle famiglie e delle imprese.

In questa III edizione, pur mantenendo la precedente declinazione dei diversi argomenti, si propongono nuovi approfondimenti. La parte valutativa degli strumenti è integrata da un'analisi della sostenibilità degli investimenti sotto il profilo ambientale, sociale e della *corporate governance* (fattori e rischi ESG). Vengono ampliate le metodologie di valutazione dei rendimenti e di rischio degli strumenti e dei portafogli finanziari. Le caratteristiche tecnico-economiche delle attività e delle operazioni finanziarie sono descritte attraverso un maggiore utilizzo di esempi, così come sono ulteriormente dettagliate le scelte finanziarie delle famiglie e delle imprese.

Oltre a costituire un utile strumento di apprendimento per gli studenti nell'ambito di corsi base e specialistici su temi finanziari, la nuova edizione si caratterizza anche come valido supporto operativo per tutti coloro che desiderano approfondire e aggiornare le proprie conoscenze del complesso e innovativo mondo degli strumenti, dei prodotti e dei servizi finanziari.

Gli Autori

## Capitolo Primo

# Le operazioni e i bisogni finanziari: definizioni e classificazione

### Obiettivi

**Al termine di questo capitolo il lettore dovrebbe essere in grado di:**

- conoscere le principali tipologie di operazioni finanziarie e i relativi profili di analisi;
- individuare i bisogni finanziari delle unità economiche cui le operazioni fanno fronte;
- conoscere le principali tipologie di rischio cui sono esposti i contratti finanziari.

## 1. Le operazioni, i prodotti e gli strumenti finanziari

Le operazioni finanziarie o di finanziamento sono trasferimenti di potere d'acquisto nel tempo tra soggetti che intendono soddisfare esigenze contrapposte di impiego e di raccolta di risorse monetarie. Sono uno scambio di denaro oggi contro denaro nel futuro. Lo scambio è attuato mediante l'esecuzione di una prestazione attuale in moneta a fronte della promessa di una prestazione futura, sempre in moneta.

Sono interessati allo scambio sia le **unità finali**, famiglie, imprese e operatori pubblici, sia gli **intermediari finanziari**, banche ed altre istituzioni finanziarie. Le unità finali si rivolgono al sistema finanziario sia per impiegare le risorse non destinate all'acquisto di beni di consumo (risparmio), nella prospettiva di ottenere un maggiore potere di acquisto nel futuro, sia per realizzare una spesa superiore alle entrate correnti, richiedendo potere d'acquisto immediato e rilasciando la promessa di restituzione di risorse monetarie nel futuro. Le unità finali si rivolgono quindi al sistema finanziario per investire denaro o per ottenere finanziamenti. Il sistema finanziario si rende controparte delle unità finali, prestando prodotti, strumenti e servizi finanziari di impiego del risparmio e di finanziamento.

In questo volume, i termini prestatore finale di fondi e investitore verranno utilizzati per indicare quelle unità finali che si rivolgono al sistema finanziario con l'obiettivo di impiegare risorse finanziarie in eccesso; diversamente, si parlerà di prenditore finale di fondi, debitore o soggetto finanziato per quelle unità finali che devono ricorrere al sistema finanziario per ottenere finanziamenti. Il termine prodotto finanziario verrà utilizzato, con una accezione non normativa, come sinonimo di operazione finanziaria rappresentativa di contratti creati dagli intermediari finanziari per finalità di investimento, di finanziamento e di trasferimento/copertura dei rischi che presentano la caratteristica di bilateralità e personalizzazione tale da inibire la loro negoziabilità sui mercati finanziari. Il prodotto finanziario può pertanto assumere una qualificazione collegata alla tipologia di intermediario che crea il prodotto: si parlerà quindi di prodotto bancario, creditizio o di prodotto assicurativo in relazione ai contratti creati e offerti dalle banche, dagli altri intermediari creditizi e dalle imprese di assicurazione. Il termine strumento finanziario sarà preferibilmente utilizzato per quei contratti che originano dalle unità economiche (unità finali e intermediari) nella forma prevalente di titoli di debito o di capitale e che si caratterizzano per una predisposizione al trasferimento tra operatori nei mercati finanziari (Riquadro 1). Con riguardo al sistema dei pagamenti, gli strumenti di pagamento indicheranno i documenti (titoli) o supporti (carte) sostitutivi della moneta utilizzati negli scambi di natura monetaria e finanziaria.

**Riquadro 1.** – *Definizione di prodotto e strumento finanziario nel confronto con la normativa*

L'accezione normativa di prodotto finanziario e strumento finanziario è descritta nel § 2.1 del presente Capitolo. Il riferimento normativo è il Testo Unico della Finanza (TUF). La classificazione proposta in questo volume si differenzia dalla normativa per quanto riguarda il concetto di prodotto finanziario. La definizione di prodotto finanziario del TUF è ampia e ricomprende l'insieme delle attività finanziarie che rappresentano **forme di investimento di natura finanziaria**, escludendo tuttavia i depositi bancari e postali. Nella accezione utilizzata in questo manuale il prodotto finanziario comprende le attività finanziarie, create dagli intermediari finanziari – siano queste rappresentative di forme di investimento o di finanziamento – caratterizzate da contratti bilaterali e non suscettibili di negoziazione sui mercati finanziari. A titolo di esempio la classificazione di prodotto finanziario proposta viene ad includere sia i depositi bancari e postali, sia i prodotti di finanziamento quali i prestiti concessi da banche e da altri intermediari creditizi. Per quanto riguarda la definizione di strumento finanziario quella utilizzata in questo manuale è allineata alla definizione di strumento finanziario del TUF ricavabile dall'elenco delle sue diverse componenti. Va peraltro precisato che la classificazione proposta e i criteri su cui questa è basata si presta ad alcune inevitabili semplificazioni. Ad esempio, adottando la definizione di strumento finanziario del TUF, si

includono tra gli strumenti le quote degli organismi di investimento collettivo del risparmio la cui negoziabilità sui mercati finanziari riguarda prevalentemente i valori mobiliari in cui tali veicoli investono. Inoltre, nella categoria degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) sono compresi veicoli che investono prevalentemente in attività finanziarie non negoziate sui mercati finanziari.

Con servizi finanziari si farà invece riferimento al sistema di offerta dei prodotti finanziari e cioè alle modalità operative, ai processi, con cui si definiscono e si soddisfano i bisogni finanziari delle unità finali. In termini esemplificativi, costituiscono servizio finanziario le forme di contatto e di interazione tra intermediario e cliente (canali distributivi) che danno luogo allo scambio di informazioni e che consentono la creazione e la scelta dei prodotti e strumenti finanziari più coerenti con i bisogni finanziari. Tra i servizi rientrano le procedure messe a disposizione per i pagamenti o per l'acquisto e la vendita di prodotti e strumenti finanziari, così come il servizio di costruzione di portafogli finanziari diversificati su delega dell'investitore.

Gli elementi essenziali di una operazione finanziaria, oltre alla natura monetaria delle prestazioni contrapposte, sono il tempo e il rischio.

Il **tempo**. Le prestazioni non sono contestuali ma separate da un intervallo temporale più o meno lungo che definisce la durata dell'operazione.

Il **rischio**. La distanza temporale che separa le prestazioni conferisce all'operazione elementi d'incertezza. Il soggetto tenuto ad eseguire la prestazione futura potrebbe risultare inadempiente, così come, durante la vita dell'operazione, possono intervenire accadimenti non prevedibili che modificano le originarie condizioni dello scambio. I flussi di cassa in entrata associati ad una operazione finanziaria (le prestazioni ricevute dal soggetto investitore), in quanto futuri, sono solo previsti o meglio attesi. È pertanto possibile che si realizzino in misura superiore o inferiore a quelli previsti e attesi, oppure non si realizzino del tutto. A seconda della natura contrattuale ed economica dello scambio, per il soggetto investitore si prospettano, quindi, varie tipologie di rischio: alcune dipendenti dalle condizioni economiche della controparte (ad esempio rischio d'insolvenza), altre riconducibili a fattori indipendenti dal comportamento dei soggetti finanziati (ad esempio rischio di tasso d'interesse, d'inflazione, di cambio, ecc.). La valutazione delle varie tipologie di rischio dipende dagli elementi conoscitivi a disposizione dei contraenti al momento dell'attivazione dell'operazione e quindi dall'informazione disponibile. La quantità, la qualità, l'accessibilità e la trasparenza delle informazioni disponibili sono elementi essenziali per l'apprezzamento dei vari fattori di rischio e, quindi, del grado di certezza dei flussi di cassa attesi.

Le operazioni finanziarie possono essere efficacemente utilizzate per il soddisfacimento dei principali bisogni finanziari espressi dalle varie unità economiche, prenditori e prestatori finali di fondi.

## 1.1. Bisogni finanziari, processi e FinTech

I bisogni finanziari delle unità economiche possono essere distinti tra: investimento, finanziamento, di pagamento e di trasferimento dei rischi puri e speculativi. Differenti sono i processi che consentono il soddisfacimento di tali bisogni, che in generale stanno vivendo una fase di profonda innovazione ed evoluzione, basata sullo sviluppo tecnologico applicato alla finanza (*Financial Technology – FinTech*). Di seguito vengono descritti i bisogni finanziari, per poi introdurre il tema dell'innovazione tecnologica applicata alla finanza.

- I **bisogni di investimento** sono collegati alla valorizzazione nel tempo delle disponibilità monetarie dei soggetti in avanzo finanziario. Prodotti, strumenti e servizi finanziari destinati a soddisfare bisogni di investimento si ricollegano alle principali forme di impiego del risparmio, le quali si caratterizzano per la diversità delle combinazioni di rendimento e di rischio, ad esempio depositi in c/c, depositi a risparmio, obbligazioni, azioni, quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). I prodotti di investimento di natura bancaria e finanziaria sono descritti nel Capitolo Quarto, i titoli di debito nel Capitolo Quinto, i titoli azionari e ibridi nel Capitolo Sesto, le quote di OICR e più in generale i prodotti del risparmio gestito nel Capitolo Settimo.

- I **bisogni di finanziamento** sono collegati alla necessità di reperire risorse finanziarie ulteriori, rispetto a quelle già disponibili, per un'eccedenza dei consumi e delle spese di investimento rispetto ai redditi realizzati. È infatti la necessità di copertura del fabbisogno finanziario a determinare la nascita dei bisogni di finanziamento in capo ai soggetti in deficit finanziario, tipicamente le imprese. All'analisi dei prodotti finanziari, con particolare riferimento a quelli bancari, che rispondono ai bisogni di finanziamento espressi dalle unità economiche sono dedicati i Capitoli Terzo e Quarto. Nei capitoli Quinto e Sesto, come già segnalato, sono trattati strumenti quali i titoli di debito, quelli di capitale e ibridi, quali fonti di finanziamento per imprese e settore pubblico.

- I **bisogni collegati al trasferimento dei rischi puri** nascono dalla necessità di cautelarsi contro i danni prodotti dal verificarsi di un sinistro, ovvero al verificarsi di un evento attinente alla vita umana. Diversamente, **bisogni di copertura dei rischi speculativi** derivano dalla necessità di affrontare, sotto l'aspetto tecnico, i problemi di gestione dei rischi speculativi e della ottimizzazione di un portafoglio di investimenti finanziari, con l'obiettivo del mantenimento della ricchezza finanziaria/patrimoniale nei diversi stati di natura. All'analisi dei principali prodotti assicurativi e degli strumenti derivati che rispondono ai bisogni di trasferimento del rischio espressi dalla clientela sono dedicati rispettivamente i Capitoli Ottavo e Nono. Il Capitolo Decimo è rivolto all'analisi dei rischi degli scambi internazionali e delle principali strategie di gestione e copertura del rischio di cambio.

• I **bisogni collegati al sistema dei pagamenti** fanno riferimento alla domanda di moneta e ai servizi di trasferimento della stessa evidenziati dalle unità del sistema economico; i principali strumenti e procedure di pagamento sono descritti nei Capitoli Terzo e Quarto.

I bisogni individuati trovano risposta nell'operatività del sistema finanziario, che presenta un'articolazione complessa in termini di operatori, mercati, prodotti, strumenti, processi e procedure<sup>1</sup>. L'impatto dell'innovazione tecnologica e digitale sul sistema finanziario, nelle sue diverse componenti, e lo sviluppo della *Financial Technology*, meglio nota come *FinTech*, costituiscono un fenomeno di particolare rilievo. Di seguito si propone una breve introduzione al tema<sup>2</sup>.

### *FinTech*

L'innovazione finanziaria coniugata con l'innovazione tecnologica, vera e propria trasformazione digitale, *digital transformation*, si traduce in mutamenti anche profondi nell'operatività del sistema finanziario e nei processi con cui mercati, intermediari, prodotti, strumenti e servizi soddisfano i diversi bisogni finanziari, con implicazioni di varia natura per gli operatori tradizionali e le unità economiche.

Il complesso fenomeno del *FinTech* opera con l'offerta di soluzioni digitali volte a coprire l'intero spettro dei bisogni finanziari in precedenza illustrati – di finanziamento, investimento, pagamento, di assicurazione e previdenza complementare – e determina nuove dinamiche competitive nel sistema finanziario. Gli intermediari tradizionali si confrontano con nuovi entranti, gli operatori *FinTech*, che adottano diversi e innovativi modelli di business, offrendo nuovi prodotti, strumenti e servizi finanziari e, sfruttando la digitalizzazione, innovano i canali distributivi e le modalità di prestazione dei servizi. Tra i nuovi entranti abbiamo in primo luogo le imprese *FinTech*, ma un ruolo di rilievo è ricoperto dalle cosiddette *BigTech*, grandi e consolidate aziende tecnologiche, con rilevanti potenzialità di impatto sull'universo dell'offerta di servizi finanziari. Ne deriva un potente stimolo per gli operatori tradizionali a rivedere le proprie scelte strategiche, innovando modelli di business attraverso nuovi servizi e modalità di erogazione.

I vantaggi delle innovazioni tecnologiche per le unità economiche si misurano in termini di ampliamento delle possibilità di accesso al mercato della vasta gamma di prodotti, strumenti e servizi finanziari, per soddisfare bisogni delle unità economiche, a cui si sommano i minori costi ad essi associati. Lo sviluppo tecnologico in ambito digitale ha però anche implicazioni di rilievo in termini di aumento del *cyber risk* e necessità di sviluppare procedure di si-

---

<sup>1</sup> Per approfondimenti, si rinvia a A. FERRARI, E. GUALANDRI, A. LANDI e P. VEZZANI, *Il sistema finanziario: funzioni mercati e intermediari*, Giappichelli, Torino, 2020.

<sup>2</sup> Si rinvia agli approfondimenti condotti in ambito Consob, con riferimento a diversi aspetti del *FinTech*: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/fintech>.



curezza informatica, *cybersecurity*, aspetti su cui si tornerà in seguito, trattando il tema dei rischi associati ai contratti finanziari.

Tra i vari servizi che il *FinTech* offre alle unità economiche, a titolo esemplificativo si ricordano<sup>3</sup>:

- servizi di pagamento: soluzioni di pagamento e trasferimento di denaro via web (in valuta legale e in criptovalute), servizi via POS (*point of sales*). Un importante impulso per sviluppare sistemi di pagamento elettronico al dettaglio sicuri, efficienti, competitivi ed innovativi per consumatori, imprese, esercenti e intermediari, è stato dato dalla seconda direttiva dell'Unione Europea sui servizi di pagamento, *Payment Services Directive 2015/2366* (PSD2)<sup>4</sup>. La PSD2 ha innovato e modernizzato il quadro legislativo europeo, con nuove misure di sicurezza per la comunicazione sicura tra i soggetti coinvolti per l'accesso al conto online, ai pagamenti elettronici e ai nuovi servizi di pagamento offerti nell'area dell'e-commerce<sup>5</sup>;
- servizi di investimento e di gestione della liquidità: servizi di *trading*, di gestione finanziaria, di *Robo-advisory* e consulenza finanziaria, con l'offerta di servizi di investimento tramite il canale digitale senza l'interazione tradizionale con il consulente finanziario;
- servizi di finanziamento: reperimento di risorse finanziarie tramite piattaforme, per il capitale di debito e il capitale di rischio. In particolare si segnala l'utilizzo di piattaforme di *lending* e *equity crowdfunding* rispettivamente; nel caso del capitale di debito, le piattaforme sul web di P2P (*Peer to Peer lending*) consentono di effettuare prestiti direttamente tra privati, fornendo quindi contestualmente servizi di finanziamento e di investimento;
- servizi di assicurazione e previdenza complementare, con lo sviluppo del *FinTech* anche nell'ambito di servizi assicurativi, c.d. *InsurTech*.

## 2. I contratti finanziari

Le operazioni finanziarie si sostanziano in contratti finanziari che sono classificabili sotto il profilo normativo, contrattuale ed economico.

---

<sup>3</sup>V. BOSCIA-C. SCHENA-V. STEFANELLI (a cura di), *Digital banking e FinTech*, Bancaria Editrice, Roma, 2020.

<sup>4</sup>La PSD2, entrata in vigore il 13 gennaio 2016, è stata recepita in Italia con il D.Lgs. n. 218/2017, in vigore dal 13 gennaio 2018.

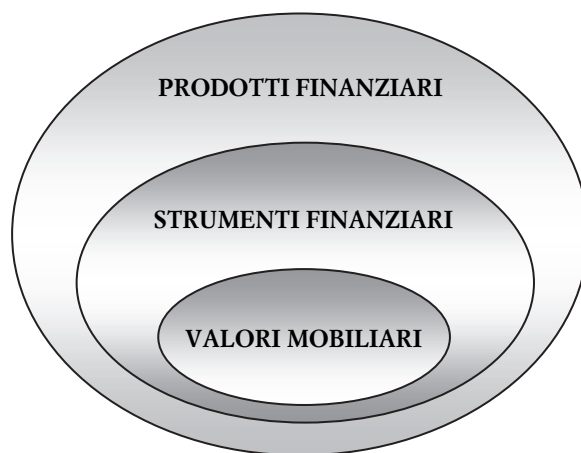
<sup>5</sup>Le norme che regolano le nuove misure di sicurezza e la comunicazione sicura tra i soggetti coinvolti nella prestazione dei servizi di pagamento disciplinati dalla PSD2 sono contenute nel Regolamento delegato (UE) 2018/389 che ha trovato applicazione il 14 settembre 2019.

## 2.1. Profilo normativo. Le definizioni del TUF (Testo Unico della Finanza)

Mentre nel linguaggio comune, strumento finanziario e prodotto finanziario sono spesso usati come sinonimi di operazioni finanziarie, attività finanziarie e contratti finanziari, sotto il profilo giuridico i termini strumenti finanziari e prodotti finanziari identificano in modo univoco specifiche categorie di contratti e di operazioni rilevanti ai fini della disciplina dell'intermediazione finanziaria e dei mercati finanziari. L'ordinamento giuridico vigente (TUF)<sup>6</sup> individua tre macro-categorie: i **valori mobiliari** nell'ambito della categoria degli **strumenti finanziari**, a loro volta ricompresi nel più ampio genere dei **prodotti finanziari**.

Prodotti finanziari, strumenti finanziari e valori mobiliari sono i tre pilastri sui quali si basa la disciplina del mercato finanziario e dei quali la normativa tenta di definirne i contorni. Le tre definizioni descrivono un sistema di cerchi concentrici, in quanto la categoria dei prodotti finanziari comprende al suo interno quella degli strumenti finanziari che, a sua volta, comprende la categoria dei valori mobiliari (Figura 1).

**Figura 1.** – La rappresentazione delle tre macro-categorie



<sup>6</sup>D.Lgs. n. 58/1998.

La nozione di **prodotto finanziario** del TUF comprende “*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*”. Elementi essenziali affinché una operazione possa essere qualificata di natura finanziaria e che quindi si sia in presenza di un prodotto finanziario sono ravvisabili pertanto in un investimento di denaro, un’aspettativa di profitto e un rischio connesso. Il carattere aperto della nozione di prodotto finanziario delineata dal TUF consente quindi di farvi rientrare diverse forme di investimento. La normativa precisa inoltre che “*non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari*”.

Gli **strumenti finanziari** sono una particolare categoria di prodotti finanziari. Appartengono al genere prodotti finanziari, ma non li esauriscono. Gli strumenti finanziari non sono peraltro puntualmente definiti. Nel TUF non è rintracciabile una definizione generale di strumento finanziario, ma nell’ambito di tale *corpus* normativo ci si limita a presentare un elenco. In altre parole, il legislatore non utilizza alcuna definizione, che rischierebbe di divenire rapidamente obsoleta, ma fa riferimento a schemi contrattuali diffusi nel mercato dei quali fornisce appunto l’elenco. Inoltre l’art. 18, comma 5, lett. a) del TUF riconosce al Ministro dell’Economia e delle Finanze (MEF), con regolamento adottato sentite la Banca d’Italia e la Consob, la possibilità di individuare nuove categorie di strumenti finanziari “*al fine di tenere conto dell’evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie*”. Pertanto, la casistica normativa (si veda il Riquadro 2), per quanto analitica, non è omnicomprensiva e viene mantenuta flessibile appositamente, al fine di evitare che la disciplina non possa applicarsi a strumenti di nuova introduzione. Sono comunque individuati sulla base di un elenco che comprende i valori mobiliari, gli strumenti di mercato monetario, le quote di fondi comuni d’investimento, gli strumenti derivati e le quote di emissioni<sup>7</sup>. Il TUF precisa inoltre che “*gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari*”.

---

<sup>7</sup>Le quote di emissione derivano dalla disciplina comunitaria attuativa degli accordi internazionali in materia di controllo delle emissioni inquinanti di gas ad effetto serra. La loro inclusione nel perimetro degli strumenti finanziari è stata introdotta dalla Direttiva MIFID II; in precedenza, infatti le quote di emissioni potevano assumere rilievo, ai fini della nozione di strumento finanziario, in quanto sottostanti strumenti derivati. La novità consiste nel fatto che le quote di emissione ora rappresentano, di per sé, strumenti finanziari, anche indipendentemente dal loro essere impiegate come sottostante di un derivato.

**Riquadro 2.** – Le definizioni del TUF

|  |   |
|--|---|
| <i>Prodotti finanziari (art. 1, comma 1, lett. u)</i>                                      | Gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari.  |
| <i>Strumenti finanziari (art. 1, comma 2 ed elenco previsto all'Allegato 1, Sezione C)</i> | 1. valori mobiliari;<br>2. strumenti del mercato monetario;<br>3. quote di un organismo di investimento collettivo;<br>4.-10. strumenti derivati (per il cui dettaglio si rimanda ai <i>diversi contratti derivati descritti nei punti dal 4. al 10., ndr</i> );<br>11. quote di emissioni che consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE (sistema per lo scambio di emissioni).   |
| <i>Valori mobiliari (art.1, comma 1-bis)</i>   | Categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio;<br>a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di <i>partnership</i> o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario;<br>b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli;<br>c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure. |
| <i>Strumenti del mercato monetario (art.1, comma 1-ter)</i>                                | Categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario quali, ad esempio, i buoni del Tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali.   |

Con riferimento alla nozione di **valore mobiliare**, il TUF comprende quelle “*categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali ...*”, fornendone una tassonomia a titolo esemplificativo e ‘aperta’, poiché recita testualmente “quali ad esempio” e inoltre la dimostrazione che l’elenco non è del tutto chiuso si legge anche nelle definizioni allargate quali “altri titoli equivalenti ad azioni di società” e “altri titoli di debito”. Ecco quindi che gli attuali ‘valori mobiliari’ rappresentano un sottoinsieme del più ampio insieme degli strumenti finanziari.

Infine l’elenco degli strumenti finanziari, al punto 2. prevede gli strumenti del mercato monetario. Il TUF specifica che “*Per ‘strumenti del mercato monetario’ si intendono categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato*

*monetario, quali a esempio, i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali*". Il discrimine rispetto ai valori mobiliari risiede quindi nel mercato di negoziazione: mercato dei capitali per i valori mobiliari e mercato monetario per gli strumenti del mercato monetario.

Il profilo giuridico-normativo delle operazioni finanziarie assume rilievo in particolare ai fini della disciplina dei **servizi di investimento e della sollecitazione dell'investimento**. In particolare, la disciplina relativa ai servizi di investimento si applica agli strumenti finanziari e non ai prodotti finanziari. La disciplina della sollecitazione all'investimento e quella relativa all'offerta pubblica di acquisto o di scambio si applicano invece ai prodotti finanziari.

## 2.2. Profilo contrattuale

Sotto il profilo tecnico-giuridico le operazioni finanziarie trovano espressione in varie tipologie di **contratti finanziari** rappresentativi degli accordi tra gli operatori economici per definire diritti, obblighi, vincoli e divieti relativi all'esecuzione delle prestazioni ed al trasferimento di potere d'acquisto. A seconda che si sottolinei la natura patrimoniale dei diritti, ovvero quella degli obblighi contrattuali, l'operazione finanziaria è, rispettivamente, classificabile come **attività finanziaria** o **passività finanziaria**. I termini attività finanziaria e passività finanziaria sono quindi sinonimi di contratto finanziario, rispettivamente, **attivo** o **passivo**, a seconda che individuino i diritti a ricevere, ovvero gli obblighi ad eseguire la prestazione monetaria concordata tra le parti.

Diversamente dalle **attività reali**, cioè beni materiali tangibili (ad es. immobili) e immateriali intangibili (ad es. marchi, brevetti, avviamenti) che compaiono nell'attivo di bilancio di un solo operatore, le attività finanziarie e le passività finanziarie presentano la particolarità di figurare nello stato patrimoniale di due operatori. Infatti, per sua natura, un'attività finanziaria è al tempo stesso una componente dell'attivo di un operatore ed un elemento del passivo di un altro. Per il soggetto tenuto ad effettuare nel futuro pagamenti a fronte del potere di acquisto ricevuto, l'operazione finanziaria è una passività. Per il contraente che ha diritto a ricevere la prestazione monetaria futura, l'operazione finanziaria è una attività finanziaria.

Mentre i benefici ritraibili da una attività reale, in quanto espressione di un rapporto di proprietà, dipendono direttamente dalla piena disponibilità e dall'uso discrezionale del bene stesso, quelli ottenibili dalla titolarità di una attività finanziaria sono strettamente collegati al comportamento della controparte, contrattualmente impegnata ad effettuare le prestazioni stabilite. La titolarità di un'attività finanziaria o di un contratto finanziario attivo conferisce al suo possessore dei diritti sull'attivo patrimoniale della controparte, mentre la proprietà di un'attività reale attribuisce la facoltà di determinarne l'uso.

I contratti finanziari presentano elementi negoziali e caratteristiche economico-tecniche assai diversificate. La numerosità e varietà di tipologie riflette la differenziazione dei bisogni delle controparti dello scambio finanziario. La disponibilità delle parti a realizzare la transazione finanziaria è di fatto vincolata al soddisfacimento di esigenze e di condizioni che trovano concreta espressione nella combinazione delle varie **clausole contrattuali**. Tra i diversi elementi negoziali, particolare rilievo assumono quelli che concorrono a definire la natura del rapporto che si instaura tra i contraenti o, in altre parole, il grado di coinvolgimento del prestatore di fondi nelle vicende economiche dell'emittente e la misura della partecipazione ai rischi sostenuti da quest'ultimo. Sotto questo aspetto, ad esempio, il contratto può avere per oggetto un rapporto di credito/debito, ovvero di partecipazione, configurando per l'investitore profili di aleatorietà dell'operazione e poteri di controllo sulla controparte assai diversi. In definitiva, per i contraenti, la negoziazione di un contratto finanziario si risolve in una distribuzione di rischi tra le parti sulla base di un compromesso accettabile tra finalità contrapposte.

Attraverso la definizione dei diritti e degli obblighi dello scambio finanziario, le parti non si accordano solamente sulle modalità tecniche di trasferimento dei fondi, ma anche sul tipo di redistribuzione dei rischi gravanti sui prenditori di fondi. Il bilanciamento e la delimitazione dell'influenza dei fattori di incertezza sul contratto finanziario trovano espressione in diverse combinazioni di elementi negoziali, classificabili secondo categorie omogenee. Ciascuna categoria, a sua volta, si qualifica per i modi e le forme con cui la struttura contrattuale incorpora e riflette i rischi tipici dell'attività caratteristica svolta dal soggetto finanziato.

In base alla natura contrattuale ed economica dello scambio i contratti finanziari possono essere classificati in quattro macro categorie: contratti di **debito**, contratti di **partecipazione**, contratti di **assicurazione**, contratti **derivati**.

- I **contratti di debito** consistono nell'erogazione da parte di un soggetto (creditore) di una data somma di denaro, sulla base dei contestuali impegni, assunti dalla controparte (debitore), sia di restituzione, ad una o più scadenze future, del capitale ricevuto in prestito, sia del pagamento di un compenso (interesse) per la disponibilità delle risorse monetarie. I mutui, i depositi bancari, i prestiti obbligazionari con o senza cedola (*zero coupon*) sono tipologie di operazioni finanziarie appartenenti alla categoria dei contratti di debito/credito. Si tratta di operazioni creditizie che, appunto, sottintendono un rapporto di natura fiduciaria tra i soggetti dello scambio. Colui che cede potere d'acquisto immediato fa affidamento sulla promessa della controparte di adempiere agli impegni assunti, anche se, data l'esecuzione differita della controprestazione, sussiste sempre l'eventualità di una insolvenza, ovvero di uno slittamento dei tempi di rimborso da parte del debitore.

La distanza temporale che separa le due prestazioni implica dunque una componente aleatoria a carico del creditore il quale, prima di erogare un prestito alla controparte, deve valutarne la **capacità di rimborso a scadenza** (o più in generale la capacità di onorare gli impegni assunti), capacità di rimborso che dipende dalle condizioni reddituali e patrimoniali del prenditore finale di fondi. Più in dettaglio, per le imprese di particolare importanza sono valutate l'attività economica e la capacità reddituale della stessa; per le famiglie vengono valutate le condizioni reddituali e l'ammontare del patrimonio disponibile.

- **I contratti di partecipazione** consistono nel trasferimento di risorse ad una impresa da parte di un soggetto che assume la veste di proprietario o comproprietario dell'impresa stessa. Il conferimento di risorse a titolo di **capitale sociale** comporta l'assunzione del rischio d'impresa.

Questi contratti sono rappresentati essenzialmente da azioni e quote di partecipazione al capitale di una impresa e conferiscono ai titolari sia **diritti patrimoniali**, sulla quota parte di utili e di patrimonio netto societario, sia **diritti amministrativi**, identificabili nella possibilità di concorrere alla elaborazione degli orientamenti gestionali della società.

A differenza dei rapporti di credito, questa categoria di contratti si caratterizza quindi per la cointeressenza ai risultati dell'attività economica svolta dall'impresa e per il vincolo che lega i capitali investiti alla vita della stessa. Il soggetto finanziato non assume alcun impegno certo di remunerazione e di restituzione futura del capitale originariamente ricevuto. Il comproprietario dell'impresa è quindi titolare di un diritto residuale sugli utili e sul patrimonio netto. La remunerazione è condizionata all'effettivo conseguimento di risultati economici positivi (utili d'esercizio) e alla decisione di distribuzione degli stessi ai soci. Così come, in caso di liquidazione, la restituzione ai soci del capitale conferito è subordinata al prioritario adempimento degli impegni assunti verso i creditori.

Questi contratti sono attività finanziarie essenzialmente per due motivi: in primo luogo e, contrariamente alle attività reali, perché **compaiono nel bilancio di due operatori**; in secondo luogo, perché, se considerati sotto il profilo finanziario, prevedono comunque l'esecuzione di **prestazioni monetarie contrapposte** da parte dei contraenti (finanziato e finanziatore). Le prestazioni del prenditore di fondi sono sempre rappresentate da un flusso di pagamenti la cui aleatorietà è inscindibile dal diritto di compartecipazione ai risultati economici. Il trasferimento di potere di acquisto realizzato dal finanziatore è un conferimento di **capitale di rischio**. Ne consegue che il rendimento e il valore di mercato della quota di capitale conferita sono entrambi strettamente collegati alla redditività e al valore dell'impresa.

• I **contratti di assicurazione** consentono il trasferimento dei rischi da un soggetto (assicurato) ad un altro soggetto (assicuratore) di norma rappresentato da istituzioni specializzate. A fronte di un compenso, detto **premio assicurativo**, l'assicuratore assume un onere finanziario condizionato al verificarsi di un dato evento futuro ed incerto, inerente al patrimonio o alla persona dell'assicurato. Quest'ultimo trasferisce pertanto alla controparte l'onere economico di un accadimento temuto. Il contratto di assicurazione è anche detto **polizza assicurativa**, sulla base del documento rilasciato come quietanza del pagamento del premio da parte dell'assicurato.

I contratti assicurativi sono operazioni finanziarie aleatorie, essendo caratterizzate dalla contrapposizione tra una prestazione certa dell'assicurato (il pagamento del premio) ed una controprestazione eventuale dell'assicuratore. Nelle assicurazioni del **ramo vita** e a carattere **previdenziale**, l'incertezza riguarda essenzialmente il momento dell'adempimento da parte dell'impresa assicuratrice. Il versamento del premio tende a costituire un capitale prefissato (o una rendita), il cui pagamento da parte dell'assicuratore è subordinato all'esistenza in vita, al verificarsi della morte della persona o alla combinazione delle due.

Nelle assicurazioni del **ramo danni** la controprestazione a carico dell'assicuratore è subordinata al verificarsi dell'evento contrattualmente previsto, senza il quale non matura il diritto al risarcimento. Le assicurazioni del ramo danni assolvono la **funzione di reintegrare il patrimonio dell'assicurato** (risarcimento) al verificarsi di eventi che producono danni o perdite. Appartengono al ramo danni le assicurazioni contro il furto e l'incendio così come le assicurazioni di responsabilità civile per i danni arrecati a terzi.

I rischi assicurabili, cioè trasferibili di norma ad un assicuratore, sono definiti **rischi puri**, in contrapposizione ai **rischi speculativi**. Appartengono alla categoria dei rischi puri tutti gli eventi aleatori che possono determinare solo una perdita al soggetto che ne venga colpito e sul quale l'assicurato non ha alcuna possibilità di controllo. Sono rischi speculativi o finanziari tutti gli eventi che possono generare un risultato negativo o positivo, in altri termini diverso (più alto o più basso) rispetto a quello atteso. L'acquisto di azioni e di obbligazioni comporta un rischio speculativo in quanto il valore dell'investimento, rappresentato dal prezzo dei titoli, può scendere e determinare una perdita, ma può anche salire e determinare un profitto.

Una impresa agricola può subire una perdita economica sia quando eventi atmosferici determinano una totale o parziale distruzione dei raccolti, sia quando i prezzi di vendita dei prodotti coltivati non consentono di coprire i costi di gestione. Il rischio grandine, ad esempio, è un rischio puro. Il rischio di variazione dei prezzi della produzione agricola è un rischio speculativo. Nel primo caso l'impresa agricola può assicurarsi contro il rischio grandine. Il verificarsi dell'evento determina un danno economico, una perdita. Nel secondo



caso, l'impresa agricola non può stipulare una polizza di assicurazione contro l'eventuale andamento sfavorevole del prezzo del grano. I prezzi dei prodotti agricoli possono anche salire e, quindi, il loro andamento può produrre conseguenze economiche sia negative che positive (rischio speculativo). Per proteggersi dai rischi finanziari si può ricorrere a contratti derivati.

- **I contratti derivati**, sono così qualificati perché il loro valore dipende (deriva) da altre operazioni, variabili/attività finanziarie, materie prime e derivate alimentari sottostanti. Un derivato è quindi un contratto il cui prezzo dipende dalle quotazioni di un diverso contratto sottostante ed oggetto di riferimento per la definizione dei diritti e degli obblighi delle parti.

Le controparti di un contratto derivato non perseguono finalità di investimento o di disinvestimento di capitali, ma quella di trasferire il rischio speculativo. Lo scambio finanziario è strumentale alla **copertura** (o *hedging*) del rischio di variabilità dei prezzi delle attività finanziarie o, in altre parole, consentono agli operatori di affrontare, sotto l'aspetto tecnico, i problemi di gestione dei rischi speculativi e della ottimizzazione di un portafoglio di investimenti finanziari. Sono scambiati in mercati specifici dove le unità economiche possono intervenire per far fronte alle incertezze derivanti dalla variabilità futura dei prezzi degli strumenti finanziari (copertura), ma anche con la sola finalità di trarre profitto dalla variazione dei prezzi. L'intervento di soggetti con differente propensione al rischio rende possibile il trasferimento dell'alea della variazione dei prezzi delle attività ad operatori che, in cambio di guadagni attesi, si assumono gli oneri relativi (speculatori). La ragion d'essere di questi strumenti è infatti riconducibile agli intenti che sono alla base delle decisioni degli scambisti, i quali di fatto agiscono come venditori e acquirenti di assicurazione contro l'alea di variazione dei prezzi delle attività sottostanti (rischio speculativo), oppure operano come speculatori *tout-court*, o come arbitraggisti.

### 2.3. Profilo economico

Sotto il profilo economico-tecnico, un'operazione finanziaria incorpora flussi di pagamenti con scadenze temporali diverse e soggetti a differenti gradi di aleatorietà, collegati tanto ai problemi specifici dei singoli contraenti, quanto a fattori economici e finanziari che interessano sistematicamente il contesto economico di riferimento dello scambio.

Si tratta di tutte quelle componenti elementari, rilevanti sotto il profilo della valutazione economico-finanziaria, che sono rappresentate da:

- denominazione in valuta estera o in moneta nazionale di conto delle prestazioni monetarie;

- natura del prestatore di fondi (emittente-debitore);
- durata contrattuale dell'operazione;
- modalità di esecuzione delle prestazioni e quindi:
  - dalle condizioni di erogazione del capitale e di emissione di titoli e certificati rappresentativi della transazione finanziaria;
  - dalle condizioni di rimborso;
  - dal tipo e dalla natura della remunerazione;
  - dalla previsione di particolari facoltà od opzioni tra prestazioni alternative concesse all'uno o all'altro contraente;
- negoziabilità dello strumento che ne condiziona anche il grado di liquidità;
- trattamento fiscale dei proventi.

• La **denominazione in valuta estera o in moneta nazionale** di conto delle prestazioni monetarie consente di individuare una particolare tipologia di rischio, il rischio di cambio o c.d. rischio valutario, in quanto la variazione del tasso di cambio impatterà sui futuri flussi di cassa associati alla attività finanziaria e, quindi, sul valore dell'attività stessa.

• La **natura del prestatore di fondi** consente di classificare le operazioni finanziarie in funzione del livello atteso di rischio. In particolare, nei contratti di debito, consente di definire il rischio di insolvenza del debitore, altrimenti denominato rischio di credito. Lo scambio finanziario poggia su un presupposto fiduciario; è evidente che non tutti i prestatori di fondi possono essere messi sullo stesso piano o, in altre parole, secondo la terminologia tecnica, non hanno lo stesso *rating*. Ad esempio, le passività del Tesoro dello Stato sono considerate, all'interno del paese di riferimento, a rischio nullo, in quanto lo Stato ha potere impositivo nei confronti dei cittadini. Più in particolare, il *rating* è un punteggio, espresso in lettere o in cifre, che indica la capacità di un ente privato o pubblico che emette un titolo di rispettare l'impegno assunto. Il *rating* può essere esterno o interno. Nel primo caso, il *rating* è pubblico ed è assegnato da operatori specializzati (Agenzie di *rating*) nella valutazione degli emittenti di passività finanziarie e nella classificazione degli stessi per categorie di rischio. I *rating* interni non sono pubblici, sono assegnati ai debitori dallo stesso creditore (in genere banche) al momento della valutazione effettuata per l'erogazione di prestiti.

• La **durata** del contratto definisce l'orizzonte temporale dell'operazione finanziaria e, quindi, il periodo di impiego del capitale. La durata può essere **indeterminata** ovvero **determinata**. Nel primo caso la data del rimborso non è