

POLITECNICO DI TORINO



Mercati, Rischi e Strumenti Finanziari

Professori

Prof. Enrico LUCIANO

Studente

Emanuele MICHELETTI

Secondo Semestre 2022

Indice

1	Introduzione	1
1.1	Descrizione del corso	1
1.2	Risultati attesi	1
1.3	Lezioni	2
1.4	Libri	2
1.5	Esame	2
1.6	Introduzione	2
1.6.1	Strategy Finance	2
1.6.2	Leva Finanziaria	3
1.6.3	BCG's Growth Matrix	4
2	Struttura del mercato finanziario e Macro Finanza	6
2.1	Mercato finanziario	6
2.1.1	Operatori e intermediari finanziari	8
2.1.2	Cluster del mercato finanziario	9
2.2	Banche	10
2.3	Macro finanza	11

Capitolo 1

Introduzione

1.1 Descrizione del corso

Impresa nell'ottica dell'amministratore delegato.

- Contesto applicativo: finanza nell'ambito della strategia
- Le tecniche: strumenti contabili chiave
- Private capital, private equity, private debt, differenze con il venture capital
- Casi reali

1.2 Risultati attesi

1. Capacità di comprendere opportunità e limiti per ottenere finanziamenti
2. Capire come pensa la banca nel concedere o meno finanziamenti
3. Capire da bilancio se c'è qualcosa che non va
4. Conoscenza degli intermediari a livello pratico
5. Strumenti di finanziamento equo
6. Capacità di formulare un piano finanziario e di leggerlo
7. conoscenza del mondo del private capital e delle forme diverse
8. Applicazioni

1.3 Lezioni

Le lezioni saranno frontali con l'aggiunta di diversi workshop

1.4 Libri

Il libro consigliato fondamentale è *Berk, De marzo, Corporate Finance V edition*

1.5 Esame

Scritto di 2 ore + orale facoltativo \pm 3 punti.

4-5 domande + esercizi numerici + domande aperte.

1.6 Introduzione

Corporate Finance si occupa essenzialmente di 3 cose:

1. Decisioni di finanziamenti
2. Decisioni di finanziamenti
3. Ripartizione di utili

Noi ci occuperemo principalmente dei primi due Casi

La finanza aiuta fornendo degli strumenti in un linguaggio internazionale, utili a capire la bontà di investimenti etc. etc.

i.e. un esempio di strumenti è il *NPV* ovvero il *Net Present Value* o *Valore Attuale Netto*, utile per capire il valore attuale di investimenti futuri.

1.6.1 Strategy Finance

Parallelamente si parlerà di *Strategy Finance*:

1. Determinare il Current Value
2. Identificare le opportunità per incrementare le operazioni finanziarie efficienti
3. Determinare quando qualche business deve essere ceduto
4. Identificare potenziali acquisizioni e altre iniziative per stimare l'impatto sul valore
5. Stimare come il valore delle imprese può essere accresciuto attraverso cambiamenti della struttura del capitale

1.6.2 Leva Finanziaria

Occorre comprendere bene il concetto di *leva finanziaria* in ambito di finanziamenti.

i.e. Il caso di una società che vuole acquisire un immobile che costa 100K, gli scenari possibili sono due:

1. 100% equity:

l'impresa usa 100k di equity per acquisire l'immobile, si presentano quindi due casi a confronto:

Upside Scenario: Valore dell'immobile sale a 130k, il guadagno è quindi di 30k, con un incremento del 30% dall'inizio

Downside Scenario: Valore dell'immobile scende a 70k, la perdita è quindi di 30k, con un decremento del -30% dall'inizio.

2. 50% equity, 50% debt:

l'impresa usa 50k di equity e si indebita con una banca di altri 50k per acquisire l'immobile, si presentano quindi due casi a confronto:

Upside Scenario: Valore dell'immobile sale a 130k, rimborsiamo 50k alla banca, rimaniamo con 80k, il guadagno è di 30k su 50k, quindi del 60%

Downside Scenario: Valore dell'immobile scende a 70k, rimborsiamo 50k alla banca, rimaniamo con 20k, la perdita è di 30k su 50k, quindi del -60%

È chiaro quindi come ricorrere al debito sia come finanziare un progetto con una leva, sia in positivo con un incremento dei guadagni (o riduzione dell'investimento personale), sia in negativo con un incremento delle perdite

Nel caso di alti costi fissi il debito è pericoloso perché i costi rimangono invariati anche in caso di discesa, ed essendo in leva potrebbe non essere sostenibile.

1.6.3 BCG's Growth Matrix

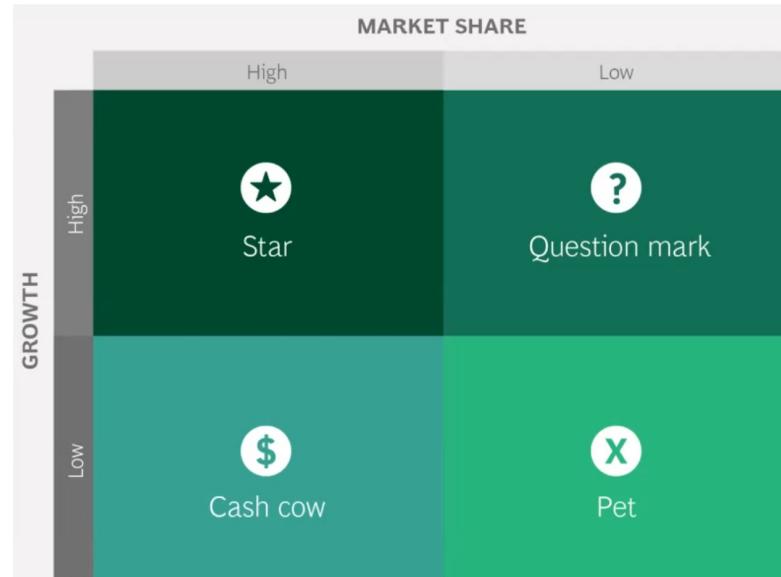


Figura 1.1: BCG's Growth Matrix

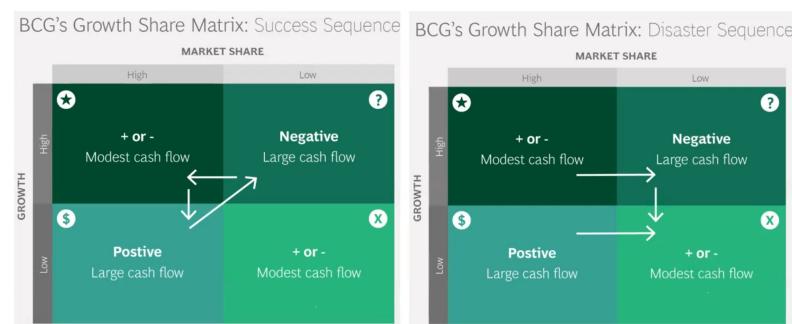


Figura 1.2: Esempio di cicli positivi (a sinistra) e cicli negativi (a destra)

Per questo motivo nelle Startup Innovative non si ricorre mai o quasi mai al debito, essendo progetti ad alto rischio, la probabilità di scontrarsi con una leva negativa sono molto alte.

In una situazione di *Cash Cow* ha senso indebitarsi, questo perchè con una quasi-sicurezza Coca Cola continuerà ad andare bene in modo costante. Chi fa Private Equity punta sulle *Cash Cow* per il concetto di leva finanziaria sopra citato.

Golden Rule

Teorema 1 Bisogna guadagnare abbastanza da un business per pagare il costo del capitale

Sembra scontato ma non lo è affatto, Alitalia non è mai riuscita a rispettare questa regola e nemmeno i piccoli commercianti riescono a rispettarla, loro però riescono a sopravvivere perché l'imprenditore, che solitamente è quasi sempre da solo, apporta lavoro proprio sottovalutandolo.

Life Cycle di un'impresa, modello startup

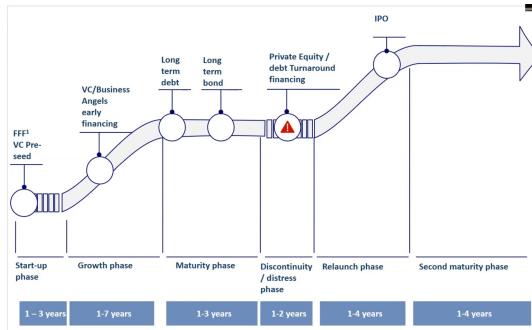


Figura 1.3: Life Cycle investimenti

	Founder, FFF	Other partners	Business Angels	Private Equity - VC	Banking system	Financial Markets
<i>Idea generation</i>	These sources are not right for the company					
<i>Startup</i>					Risk too high for banks	
<i>Early Growth</i>						
<i>Mature Age</i>						
<i>Expansion</i>						
<i>Crisis or decline</i>	Back to them					

Figura 1.4: Sorgenti di finanziamento

Capitolo 2

Struttura del mercato finanziario e Macro Finanza

2.1 Mercato finanziario

Struttura fondamentale del sistema economico che fa delle differenze fondamentali dal mercato standard. Ad oggi è ormai assodata l'importanza del mercato finanziario (i.e. sanzioni alla Russia per la guerra in Ucraina). Un esempio è la nazionalizzazione del canale di Suez da parte di Nasser in Egitto. La nazionalizzazione del canale è stato un primo esempio di sanzione finanziaria mai perpetrata da uno stato.

In un mercato finanziario ideale:

- Non ci sono costi di transazione
- Non ci sono tasse
- Tutte le attività sono infinitamente divisibili, senza oneri
- Tutti gli operatori hanno accesso simultaneamente alle stesse informazioni
- La possibilità di prestare risorse ed indebitarsi sono illimitate per chiunque e avvengono allo stesso tasso di interesse.

Un moderno sistema finanziario svolge varie funzioni:

1. Facilita l'allocazione di risorse da operatori in surplus a operatori in default
2. Determina i prezzi (tassi di interesse e quotazione) a cui avvengono gli scambi
3. Fornisce la liquidità e commerciabilità ai titoli scambiati. La liquidità misura quanto valore è perduto nella transazione che trasforma il titolo in denaro

4. Gestisce la ripartizione ed il trasferimento dei rischi
5. Fornisce la gestione dei pagamenti
6. Raccoglie elabora e diffonde informazioni sulla società

Si considera il mercato come un aggregatore di informazioni.
Ci sono 3 categorie fondamentali di operatori finanziari:

- *Hedgers*: si corrono dei rischi grazie al mercato finanziario
- *Arbitraggi*: vivono sulle inefficienze di breve periodo
- *Speculatori*: coloro che non hanno rischi ma che li cercano per poterli guadagnare

Struttura base della morfologia del mercato finanziario

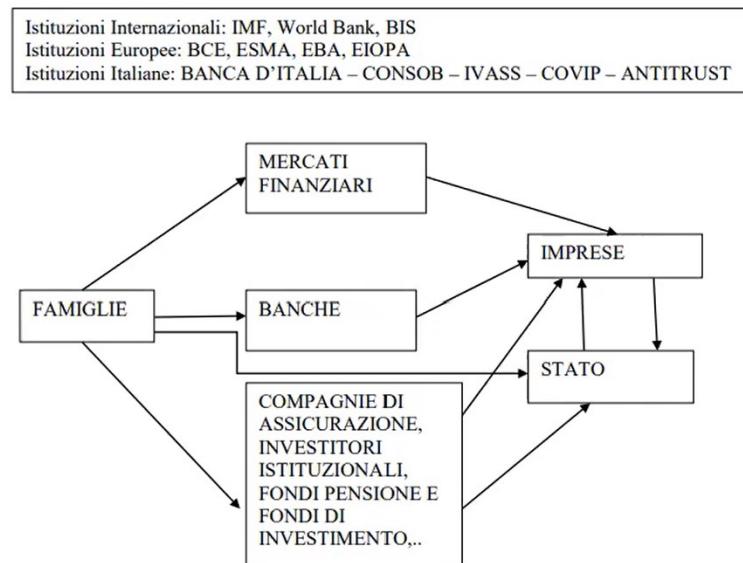


Figura 2.1: Struttura del mercato finanziario

Con le inefficienze si spiegano l'esistenza delle banche e degli intermediari, perché gli individui, recandosi in banca, delegano loro il rischio di credito e di altri rischi

Per quanto esistano gli intermediari finanziari che cercano di diversificare i rischi

Sistema bancario ombra: intermediari che svolgono attività bancaria senza una regolamentazione

2.1.1 Operatori e intermediari finanziari

Internazionali

Nel 1941 la carta atlantica disegna il mondo del dopoguerra, il motivo per la stipulazione di questo trattato è il sospetto che gli inglesi volessero ingrandire il loro impero coloniale. Viene così formalmente fondato l'ONU.

Dall'ONU nascono il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale:

- *Banca mondiale*: Banca che finanzia infrastrutture in paesi in via di sviluppo
- *Fondo Monetario Internazionale*: Fondo per aiutare gli stati in difficoltà ma sotto determinate condizioni abbastanza stringenti. Assitenza a paesi che hanno bisogno di aiuto nella tenuta di fondi pubblici come la Troika ¹. Il Fondo Monetario Europeo non donava denaro ai bisognosi ma imponeva stringenti condizioni (approfondire il Washington consensus ²)
- *BIS*: Coordina gli sforzi degli intermediari finanziari, il compito ora quello di gestire gli scambi internazionali. Andata avanti fino all'immediato secondo dopoguerra, i norvegesi chiesero di eliminare il BIS perché accusata di detenere e nascondere ricchezze nazziste e riciclare denaro sporco. Roosvel era favorevole alla sua eliminazione, gli inglesi no per motivi ignoti, ebbero la meglio gli inglesi e l'istituzione non fu sciolta

Europei

- *BCE*: Banca Centrale Europea, prende decisioni per politica monetaria nell'area €
- *EBA*: European Banking Authority, utile per le banche che non aderiscono all'euroarea. Con la BREXIT ha perso molta importanza, regolava principalmente le due monete principali, € e £. Perdendo il suo compito si è inventata un nuovo ruolo: stress test e interpretazione delle irregolarità
- *ESMA*: coordina le autorità della "CONSOB" dei vari paesi
- *EIOPA*: si occupa della vigilanza sui fondi pensione

¹[https://it.wikipedia.org/wiki/Troika_\(politica_europea\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Troika_(politica_europea))

²https://it.wikipedia.org/wiki/Washington_consensus

Nazionali (Italiani)

- *Banca d'Italia*: Vigila sulle piccole banche nazionali e segue le direttive della banca centrale, il suo obiettivo è la *Stabilità* del sistema bancario, cosa spesso in contrasto con la competizione tra le banche
- *IVASS*: Si occupa della regulation delle assicurazioni, è una decisione della banca d'Italia
- *COVIP*: Vigila sui fondi pensione nazionali
- *ANTITRUST*: Efficienza e concorrenza sul mercato bancario
- *CONSOB*: La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa è l'ente rivolto alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano³

2.1.2 Cluster del mercato finanziario

- Ufficiale: i contratti scambiati sono identici tra di loro, i costi di transazione sono minimizzati e molto bassi, ci sono degli intermediari che garantiscono la solvibilità
- Over the counter: i contratti scambiati non sono standard ma creati ad hoc, l'ingegneria finanziaria ha avuto grandissimo sviluppo in questo tipo di mercato, le possibilità di guadagno sono infatti molto alte. La banca lavora direttamente con un cliente e crea contatti misurati direttamente sui suoi bisogni, a differenza del mercato ufficiale, in questo mercato c'è il *rischio di controparte*⁴. l'Over the Counter è un mercato che può servire anche come protezione per esempio per quei mercati stagionali, come alternativa all'investimento diretto:

Investimento diretto: per proteggersi l'azienda acquista un'altra azienda o una parte di essa, in modo da avere introiti anche nel campo in cui è più debole

Derivato Ad Hoc: anziché acquistare direttamente un'azienda si può creare un derivato che quell'azienda come sottostante

Esistono due tipi di Intermediari nel mercato ufficiale:

³<https://www.consocb.it/>

⁴Il pericolo che il soggetto con cui è stato firmato il contratto si dimostri inadempiente, disattendendo i tempi e le modalità previste dal contratto stesso

- Broker: Riceve gli ordini e li trasmette direttamente sul mercato, guadagna una commissione sull'entità dello scambio, si tratta quindi di un intermediario puro
- Dealer: ha un magazzino titoli e quando un cliente si rivolge al dealer, il dealer si rivolge prima al suo magazzino titoli mettendo in comunicazione diretta due clienti, in caso in cui non si trovi la controparte allora si rivolge al mercato, il suo guadagno è dato dalla differenza di prezzo

È importante notare come il mercato più efficiente sarebbe quello popolato da Broker, che non hanno obiettivo speculativo sulla singola transazione e non hanno potere di fissare un prezzo, i prezzi sono quindi dati dal mercato, se invece il mercato fosse popolato solamente da Dealer allora il prezzo sarebbe deciso da loro in una sorta di oligopolio e sarebbe imprevedibile.

2.2 Banche

Sono l'intermediario più importante, nessun sistema finanziario può fare a meno di questa istituzione. È sufficiente pensare alle banche dal punto di vista del bilancio:
i *depositi* sono: gli *impieghi* sono:

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Di piccolo importo • A breve termine o a vista • Liquidi • Certi | <ul style="list-style-type: none"> • Di grande importo • A medio-lungo termine • Illiquidi • Rischiosi |
|---|--|

Quindi la funzione della banca è quella di trasformare strumenti finanziari a breve termine in strumenti a lungo termine, di piccolo importo in strumenti di grandi capitali, strumenti certi a rischiosi, per questi motivi e altri la banca è l'infrastruttura più importante del mondo finanziario.

Bank Run: è quel fenomeno finanziario-sociale che si manifesta con la corsa agli sportelli di moltissimi individui, quando le fragilità della banca passano dall'essere statisticamente indipendenti all'essere correlate.

La banca è, in generale, una struttura estremamente fragile che va protetta poiché gestisce direttamente il risparmio delle famiglie.

Il fallimento di una banca ha effetti negativi molto peggiori rispetto al fallimento di un'impresa industriale. L'asset principale non sono i soldi ma è la *fiducia*. L'obiettivo è evitare ad ogni costo il default delle banche, molto spesso l'errore è dei banchieri, bisognerebbe salvare le banche senza salvare i banchieri, non condannare entrambi a prescindere.

Si è istituito, per la tutela dei risparmi, il *Fondo Interbancario dei Depositi* che ha l'obiettivo di evitare il *Bank Run*, quando un *Bank Run* si verifica l'intero sistema economico ne risente e rischia di avere conseguenze disastrose.

La banca ha essenzialmente 3 funzioni principali:

- Gestisce il sistema dei pagamenti
- Crea moneta bancaria: è l'unico intermediario che ha la possibilità di compiere questa attività

Tipologie di rapporti con le banche

Ci sono due tipologie principali di rapporti che un cliente inteso come impresa può avere con una banca:

- *Transaction Banking*: è il caso delle banche italiane intese nel suo insieme, molte imprese hanno rapporti con molte banche, tutti i rapporti sono di poca entità. Non si hanno rapporti privilegiati con le banche, si mettono le banche in concorrenza tra di loro. Se le banche faticano a un problema riguardo ad una specifica impresa non ne fanno pubblicità, cercano infatti di ritirarsi il più velocemente possibile da qualsiasi rapporto contrattuale con lui. Il sentimento principale è quindi quello della reciproca sfiducia, ognuno fa i suoi interessi senza fidarsi della controparte, è un rapporto basato sulle garanzie
- *Relationship Banking*: Ogni impresa ha rapporti molto approfonditi con una sola banca di riferimento che conosce a fondo la società, le banche fanno dei sacrifici per aiutare le imprese, c'è una connessione di lungo periodo tra l'impresa e la banca

2.3 Macro finanza

La crescita economica è funzione della struttura finanziaria? Quale struttura è più efficiente: quella *Bank Oriented* oppure quella *Market Oriented*?

Non c'è una risposta univoca, è opinione comune che il fattore più importante, a prescindere dalla politica bancaria, è quello della *Stabilità*.

Non ci sono ruoli alternativi tra mercati e intermediari ma è chiaro che gli intermediari sono i primi a intervenire durante uno sviluppo, cosa che ovviamente la borsa non fa.

È però importante capire che intermediari e mercato devono andare insieme ed essere considerati di pari passo.

Attualmente il sistema finanziario è molto in crescita come dal grafico:

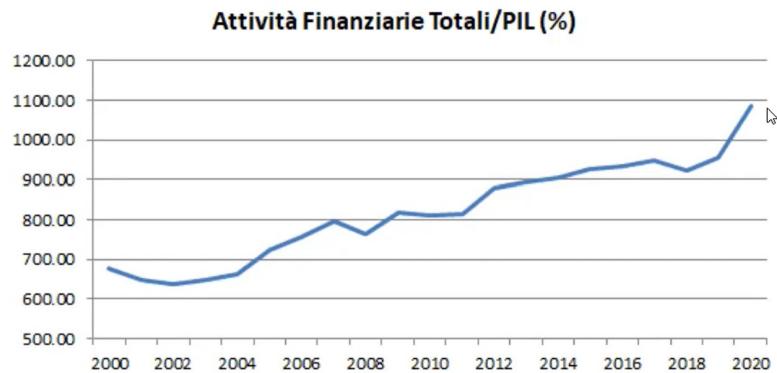


Figura 2.2: Andamento del sistema finanziario globale

In Italia la borsa ha un ruolo decisamente secondario. La banca è il principale finanziatore esterno di imprese, soprattutto quelle minori. Si tratta inoltre di un rapporto, nello specifico, di tipo *Transaction Banking*.