

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

Riccardo Dante
2018-2019

AF	attività finanziarie	PF	passività finanziarie	TdS	Titoli di Stato
IF	intermediari finanziari	SF	sistema finanziario	BT	Breve termine

SISTEMA FINANZIARIO

Il **sistema finanziario** è un insieme di entità organizzate e coordinate, collegate da rapporti di natura finanziaria/monetaria come partecipazioni, assicurazioni, posizioni di credito oppure da rapporti di mero servizio (es: quotazione e collocamento sul mercato).

Al sistema finanziario partecipano:

- **strumenti finanziari** : contratti che vincolano il denaro in ambito economico-finanziario
- **intermediari finanziari** : aziende che gestiscono la circolazione degli strumenti finanziari
- **mercati finanziari** : luogo di circolazione degli strumenti finanziari .

Il sistema finanziario è funzionale e relativo al sistema economico (rapporto biunivoco) e si occupa di un grande ammontare di valore. Infatti il valore delle AF delle famiglie italiane è pari a più di due volte il PIL italiano e anche negli altri stati il rapporto non scende sotto l'1. Per questo gli IF sono sottoposti al controllo delle **autorità di vigilanza** che fino agli anni '90 operavano una vigilanza prescrittiva, serrata. L'influenza delle norme comunitarie portò a una deregolamentazione che favorì la crisi finanziaria del 2007 → vigilanza per principi.

FUNZIONI:

Funzione allocativa: trasferimento delle risorse finanziarie da soggetti in surplus a soggetti in deficit. Risponde alle esigenze di investimento e finanziamento di risparmiatori e aziende attraverso i meccanismi di:

- Mercato creditizio, indiretto poiché articolato in due fasi gestite dagli IF

Dalle famiglie → posizione debitoria vs i risparmiatori che investono → PASSIVITA'

Alle imprese → posizione creditoria vs le imprese che si finanziano → ATTIVITA'

Sono imposti limiti massimi degli importi prestabili per evitare il rischio di concentrazione

- Mercato mobiliare, diretto, nel quale l'IF offre un servizio senza assumere altre posizioni oltre a quella di mediatore. E' il caso della quotazione, l'allocazione sul mercato quotato di un'impresa dove questa potrà finanziarsi. Non c'è rischio economico ma di fiducia.

Funzione monetaria: controllo dei trasferimenti di denaro tramite sistema dei pagamenti. Il sistema dei pagamenti riunisce i trasferimenti di moneta legale (emessa e garantita dalla BCE, rappresentata dalla liquidità circolante) e di moneta fiduciaria (costituita da strumenti finanziari che le banche garantiscono e fanno circolare).

Gestione dei rischi: controllo di strumenti specifici di copertura dei rischi. Assicurazioni per coprire rischi puri (che se si verificano apportano un danno) e strumenti derivati per coprire anche rischi speculativi (che comportano perdite legate alla variazione di un valore).

Trasmissione degli impulsi di politica monetaria dalla BCE attraverso la variazione dei tassi d'interesse del sistema finanziario con riflessi sull'economia reale.

La struttura finanziaria è estremamente frammentata. Appena il 30% delle attività finanziarie in circolazione è contenuto nei 3 comparti principali che sono:

- **Sistema bancario**, sotto forma di strumenti come le obbligazioni e i c/c
- **Fondi comuni di investimento**, il cui Patrimonio Netto è costituito dai risparmi raccolti perciò si definisce anche **risparmio gestito**. Il valore delle AF incamerate nel fondo dipende dai titoli nei quali il fondo ha investito, dal momento storico e dall'andamento degli investimenti.
- **Assicurazioni**, per quanto riguarda il ramo vita e i fondi pensione. Solitamente dipendono da compagnie che appartengono ad un ramo di un gruppo bancario.

Mentre depositi e assicurazioni hanno un trend positivo piuttosto costante, i fondi comuni di investimento hanno un andamento altalenante causato dai risvolti economici della crisi.

Un **sogetto economico** o **unità economica** è un soggetto che dispone di risorse che può allocare liberamente. L'esempio classico di soggetto ec. è la famiglia.

$$\text{equilibrio finanziario: Ricavi} = \text{Costi} + \text{Risparmio} \quad Y = C + S$$

Se le entrate superano le spese si genera una variabile flusso di **Risparmio (S)** che va' ad incrementare la variabile stock di **Patrimonio (PN)**, il cui ammontare è calcolato periodicamente, in questo modo:

1) PROSPETTO ATTIVITA' / PASSIVITA' alla fine dell'anno (bilancio)

ATTI VITA'		PASSI VITA'	
Anno x	Anno x+1	Anno x	Anno x+1
AR (attività reali)		PR (passività reali)	
AF (attività finanziarie)		PN	
= TA (totale attivo)		= TP (totale passivo)	

2) PROSPETTO FONTI/IMPEGHI dove considero le variazioni nette di AR, AF e PF

IMPIEGHI DI FONDI	FONTI DI FONDI
$\Delta^+ AR$ (investimenti)	$\Delta^- AR$
$\Delta^+ AF$	$\Delta^- AF$
$\Delta^- AR$	$\Delta^+ PF$

$$3) \quad TA_x + \Delta AR + \Delta AF = TP_x + \Delta PF + S$$

Poiché i totali di attivo e passivo devono coincidere nell'anno x come nell'anno x+1 si semplificano. L'acquisto di AF è anche detto **investimento I**.

Allora $I = S + \Delta PF - \Delta AF$ gli investimenti sono finanziati infatti da risparmio, nuovi debiti e disinvestimento di attività fin

$$\text{SALDO FINANZIARIO: } SA = S - I = \Delta AF - \Delta PF$$

Indica le risorse reddituali rimanenti dopo i flussi finanziari, misura il surplus / deficit di risorse in seguito ai propri fabbisogni di investimento.

Se il saldo finanziario è negativo il soggetto si dice **debitore netto** ed è costretto a disinvestire per ripagare le proprie passività.

Tendenzialmente in Italia le famiglie hanno **SF** positivo (con l'eccezione degli anni di crisi) cioè accumulano ricchezza, sotto forma di AF, grazie alla loro **propensione al risparmio**.

Con riferimento alle tabelle presenti nelle slide:

FAMIGLIE:

ATTIVITA': dopo la crisi, la destinazione preminente delle AF delle famiglie italiane è il deposito bancario (30%). In calo invece l'allocazione in partecipazioni azionarie.

Per le famiglie più ricche aumenta anche la destinazione a fondi comuni (risparmio gestito) che risulta più costoso ed è spesso riservato a chi dispone di patrimoni importanti.

Nel Regno Unito i depositi hanno il valore più basso a favore di assicurazioni e fondi pensionistici / strumenti previdenziali.

PASSIVITA': l'indebitamento si sposta più sul medio-lungo termine, fenomeno favorito dalla politica monetaria espansiva (abbassamento dei tassi d'interesse).

Il **credito al consumo** è l'indebitamento a cui le famiglie ricorrono per coprire le spese correnti come i trasporti, le spese legate allo studio ecc.

Originariamente destinato alla fascia povera. In Italia ha un trend positivo fino al 2008 dove crolla e lentamente ricresce in seguito. In Spagna il fenomeno è molto più accentuato.

IMPRESE:

Per quanto riguarda le imprese italiane e non, dopo la crisi si assiste a un crollo degli investimenti che in seguito riprendono lentamente.

ATTIVITA':

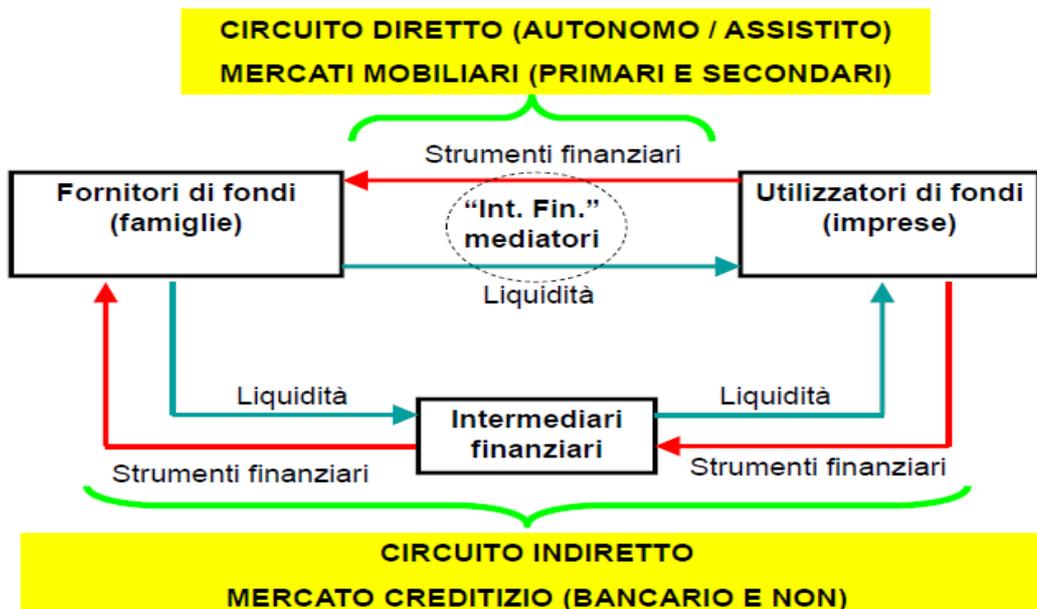
Le AF delle imprese sono concentrate per il 20% nella liquidità: a scopo assicurativo (accantonamento rischi) per le PMI e a scopo di raccolta fondi per futuri investimenti le imprese più grandi. I crediti commerciali per i quali non vengono sfruttati strumenti di anticipazione (evitano di scoprire NPL, insolvibilità) coprono il 30% delle AF.

PASSIVITA':

Si ricorre sempre meno all'indebitamento a favore di forme di autofinanziamento. Si riduce pertanto la leva finanziaria, ovunque.

In Italia abbiamo una prevalenza di indebitamento a BT necessario a coprire le spese correnti, risponde alle necessità di liquidità.

Organizzazione degli scambi nel sistema finanziario



I mercati finanziari rispondono alle necessità di finanziamento / investimento e il ruolo degli IF finanziari si basa sul **matching temporale**, cioè far incontrare prestatori e utilizzatori con temporaneità di fabbisogni simili (es: obbligazioni a lungo termine per coprire investimenti durevoli che restituiranno il valore investito in più anni) ma anche dissimili.

RUOLO DEGLI INTERMEDIARI

La funzione degli IF è resa necessaria da condizioni problematiche dei mercati:

- **Incertezza delle prestazioni:** verificano le condizioni degli investimenti e si assumono in prima battuta il rischio di investimenti sconvenienti. Inoltre, in virtù del loro potere contrattuale, sono in grado di imporre clausole restrittive che vincolano l'impresa emittente (indici di bilancio stabili ecc.)
- **Diversità delle preferenze:** svolgono funzione di **matching** al fine di far convergere interessi distanti o diversi. In particolare si occupano di trasformazione degli importi (raccolta di tanti importi minori), delle scadenze (impiego di depositi BT per finanziamenti LT), dei rischi (trasferiscono il rischio di un investimento infruttuoso dal risparmiatore a sé stessi)
- **Razionalità limitata:** hanno le competenze per valutare rischi e benefici derivanti dalle varie possibilità di investimento e le mettono al servizio dei clienti attraverso i meccanismi di **delegated screening** (analisi delle opzioni di investimento sul mercato) e **delegated monitoring** (monitoraggio dell'investimento attraverso il controllo periodico di database quali la centrale dei rischi che fornisce dati sui rapporti iniziali tra impresa e banche e sui flussi tra impresa e risparmiatori).
- **Asimmetria informativa:** hanno accesso a banche dati e info non disponibili ai singoli risparmiatori e spesso molto costosi. In questo modo evitano la selezione avversa, che potrebbe indirizzare i risparmiatori verso investimenti sconvenienti, e l'azzardo morale che spinge le imprese a sfruttare il loro potere contrattuale e l'asimmetria informativa per ingannare il risparmiatore per interesse personale (es: l'impresa sa che il risparmiatore non ha i mezzi per controllare il suo operato e decide di utilizzare i fondi impropriamente, in modo diverso da quanto pattuito).
- **Costi di transizione:** hanno i fondi e le autorizzazioni necessarie a soddisfare alcune necessità dei risparmiatori che comportano costi monetari (accesso a banche dati) e non monetari (riclassificazione e interpretazione bilancio, monitoraggio).

Gli Intermediari Finanziari del Circuito Indiretto

FUNZIONI/ATTIVITA'	TIPOLOGIA		INTERMEDIARI
Raccolta del risparmio Esercizio del credito Servizi di pagamento	Intermediari creditizi	Bancari	Banche commerciali
Finanziamento a titolo di credito		Non bancari	Società di <i>leasing</i> Società di <i>factoring</i> Società di credito al consumo
Finanziamento a titolo di capitale	Intermediari di partecipazione		<i> Holding finanziarie</i> <i> Investment banks</i> <i> Società di private equity</i>
Negoziazione in conto proprio (dealer, market maker)	Intermediari mobiliari sui mercati secondari		SIM di negoziazione
Assunzione dei rischi puri	Intermediari assicurativi		Compagnie di assicurazione

Il **CIRCUITO INDIRETTO** prevede invece il versamento di liquidità dal risparmiatore all'IF che si occupa poi di allocarla autonomamente presso investimenti meritevoli. Sono previste due fasi contrattuali: **raccolta**, dal risparmiatore all'IF, e **impiego**, dall'IF all'impresa. Perciò l'IF ha un proprio bilancio con **PASSIVITA'** costituite dai debiti v/risparmiatori e **ATTIVITA'** costituite dagli strumenti sottoscritti, emessi dalle imprese. Gli IF del circuito indiretto sono remunerati tramite interessi attivi sugli investimenti, versati dalle imprese, ma devono corrispondere ai risparmiatori gli interessi passivi. Il guadagno è determinato dalla differenza tra interessi ricevuti e dovuti, il **margin e d'interesse**. La remunerazione del risparmiatore dipende dal rischio che questo si assume con l'investimento: più è liquida la fonte, minore è il rischio, minore è la remunerazione. Nel circuito indiretto si fa riferimento ai **mercati creditizi** che possono essere **bancari**, solitamente gestiti da banche commerciali **non bancari**, gestite da società di leasing, factoring o altro che raccolgono fondi dalle banche (fenomeno di **doppia intermediazione**).

Tranne le banche commerciali, gli intermediari si specializzano in una funzione particolare. Gli **intermediari di partecipazione** si occupano del mercato mobiliare primario:

- le **holding** svolgono funzione di found-raising e pianificazione finanziaria per le imprese a sottoposte tramite partecipazioni di controllo.
- le società di **private equity** investono nel capitale delle imprese non quotate per fini speculativi finanziari (interessi) oppure strategico-operativi. Tra queste:
 - Venture capital, specializzate in start-up (meno di 5 anni) per il capital gain.
 - Private equity in senso stretto, che riguardano fase di sviluppo, maturità e crisi
- le **investment banks** investono nel capitale delle imprese non quotate per SOLI fini speculativi finanziari (interessi) e si trovano anche nel circuito diretto.

Gli intermediari di negoziazione (**SIM di negoziazione**) si occupano della negoziazione in conto proprio di titoli sull'MTS (mercato all'ingrosso di Titoli di Stato) per cifre sui 2,5 M. E' obbligatoria la figura del MARKET MAKER impegnata nel far circolare i titoli di stato fermi. Se non è obbligatorio può essere richiesto dal cliente e prende il nome di DEALER.

Gli intermediari assicurativi (**compagnie assicurative**) si occupano di assicurare la clientela attraverso l'assunzione di rischi puri in cambio del pagamento di una polizza.

Gli "Intermediari Finanziari" del Circuito Diretto

FUNZIONI/ATTIVITA'		TIPOLOGIA	INTERMEDIARI	
servizi di finanza mobiliare servizi alle emissioni • progettazione • collocamento • sottoscrizione		Intermediari mobiliari	Sui mercati primari Investment banks SIM di servizio SIM di sottoscrizione SGR (solo quote e azioni di OICR)	
negoziazione per conto terzi			Sui mercati secondari SIM di servizio	
servizi di consulenza			Intermediari dell'asset management	SIM di servizio SGR
servizi di gestione patrimoniale	individuale collettiva			SGR

Per quanto riguarda il **CIRCUITO DIRETTO** il ruolo degli IF è di assistenza, mediazione, non di interposizione poiché l'intermediario non assume posizioni per conto proprio.

Proprio per questo gli IF del circuito diretto sono remunerati solo attraverso commissioni.

Lo scambio può essere:

autonomo se l'IF si fa assistente e consulente nell'indirizzare l'investimento del prestatore;

assistito se l'IF offre solo il servizio di scambio dietro ordine del risparmiatore.

Per il circuito diretto si fa riferimento ai **mercati mobiliari** che si definiscono:

primari se trattano titoli di nuova emissione (per i quali è richiesto il circuito assistito)

secondari se riguardano la negoziazione di titoli già circolanti

Sui **mercati primari** ritroviamo le **investment banks** ancora con funzione finanziaria sul mercato mobiliare, ma questa volta anche a fini strategico-operativi. La loro funzione allocativa è rivolta solo agli investitori istituzionali, delle famiglie si occupano le banche commerciali del circuito indiretto. Nello stesso ambito troviamo:

- **SIM di servizio** e **SIM di sottoscrizione**
- **SGR** (Società di Gestione del Risparmio che operano con strumenti appartenenti a Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) come i fondi comuni)

Le **SIM di servizio** si occupano inoltre di negoziazione per conto di terzi (**mercato secondario**), di **consulenza** nell'abito dell'asset management e di gestione patrimoniale individuale.

La **gestione patrimoniale individuale o collettiva** è compito delle **SGR**.

Quella individuale prevede l'investimento del singolo patrimonio gestito con forte personalizzazione del pacchetto di strumenti, commissioni d'entrate e penali per il recesso.

Quella collettiva prevede la raccolta di denaro da investire come unico patrimonio in classi di attività predeterminate, da la facoltà di recedere senza pagare penali.

NUOVI ATTORI CONCORRENTI DEGLI IF TRADIZIONALI

1) **TECHFIN**

Imprese non finanziarie basate sulla tecnologia che iniziano a offrire strumenti di pagamento e di credito digitali grazie a partnership bancarie. Un esempio è Amazon Lending, sistema di credito alle imprese meritevoli, soprattutto PMI, con erogazione in giornata direttamente dal bilancio di Amazon. Il rimborso è trattenuto ogni 2 settimane dal conto delle imprese presso Amazon, i prodotti detenuti nei magazzini Amazon garantiscono il prestito, i tassi d'interesse sono molto alti, tra 6% e 17%. Tra i vantaggi di Amazon il monitoraggio costante e diretto dei debitori, possibili clienti già in contatto, influenza positiva sul core-business.

2) **FINTECH**

Offrono gli stessi servizi degli IF tradizionali avvalendosi di nuove tecnologie. Un esempio è il **crowdfunding**, una forma di raccolta di fondi da investire in un particolare progetto operata da IF e non, attraverso piattaforme online (attività di mediazione diretta). Questo strumento consente di rivolgersi a un'ampia platea di investitori, senza limiti geografici o di classe sociale. All'attività principale possono affiancarsi attività ausiliarie di:

- consulenza sulla fase di set-up
- consulenza legale (controllo legale/formale)
- consulenza strategica sulla presentazione del progetto

Le piattaforme di crowdfunding si dimostrano una valida alternativa all'indebitamento bancario perché considerano anche le immobilizzazioni immateriali nella valutazione del patrimonio (non c'è ottica di recupero crediti in caso di insolvenza) e operano a tassi d'interesse più bassi grazie al sistema peer-to-peer (P2P) senza passaggio di rischio.

La loro crescita è spinta dall'ultima crisi finanziaria che ha ridotto molto la disponibilità delle banche il cui credito è fondamentale per le PMI.

Si distinguono 4 modelli di piattaforme, 2 monetary reward e 2 non monetary reward:

- Equity based per raccogliere risorse finanziarie di pieno rischio tramite collocamento di azioni. Sfruttato da PMI e start-up. Altro rischio e altro rendimento.
- Lending based per raccogliere risorse a rischio limitato, alternativa all'indebitamento bancario. Sfruttata da imprese già avviate. Basso rischio e basso guadagno.
- Reward based per raccogliere finanziamenti a fondo perduto per iniziare un progetto. La ricompensa è un prodotto in prevendita. Alto rischio e basso guadagno.
- Donation based per raccogliere risorse in forma di donazione, senza ricompensa.

Sono richieste la presentazione del progetto di business, la somma target e la ricompensa.

La campagna può essere “all or nothing” o “keep it all” cioè fissa o scindibile.

E' importante per ottenere un buon risultato ottenere una buona credibilità gestendo efficacemente la presentazione visiva e testuale del progetto e del team di sviluppo.

Percezione dei crowd-investors		Per le imprese che ricorrono al crowdfunding	
PRO	CONTRO	PRO	CONTRO
Selezione diretta del progetto da finanziare	Rischio di truffa online	Diversificazione delle fonti di finanziamento	Perdita di riservatezza dell'idea di business
Società interessate all'ambito che investono in start-up	Rischio di crash della piattaforma (nessuna tutela)	Market testing e acquisto di immagine positivo	Perdita d'immagine per essere ricorso al crowdfunding

Affrontiamo più nello specifico il **LENDING CROWDFOUNDING**.

Poiché gli investimenti di questo tipo sono piuttosto illiquidi (scarsa probabilità di ottenere il rimborso prima della scadenza) alcune piattaforme offrono anche un servizio di intermediazione mobiliare del mercato secondario. Spesso il metodo scelto è la cartolarizzazione: le attività/crediti del c.d. originator vengono cedute ad una società-veicolo o SPV (Special Purpose Vehicle) che li combina in titoli adatti alla circolazione e alla negoziazione e pertanto liquidi, da collocare presso investitori istituzionali.

Inoltre quasi tutte le piattaforme offrono attività di servicing come la riscossione dei crediti e la gestione dei flussi di rimborsi, dietro pagamento di commissioni.

Caratteristiche del lending crowdfunding:

- prestito a tasso fisso con rimborso ammortizzato
- importo tra 1000 e 1'000'000 €
- termine di scadenza < 7 anni
- clausola di estinzione anticipata sfruttabile dall'impresa
- prevalentemente not secured, senza garanzie patrimoniali
- screening dei debitori da parte della piattaforma in merito a reddito/bilancio, situazione creditizia (credit bureaux), immagine da social media e recensioni

Il lending crowdfunding rappresenta il 70% della finanzia alternativa, corrisponde ad appena lo 0,03 dei prestiti bancari alle imprese e la metà è composta da prestiti P2P tra famiglie, destinati al consumo.

ALTRI STRUMENTI DI ANTICIPAZIONE DELLA LIQUIDITA':

Questi strumenti sono particolarmente sfruttate dalle PMI il cui attivo è composto mediamente per il 45% da crediti commerciali (frequenti vendite a dilazione) e il cui problema principale è spesso la carenza di liquidità necessaria al fabbisogno corrente.

ANTICIPO SU FATTURE

Tecnica che consente a un'impresa (**seller**) di cedere i suoi crediti commerciali ottenendo una parte della liquidità che comportano. Per questa finalità nasce l'**invoice trading**, esemplificato dalla piattaforma Workinvoice:

- 1) La seller (solitamente una PMI) si rivolge a Workinvoice per ottenere l'anticipazione
- 2) La piattaforma mette all'asta la fattura per l'intero importo
- 3) Seleziona gli investitori che sottoscrivono una quota al tasso d'interesse minore
- 4) Raggiunta la somma target del 90% della fattura, Workinvoice trattiene una percentuale come commissione e ordina all'operatore Lemonway di trasferire il saldo sul c/c indisponibile del seller presso la banca prescelta, solitamente pro-soluto
- 5) Alla scadenza del credito originario i debitori del seller versano l'intero importo della fattura agli investitori che girano il saldo (10%) all'impresa trattenendo gli interessi predeterminati nella fase di contrattazione con Workinvoice.

L'anticipo su fatture tramite invoice trading (branca del lending crowdfunding) consente di trovare quasi sempre una soluzione alle proprie necessità grazie all'ampia platea di investitori alla quale si rivolgono le piattaforme online. Tuttavia comporta una forte standardizzazione dei contratti a causa della grande frammentazione del finanziamento: l'importo anticipato è diviso in molte quote sottoscritte da investitori disparati e questo spinge a formulare contratti standard accettabili dalla maggioranza dei soggetti e difficilmente rinegoziabili.

APERTURA DI CREDITO IN C/C

Il problema sopracitato non interessa gli intermediari bancari che, disponendo di denaro sufficiente per coprire tutti i fabbisogni di una PMI, possono permettersi di personalizzare lo strumento finanziario in base alle necessità del cliente. Le banche concedono infatti la libertà d'impiego del denaro anticipato e l'eventuale ristrutturazione del credito nei parametri di scadenza e tasso d'interesse.

CRITICITA' DEL LENDING-CROWDFOUNDING:

- Standardizzazione e rigidità dei contratti di finanziamento
- Assenza di persone fisiche → assenza di un servizio di consulenza (tranne SGR)
- Efficienza e profitto basati su economie di scala (più contratti possibili e standard) e su algoritmi automatici → **INEFFICENZA ALLOCATIVA** dei fondi
- Fragilità del sistema e carenza di norme sulla vigilanza: una cattiva gestione della piattaforma può portare al default della stessa con conseguenze pesanti sulle PMI clienti in caso non ci sia una società terza “di back-up”.

ALCUNI VANTAGGI DEL LENDING-CROWDFOUNDING:

- Servizio online → riduzione dei costi (costi d'istruttoria e tassi d'interesse) e dei tempi di risposta nonché un pubblico più vasto a cui rivolgersi
- Diversificazione (degli investimenti e delle fonti di finanziamento dei vari attori)
- *Possibilità* di ottenere rendimenti maggiori rispetto ai canali tradizionali

La regolamentazione di queste piattaforme è molto varia, spesso inesistente e cambia a seconda dei paesi di appartenenza delle piattaforme. In Italia vige una regolamentazione per principi che distingue le piattaforme online in base al loro meccanismo di funzionamento (ad es. se trattano singoli strumenti finanziari o pacchetti di titoli).

Aliquota media imposta alle piattaforme del 26%.

EQUITY CROWDFOUNDING

L'Italia è il primo paese a regolamentare il fenomeno.

La richiesta di finanziamento è disponibile per tutti. E' obbligatorio fornire il prospetto informativo agli investitori solo per richieste superiori a 8 milioni.

La gestione dei portali è riservata a IF vigilati (SIM di negoziazione e di servizio, alcune banche) e soggetti con requisiti specifici direttamente autorizzati dalla Consob i quali devono però trasmettere gli ordini d'investimento a IF che li attuano.

Le piattaforme devono informare adeguatamente gli investitori in merito al pieno rischio, in modo da verificare la correttezza dell'investimento. Nell'inerzia delle piattaforme, questo controllo spetta agli IF incaricati di eseguire gli ordini.

Il completamento dell'ordine richiede una quota $\geq 3\%$ di un investitore istituzionale.

TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

La comunità europea influenza l'economia attraverso 3 tipi di politica economica:

- 1) **Politica di bilancio:** controllo e limitazione dei flussi finanziari delle casse statali. Di competenza dei parlamenti nazionali che legiferano le rispetto degli accordi europei.
- 2) **Politica dei redditi:** mantenimento della coerenza tra dinamica della retribuzione e andamento di inflazione e produttività del fattore lavoro. Di competenza dei governi nazionali in accordo con sindacati e associazioni di lavoratori.
- 3) **Politica monetaria:** mantenere stabile il livello dei prezzi contenendo l'inflazione. Di competenza degli organi legislativi ed esecutivi dell'UE

SISTEMA EUROPEO DELLE BANCHE CENTRALI = BCE + Banche Centrali Nazionali dei paesi UE

EUROSISTEMA = BCE + Banche Centrali Nazionali dei paesi euro

I paesi UE con valuta diversa dall'euro non sono sottoposti alla politica monetaria della BCE ma coordinano con questa i propri obiettivi di politica monetaria.

Gli organi decisionali della Banca Centrale Europea



UME = Unione Monetaria Europea

Il **consiglio direttivo** formula la strategia di politica monetaria cioè definisce la quantità di moneta da emettere e il costo per le banche della liquidità emessa.

Il **comitato esecutivo** controlla l'esecuzione della p. monetaria e funge anche da segreteria.

Il **consiglio generale** aiuta i paesi UE non UME a formulare politiche non contrastanti,

La BCE adotta il modello di banca centrale tedesco: autonomia della BC rispetto al governo e come "unico" obiettivo la stabilità dei prezzi. (art 127 Trattato sul funzionamento dell'UE)
L'alternativa, modello anglo-francese, prevederebbe interventi su parametri economici disparati (crescita, occupazione, stabilità...) e un approccio di maggiore soggezione al governo.