

il differenziale tra i tassi di crescita registrati nel 2004 e nel 2003 risulta ancora maggiore (essendo questi ultimi pari, rispettivamente, al 9 e al 21 per cento circa).

I prezzi delle azioni italiane si sono evoluti in direzioni differenti a seconda del mercato di riferimento. In linea con le tendenze internazionali, l'indice Mib storico, relativo al Mercato Telematico Azionario (Borsa), è cresciuto del 18 per cento circa (+15 nel 2003). L'indice relativo al Nuovo Mercato, viceversa, dopo aver esibito nel 2003 un aumento pari al 27 per cento circa, che interrompeva il calo registrato a partire dal 2000, ha nuovamente registrato una flessione pari a quasi il 18 per cento.

I profili strutturali del mercato azionario italiano con particolare riferimento alle dimensioni del listino non hanno subito, nel corso del 2004, sostanziali variazioni rispetto agli anni precedenti. Rimane contenuto, infatti, il numero di società quotate domestiche che a fine anno si è portato complessivamente a 269, registrando un calo pari a 2 unità rispetto al 2003 (Tav. all.1). Le nuove ammissioni di società italiane sono state 9, di cui 7 riguardano la Borsa e 2 il Mercato Expandi. Le revoche dalle quotazioni sono state complessivamente 11, rispettivamente 7 in Borsa e 4 sul Nuovo Mercato.

La capitalizzazione delle società domestiche è risultata pari, a fine anno, a 581 miliardi di euro, registrando così una crescita di 19 punti percentuali rispetto al valore rilevato a fine 2003. In particolare è cresciuta la capitalizzazione relativa alla Borsa, passata da 475 a 569 miliardi di euro circa, e quella relativa al Mercato Expandi, da 4,6 a 5,3 miliardi di euro; viceversa, si è registrato un calo per il Nuovo Mercato, da 8,3 a 6,7 miliardi. La capitalizzazione della Borsa in percentuale del Pil a fine anno si è attestata al 42 per cento (+5 punti percentuali circa rispetto al valore rilevato a fine 2003).

Il controvalore complessivo degli scambi si è portato a circa 660 miliardi di euro (+14 per cento circa rispetto al 2003). Il *turnover* degli scambi, ossia il rapporto tra il controvalore degli stessi e la capitalizzazione media dell'anno, si è attestato su valori superiori all'unità sia per la Borsa che per il Nuovo Mercato.

I dati ricevuti dalla Consob sugli scambi su azioni quotate effettuati dallo stesso emittente o da altre società del gruppo dell'emittente mettono in evidenza, oltre all'importanza del fenomeno dei buy back, alcune specificità del mercato italiano legate anche alla struttura proprietaria delle imprese (Riquadro 1).

Il tasso di crescita delle emissioni di azioni quotate nei paesi dell'area dell'euro rilevato nel corso dell'anno è risultato assai contenuto e pressoché invariato rispetto a quello del 2003.

Con riferimento all'Italia, nel corso dell'anno sono state effettuate 23 operazioni di aumento di capitale a pagamento e 8 operazioni finalizzate all'ammissione a quotazione, per un ammontare pari complessivamente a circa 3,6 miliardi di euro (a fronte, rispettivamente, di 30 operazioni effettuate e 9,8 miliardi di euro raccolti nel 2003).

Nel 2004, gli acquisti netti di azioni quotate italiane mostrano un saldo positivo, ma più che dimezzato rispetto a quello rilevato alla fine dell'anno precedente (Tav. II.1), riflettendo il valore delle emissioni nette prima citato. Le banche, sebbene fino a settembre abbiano fornito un contributo complessivo positivo, sono stati acquirenti netti solo nei primi cinque mesi dell'anno; i fondi comuni hanno prevalentemente disinvestito nel corso di tutto l'anno, a differenza del 2003. Gli operatori non residenti, interrompendo la tendenza rilevata nel quadriennio precedente, risultano viceversa acquirenti netti per circa 13 miliardi di euro.

Riquadro 1**Gli scambi su azioni quotate originati dall'emittente o da società del gruppo**

Nel 2004, 133 titoli azionari negoziati sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa sono stati oggetto di operatività riconducibile alla stessa società emittente (*buy back*) o a società dello stesso gruppo, per un controvalore complessivo di circa 2,9 miliardi di Euro (di cui oltre 1,5 miliardi riferibili a *buy back*). Tali operazioni, nel loro complesso, hanno presentato un saldo positivo per circa 289 milioni di euro. Tale saldo si deve interamente alle operazioni di *buy back* (con un saldo positivo di poco superiore ai 290 milioni) mentre l'operatività posta in essere dai soggetti capogruppo e da altre società del gruppo è stata praticamente bilanciata. Si rileva, inoltre, che, con riguardo ai *buy back*, circa un terzo dell'operatività è legata alla realizzazione di piani di *stock-option*.

Gli scambi effettuati al di fuori dei mercati regolamentati (blocchi e fuori mercato) risultano invece fortemente sbilanciati dal lato delle vendite e sono stati pari ad un controvalore di poco inferiore a quello degli scambi sul mercato (circa 2,5 miliardi di euro); essi, tuttavia, hanno avuto ad oggetto un numero assai circoscritto di titoli.

Distribuzione del numero di titoli oggetto di operatività dell'emittente o di società del gruppo per frequenza e rilevanza dell'operatività

Numero di mesi con operatività dell'emittente o di società del gruppo nel 2004	Percentuale di mesi in cui l'operatività dell'emittente o di società del gruppo ha superato la soglia del 25% del totale degli scambi sul mercato				
	0	1 - 25	26 - 99	100	Totale
1	17	--	--	4	21
2 - 3	20	--	2	1	23
4 - 11	50	4	15	1	70
12	11	3	3	2	19
Totale	98	7	20	8	133

Fonte: Consob.

Nonostante la crescente rilevanza quantitativa delle operazioni di *buy-back*, permane ancora un forte divario tra le deliberazioni di autorizzazione all'acquisto di azioni proprie e l'effettiva operatività dei soggetti quotati. Infatti, in oltre il 45 per cento dei casi all'assunzione della delibera di autorizzazione non segue poi nei fatti alcuna attività sui titoli. Anche quando vi è una effettiva operatività, solo in meno del 25 per cento dei casi tale operatività si avvicina ai limiti previsti dalle deliberazioni assembleari di autorizzazione. La diffusa scarsa corrispondenza tra intenzioni annunciate e operatività effettivamente posta in essere comporta il rischio di una riduzione della significatività dell'effetto segnaletico per il mercato dell'assunzione di delibere di acquisto di azioni proprie. Infine, nei casi in cui l'operatività su azioni proprie assume costantemente un peso consistente rispetto al totale degli scambi, sembrano prevalere forme di sostegno alla liquidità dei titoli, le cui modalità devono essere attentamente valutate al fine di salvaguardare l'integrità del mercato e la significatività dei prezzi.

Sebbene, a livello aggregato, il peso degli scambi originati da società del gruppo dell'emittente o dall'emittente stesso sia modesto se rapportato agli scambi complessivi in borsa sugli stessi titoli (circa l'1 per cento), in alcuni casi tale peso risulta significativo. In 35 casi, in almeno un mese del 2004 l'operatività dell'emittente o del gruppo ha superato il 25 per cento del controvalore complessivo scambiato sul mercato, mentre per 8 titoli tale rapporto è stato superato in tutti mesi del 2004.

XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Tav. II.1

Acquisti netti di azioni quotate italiane¹
(milioni di euro)

	Sottoscrittori						Totale
	Banca d'Italia UIC	Fondi comuni ²	Banche	Compagnie di assicurazione	Atri investitori ³	Eestero	
2000	231	49	4.592	3.328	2.663	-1.714	9.148
2001	201	-1.787	-8.270	-594	17.153	-532	6.171
2002	346	-1.133	8.947	-4.847	7.735	-7.155	3.893
2003	96	229	-8.085	4.200	14.670	-2.400	8.710
2004 ⁴	36	-133	236	3.059	13.189	3.197

Fonte: Banca d'Italia. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Il dato è relativo ai fondi comuni di diritto italiano. ³ Famiglie, imprese, amministrazioni centrali e locali, Cassa DD. PP., Sim e Istituti di Previdenza. ⁴ Dati provvisori. Il dato relativo alle banche è al 30 settembre, mentre quello relativo al settore estero è a ottobre 2004.

Il mercato degli strumenti derivati

Il mercato dei derivati, OTC e *exchange traded*, ha conosciuto tassi di crescita notevolissimi negli ultimi anni sia a livello mondiale che in Italia.

I dati pubblicati dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) danno un'indicazione, con riferimento ai paesi del G-10, della dimensione e del tasso di crescita del mercato. A fine dicembre 2003, la BRI ha rilevato posizioni in derivati OTC per un valore nozionale pari a circa 197.000 miliardi di dollari e derivati *exchange traded* per un valore nozionale pari a circa 37.000 miliardi di dollari (Tav. II.2). Rispetto alla consistenza a fine 2001, pari a 111.000 miliardi di dollari, i derivati OTC hanno dunque registrato un tasso di crescita annuo del 33 per cento circa; nello stesso periodo, i derivati *exchange traded*, pari a circa 24.000 miliardi di dollari a fine 2001, hanno registrato un tasso di crescita annuo del 24 per cento circa.

A livello mondiale, i derivati OTC hanno un peso preponderante sul mercato complessivo dei derivati (pari a circa l'84 per cento). All'interno dei derivati OTC, la componente principale è rappresentata dai derivati sui tassi di interesse (con un valore nozionale pari a circa 142.000 miliardi di dollari, pari al 72 per cento dell'intero mercato dei derivati OTC), mentre i derivati sui tassi di cambio pesano per il 12 per cento del mercato dei derivati OTC, i derivati su azioni e indici azionari pesano per il 2 per cento circa e il rimanente 14 per cento è costituito da derivati su merci e altre tipologie di strumenti.

Anche fra i derivati *exchange traded* si rileva una forte preponderanza dei derivati (opzioni e *futures*) sui tassi di interesse, e in particolare sui titoli di Stato, che a fine 2003 pesavano per circa il 92 per cento dell'intero mercato.

Per ciò che riguarda i derivati *exchange traded* in Italia, nel corso del 2004 si è confermata la tendenza all'incremento del numero dei contratti eseguiti sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) già rilevata negli anni precedenti (Tav. II.3). In particolare, gli scambi si sono attestati attorno ai 18 milioni di contratti, registrando un aumento rispetto al 2003 pari al 3 per cento.

XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Tav. II.2

Valore nozionale degli strumenti derivati nei paesi del G-10
(dati di fine periodo; valori in miliardi di dollari USA)

	2001		2003	
	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹
Derivati OTC				
Derivati				
Su tassi di interesse	77.568	69,8	141.991	72,0
Su tassi di cambio	16.748	15,1	24.475	12,4
Su azioni	1.881	1,7	3.787	1,9
Su altri strumenti	14.981	13,5	26.914	13,7
Totale OTC (A)	111.178	100,0	197.167	100,0
<i>di cui in contropartita con enti non finanziari</i>	<i>10.704</i>		<i>23.714</i>	
Derivati Exchange Traded				
Futures				
Su tassi di interesse	9.269	39,0	13.123	35,7
Su tassi di cambio	66	0,3	80	0,2
Su azioni	334	1,4	502	1,4
Opzioni				
Su tassi di interesse	12.493	52,6	20.793	56,6
Su tassi di cambio	27	0,1	38	0,1
Su azioni	1.575	6,6	2.197	6,0
Totale Exchange Traded (B)	23.764	100,0	36.733	100,0
Totale Derivati (A + B)	134.942		233,9	

Fonte: BRI – Quarterly Review, settembre 2004. ¹ Valori in percentuale.

Tav. II.3

Strumenti finanziari derivati scambiati sull'Idem nel 2004

	Numero di lotti eseguiti ¹	Media giornaliera ¹	Variazione percentuale ²
Future su Indice	3.331	12,9	-22
Opzioni su Indice	2.220	8,6	-11
Opzioni su azioni	9.500	36,9	+20
Mini future su indice	1.485	5,7	-42
Future su azioni	1.734	6,7	+27

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana Spa e Cassa di compensazione e garanzia Spa. ¹ Migliaia di contratti. ² Rispetto all'anno 2003.

Con riferimento alla composizione degli scambi per tipologia di strumento, nel 2004 si è assistito a una riduzione dei volumi dei futures e mini futures su indice, con scambi inferiori rispettivamente di circa il 22 per cento e il 42 per cento rispetto all'anno precedente. Per contro, è continuata la crescita degli scambi sui futures su azioni,

passati da una media giornaliera di circa 1.800 contratti eseguiti nel 2003 a una media giornaliera di 6.700 nel 2004. La Borsa Italiana ha ampliato la disponibilità della scelta tra i titoli sottostanti ai futures che, al 31 dicembre 2004, erano negoziabili su un totale di 22 azioni, contro un totale di 12 a fine 2003.

A seguito dell'introduzione dell'indice S&P/Mib il 22 marzo 2004, le opzioni S&P/Mib e il future S&P/Mib hanno sostituito le opzioni Mibo30 e Fib30 sul mercato degli strumenti derivati quotati sull'Idem; tale sostituzione è stata completata nel periodo marzo - settembre. Un raffronto tra gli indici S&P/Mib e Mib30 è riportato nel Riquadro 2.

Riquadro 2

Confronto tra l'indice Mib30 e l'indice S&P/Mib

Destinato a subentrare al Mib30 come indice di riferimento degli strumenti derivati quotati sull'Idem, l'indice S&P/Mib è stato introdotto da Borsa Italiana, come indice informativo, nel giugno 2003. Entrambi gli indici sono *value weighted*, ossia basati sulla capitalizzazione delle società che li compongono ma, a differenza del Mib30, l'indice S&P/Mib corregge la capitalizzazione con il criterio del flottante (che premia i titoli a più larga base azionaria) e offre una rappresentazione settoriale dell'intero mercato. L'introduzione dello S&P/Mib ha risposto all'esigenza di uniformare il mercato italiano dei derivati agli standard internazionali. Il Mib30 continua comunque a essere calcolato come indice informativo dell'andamento dei 30 titoli più liquidi e capitalizzati del Mercato telematico azionario.

La selezione dei titoli che compongono il nuovo indice viene effettuata dall'Index Committee, un organo formato da tre rappresentanti di Standard & Poor's e da due rappresentanti di Borsa Italiana, che assicura un alto grado di omogeneità con altri indici internazionali (ad esempio l'indice S&P500). Se la selezione dei titoli del Mib30 avviene automaticamente sulla base di dati oggettivi (liquidità e capitalizzazione), nella scelta dei candidati all'indice S&P/Mib entrano anche valutazioni discrezionali (come la rappresentatività settoriale); l'Index Committee effettua tuttavia la selezione nel rispetto dei criteri previsti da Borsa Italiana e delle linee guida stabilite da Standard & Poor's.

L'indice S&P/MIB non ha un numero fisso di componenti; l'Index Committee può modificarne il numero per riflettere adeguatamente la struttura del mercato. La selezione e la determinazione del peso dei titoli all'interno del nuovo indice si basano su quattro elementi:

- rappresentatività, ovvero capacità del titolo di rappresentare il settore merceologico di appartenenza. L'indice è composto dai titoli rappresentativi dei 10 settori merceologici individuati dalla Global Industry Classification Standard (GICS) di Standard & Poor's e Morgan Stanley Capital International (MSCI): beni di consumo di prima necessità, beni di consumo voluttuari, energia, finanza, industria, informatica, farmaceutici, materiali, telecomunicazioni e servizi pubblici;
- liquidità, misurata attraverso la velocità di *turnover* del flottante, il controvalore negoziato e i giorni effettivi di negoziazione;
- capitalizzazione del flottante (*free float*), determinata moltiplicando il flottante (ossia la quota di capitale circolante sul mercato ottenuta sottraendo al capitale le partecipazioni, dirette o in patti di sindacato, superiori al 5 per cento) per il valore di mercato del titolo;
- peso del capitale investibile (*Investable Weight Factor - Iwf*), che indica la quota di capitale investibile, è determinato sottraendo il flottante a 100 (il livello minimo di Iwf per l'inclusione nell'indice dovrebbe superare il 25 per cento; quello delle società che componevano l'indice al 17 settembre 2004 era in media pari al 53 per cento).

La tabella che segue riepiloga le differenze tra i due indici.

XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Caratteristiche degli indici Mib30 e S&P/Mib a confronto

	Mib30	S&P/Mib
Base	31.12.1992 = 10.000	31.12.1997 = 24.402
Composizione	Solo titoli del segmento Blue Chip MTA; numero fisso (30 titoli)	Titoli MTA e Nuovo Mercato; numero variabile (attualmente 40 titoli)
Gestione	Borsa Italiana	Index Committee di Standard & Poor's (composto anche da rappresentanti di Borsa Italiana)
Criteri di selezione	ILC (Indice di qualità e capitalizzazione), dove la capitalizzazione è riferita all'intero capitale emesso	Liquidità, flottante, adeguata rappresentatività settoriale e IWF (Investable Weight Factor); la capitalizzazione è riferita al solo flottante
Frequenza di calcolo e diffusione al pubblico	Ogni minuto	Ogni 30 secondi
Revisione della composizione	Semestrale (marzo e settembre)	Semestrale (marzo e settembre)
Revisione del peso all'interno dell'indice (<i>rebalancing</i>)	Semestrale (marzo e settembre)	Trimestrale (marzo, giugno, settembre, dicembre), con diffusione il lunedì successivo al giorno di scadenza dei contratti derivati
Revisione del numero di componenti	—	Annuale (marzo)

Secondo la rilevazione semestrale effettuata dalla Banca d'Italia presso un campione di banche italiane, il controvalore nozionale delle posizioni in derivati OTC in essere a fine 2003 è stato pari a quasi 4.600 miliardi di dollari, equivalente a circa il 2 per cento del mercato mondiale dei derivati OTC. Così come a livello globale, anche per il mercato italiano si rileva un peso preponderante dei derivati su tassi interesse (pari, in valore nozionale, al 92 per cento circa dell'intero mercato). Il valore delle posizioni in derivati OTC alla fine del 2001 era pari a circa 2.000 miliardi di dollari, implicando un tasso di crescita annuo del 51 per cento, valore nettamente superiore al tasso di crescita del mercato mondiale (33 per cento circa).

La Banca d'Italia sottolinea nella sua rilevazione come a fronte di un controvalore nozionale di circa 4.600 miliardi di dollari, il valore di mercato delle posizioni in derivati (cioè il controvalore monetario che sarebbe necessario pagare o che si incasserebbe per liquidare le posizioni) è pari a soli 54 miliardi di dollari per le posizioni in attivo (cioè con un valore di mercato positivo per le banche) e a circa 47 miliardi di dollari per le posizioni in perdita (cioè con valore di mercato negativo per le banche). Quindi, a livello consolidato, le posizioni in derivati, qualora fossero state chiuse a fine 2003, avrebbero generato per le banche oggetto di rilevazione un profitto netto di 7 miliardi di dollari, pari (al cambio euro/dollaro di fine 2003) a circa l'8 per cento del margine di intermediazione realizzato nel 2003 dall'intero sistema bancario. Si ricorda, tuttavia, che nel 2003 i derivati di copertura hanno generato una perdita di circa 1,7 miliardi di euro per l'intero sistema bancario, pari a circa il 2,5 per cento del margine di intermediazione.

Le controparti dell'operatività in derivati OTC delle banche italiane sono per il 93 per cento altre istituzioni finanziarie e per il rimanente 7 per cento istituzioni non finanziarie (prevalentemente imprese industriali e di servizi ed enti pubblici).

A fine 2003 le banche italiane avevano quindi posizioni in strumenti derivati OTC nei confronti di imprese, soggetti pubblici, e altri enti non finanziari, in termini nozionali, per 328 miliardi di dollari, di cui l'80 per cento circa aventi come sottostante tassi di interesse e il rimanente 20 per cento circa aventi come sottostante tassi di cambio (Riquadro 3).

Riquadro 3

L'operatività in strumenti derivati da parte dei soggetti non finanziari

Nel 2004, la Consob ha avviato un'indagine sull'operatività in derivati OTC svolta dai primi 10 gruppi bancari italiani in contropartita con soggetti non finanziari, operatività che, come messo in evidenza dalle rilevazioni della Banca d'Italia, rappresenta circa il 7 per cento dell'intero mercato dei derivati OTC.

Dall'analisi emerge in primo luogo che l'operatività svolta dai 10 gruppi bancari esaminati avrebbe interessato circa 50.000 clienti non istituzionali (imprese non finanziarie, enti pubblici e clientela retail), cui sono riconducibili circa 78.000 contratti. Il controvalore nozionale complessivo delle posizioni in essere al 30 giugno 2004 è pari a circa 146 miliardi di euro.

I clienti con una valorizzazione negativa della posizione (cosiddetto mark to market negativo) sono oltre l'80 per cento e al 30 giugno 2004 il valore di mercato, vale a dire il debito totale dei clienti nei confronti delle banche, in ipotesi di chiusura immediata di tutte le posizioni, è pari a oltre 4 miliardi di euro. In termini di numero di soggetti, circa il 75 per cento delle posizioni in derivati è riferibile a clienti classificati dagli intermediari come operatori qualificati (o investitori professionali) e a tali clienti è riconducibile, in termini di controvalore nozionale, oltre il 96 per cento delle posizioni rilevate.

Il taglio medio, sempre in termini di nozionale, delle operazioni poste in essere con operatori qualificati è pari a circa 3,6 milioni di euro per i derivati su tassi di interesse e a 2,6 milioni di euro per i derivati su tassi di cambio; per gli operatori non qualificati invece la dimensione media dei contratti è pari a circa 390.000 euro per quelli su tassi di interesse e a circa un milione di euro per i derivati su tassi di cambio. Anche il numero medio di operazioni in essere in capo alla clientela qualificata è superiore rispetto a quella non qualificata (in media oltre 1,5 contratti contro circa uno).

Alla data del 30 giugno 2004, il valore di mercato delle posizioni detenute dalla clientela qualificata rappresentava circa il 98 per cento del complessivo *mark to market*, con una valore medio per contratto negativo per circa 98.000 euro per i derivati su tassi di interesse e a circa 120.000 euro per i derivati su tassi di cambio. Marginale risulta invece la posizione negativa dei soggetti non qualificati per quanto riguarda i derivati su tassi di interesse mentre per ciò che riguarda i derivati su tasso di cambio la perdita media supera i 25.000 euro.

Come prima accennato, la parte nettamente preponderante della clientela non istituzionale è costituita da imprese non finanziarie (oltre 40.000 soggetti), alle quali è riconducibile circa l'82 per cento delle posizioni in derivati rilevate in termini di valore nozionale. Il 92 per cento circa di tali posizioni ha ad oggetto derivati sui tassi di interesse (si veda la tavola).

Con riferimento specifico a questa tipologia di derivati, la dimensione media dei contratti stipulati dalle imprese è pari a circa 2,6 milioni di euro con una perdita media per contratto pari a 76.000 euro. Il valore di mercato complessivo di tali posizioni è negativo per 3,2 miliardi di euro e la percentuale di imprese con posizioni in perdita è pari a circa il 90 per cento.

XIV LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Imprese non finanziarie italiane con posizioni in strumenti derivati
(situazione al 30 giugno 2004; valori monetari in miliardi di euro)

	Totale imprese			Imprese con derivati con valore di mercato negativo		
	Numero	Valore nozionale complessivo dei derivati in essere	Valore di mercato complessivo dei derivati in essere	Numero	Valore nozionale complessivo dei derivati in essere	Valore di mercato complessivo dei derivati in essere
Derivati su tassi di interesse						
Imprese considerate operatori qualificati	34.279	106,6	-3,1	31.156	96,9	-3,2
Imprese considerate operatori non qualificati	7.901	4,4	-0,1	7.152	4,0	-0,1
<i>Totale</i>	<i>42.180</i>	<i>111,0</i>	<i>-3,2</i>	<i>38.308</i>	<i>100,9</i>	<i>-3,3</i>
Derivati su tassi di cambio						
Imprese considerate operatori qualificati	3.697	9,6	-0,5	2.724	7,1	-0,5
Imprese considerate operatori non qualificati	117	0,3	0,0	57	0,1	0,0
<i>Totale</i>	<i>3.814</i>	<i>9,9</i>	<i>-0,5</i>	<i>2.781</i>	<i>7,3</i>	<i>-0,5</i>

Fonte: Consob.

Per ciò che riguarda la distribuzione delle imprese per fasce dimensionali, si rileva come circa il 50 per cento delle imprese è di piccole dimensioni (circa 19.000 soggetti, con fatturato massimo variabile da 1,5 a 5 milioni di euro); tuttavia, in termini di valore nozionale, a tali imprese è riferibile poco più del 20 per cento delle posizioni in derivati. Le medie imprese (fatturato non superiore a 40/50 milioni di euro) e le grandi imprese (fatturato superiore a 50 milioni di euro) si ripartiscono pressoché equamente il restante 80 per cento del mercato. La minore incidenza dell'operatività riferibile alle piccole imprese, in termini di valore nozionale, dipende dalla ridotta dimensione media dei contratti da esse stipulati (circa un milione di euro), rispetto alla dimensione media dei contratti delle medie imprese (circa 3 milioni di euro) e dalle grandi imprese (circa 9 milioni di euro). Sulla base di stime campionarie, il mark to market negativo medio per le piccole imprese sarebbe di poco superiore ai 30.000 euro, mentre per le medie imprese sarebbe pari a circa 100.000 euro e per le grandi imprese a circa 260.000 euro. Anche il numero medio di contratti in essere risulta diverso: in media di poco superiore all'unità per le piccole imprese, a fronte di circa 2 operazioni per le medie e grandi imprese.

I dati dell'indagine condotta dalla Consob hanno messo in luce anche il coinvolgimento degli Enti pubblici nel mercato dei derivati OTC. Tali soggetti (circa 900) costituiscono circa il 2 per cento del numero totale di clienti non finanziari che hanno operato in derivati con i gruppi bancari italiani oggetto di indagine. L'operatività degli enti pubblici ha avuto ad oggetto esclusivamente derivati sui tassi di interesse e il controvalore nozionale delle posizioni detenute al 30 giugno 2004 risulta pari a circa 12 miliardi di euro. Rispetto al settore delle imprese, si osserva una dimensione media dei contratti molto più elevata (circa 12 milioni di euro, contro i 2,6 milioni di euro delle imprese) e una perdita media pure più consistente (circa 430.000 euro, contro i 76.000 euro circa delle imprese). Anche tra gli enti pubblici si rileva inoltre una percentuale molto elevata di soggetti con posizioni di perdita (circa il 78 per cento).

Il mercato dei covered warrants e certificates

Nel 2004, Borsa Italiana ha dato corso a una riorganizzazione del mercato telematico dei *covered warrants* che ospitava da tempo anche i *certificates*. L'intervento ha portato a una nuova segmentazione del mercato e, a partire dal 26 aprile, al cambio di denominazione in Mercato telematico dei *securitised derivatives*, SeDeX.

Il SeDeX è un mercato destinato ai piccoli investitori, che hanno la possibilità di aprire posizioni su attività altrimenti difficilmente accessibili (ad esempio gli indici stranieri, i tassi di cambio, i metalli e altre *commodities*) con il vantaggio di un investimento contenuto.

L'espressione securitised derivatives indica letteralmente strumenti derivati cartolarizzati, ossia incorporati in un titolo negoziabile emesso da un intermediario finanziario, e comprende covered warrants e certificates. Entrambi gli strumenti possono avere come sottostante azioni e titoli di stato con elevata liquidità, indici, tassi di interesse, valute e merci. I securitised derivatives possono essere emessi da società o enti con particolari requisiti (patrimoniali e di vigilanza), Stati e organismi internazionali; in pratica però risultano emessi soltanto da intermediari finanziari. Per evitare conflitti di interesse, l'emittente di un securitised derivative non può coincidere con l'emittente del titolo azionario o obbligazionario sottostante. Nel 2004, gli emittenti autorizzati a emettere titoli sul mercato SeDeX sono stati 16, mentre gli specialists abilitati a garantire la liquidità del mercato erano pari a 15. Spesso i ruoli di emittente e specialist sono risultati coincidenti.

La grande eterogeneità dei securitised derivatives ha indotto Borsa Italiana a ripartire gli strumenti quotati sul SeDeX in segmenti e categorie. La classificazione, puramente teorica perché non influisce sulle modalità di negoziazione, aiuta gli investitori a orientarsi nell'ampia gamma di strumenti offerta. La nuova ripartizione prevede quattro segmenti (due per i covered warrants e due per i certificates), definiti in base alle caratteristiche e alla finalità di ogni strumento. All'interno di ogni segmento, Borsa Italiana ha individuato diverse categorie di titoli (Riquadro 4).

Riquadro 4

Categorie e segmenti di quotazione dei securitised derivatives

I *covered warrants* conferiscono la facoltà di acquistare (call) o vendere (put) un determinato quantitativo dell'attività sottostante ad un prezzo determinato (*strike*) entro o alla data di scadenza (tipo americano/europeo). Nella versione più semplice (*plain vanilla*) sono quindi composti da un'opzione call o put. L'esercizio del diritto dà luogo alla liquidazione della differenza in denaro tra il prezzo corrente del sottostante e lo *strike* (viceversa per i put) e può avvenire prima della scadenza naturale (*covered warrant* di tipo americano) o automaticamente alla scadenza (*covered warrant* di tipo europeo). Per la presenza dell'effetto leva (che consente di moltiplicare i guadagni, ma anche le perdite, rispetto alla somma inizialmente investita), tali strumenti presentano un alto profilo di rischio, sebbene la perdita massima per gli investitori è comunque limitata al prezzo di acquisto dello strumento. Nella formazione del prezzo di un *covered warrant*, infine, assumono particolare rilevanza la stima della variabilità dei prezzi del sottostante (volatilità) e il tempo alla scadenza.

Nella classificazione di Borsa Italiana, i *covered warrants* quotati sul SeDeX sono ripartiti nei segmenti *plain vanilla* e strutturati/esotici. Al primo appartengono i *covered warrants* costituiti semplicemente da un'opzione call o put e sono di tipo americano o europeo. Al secondo appartengono strumenti eterogenei, che combinano generalmente opzioni call e/o put o contengono opzioni esotiche;

tale categoria raccoglie di fatto tutti i *covered warrants* diversi dai *plain vanilla*. Tuttavia a fine 2004 in tale segmento risultano quotati solo i cosiddetti *hedge warrants*, il cui sottostante è costituito da due azioni o indici mentre lo *strike* è dato dal rapporto tra i rispettivi prezzi; la strategia operativa consiste nello scommettere che un'azione avrà una *performance* migliore dell'altra; l'esercizio avviene automaticamente alla scadenza (tipo europeo).

I *certificates* si differenziano dai *covered warrants* perché replicano l'andamento del sottostante, linearmente o con effetto leva. Nella determinazione del prezzo, inoltre, non entrano in gioco alcune delle variabili che influenzano il prezzo dei *covered warrants* (ossia la volatilità e il tempo alla scadenza).

Il rischio di *performance* negativa di un *certificate* è limitato generalmente dalla presenza di *stop-loss* o barriere (come nei *leverage certificates*) o da varie forme di protezione del capitale (previste dagli *investment certificates*). Il meccanismo dello *stop-loss* o barriera si attiva solo in caso di andamento sfavorevole del sottostante: limita la perdita subita dall'investitore ma lo priva contemporaneamente della possibilità di beneficiare di un'inversione di tendenza del sottostante. In sintesi, al raggiungimento di un determinato livello di prezzo del sottostante, il *certificate* si estingue rendendo impossibili ulteriori perdite. L'esercizio dei *certificates* è sempre automatico alla scadenza (tipo europeo).

Borsa Italiana suddivide i *certificates* quotati sul SeDeX nei segmenti *leverage* e *investment*. Al segmento *leverage certificates* appartengono strumenti con un profilo di rischio elevato. I *leverage certificates*, infatti, non solo replicano ma amplificano l'andamento del sottostante attraverso l'effetto leva. Sono dunque strumenti molto speculativi, che presentano un rendimento potenziale superiore a quello dell'investimento diretto nel sottostante e, specularmente, espongono a perdite elevate, anche pari all'intero capitale investito; essi prevedono inoltre uno *stop-loss*. Fanno parte del segmento *leverage certificates* gli *stop loss bull* (noti al pubblico come *turbo* o *turbo bull*) e gli *stop loss bear* (meglio conosciuti come *short* o *turbo bear*).

I *turbo* permettono di trarre vantaggio dal rialzo dell'attività sottostante e gli *short* dal ribasso (questi ultimi, insieme ai *mini futures bear* o *minishort*, costituiscono un'eccezione nel panorama dei *securitised derivatives* italiani perché scommettono sull'andamento negativo del sottostante). Lo *stop-loss* è posto poco al di sopra del prezzo *strike* nel caso dei *turbo* e poco al di sotto del prezzo *strike* per gli *short*: se viene toccato, l'investitore riceve solo la differenza fra lo *strike* e il prezzo corrente del sottostante (il contrario per gli *short*).

Gli *stop loss bull* e *bear R* (dove R sta per *rolling*, comunemente denominati *mini futures bull* e *bear* o *minilong/minishort*) possono avere come sottostante *futures* (ad esempio quelli sui metalli, sul petrolio o sul cambio euro/dollaro); la dicitura *rolling* indica la sostituzione automatica dei *futures* scaduti con le scadenze successive, ma vi sono anche *mini futures* su azioni e indici. La caratteristica principale che li differenzia dagli *stop loss bull* e *bear* è la presenza di livelli di *strike* e *stop-loss* variabili in funzione dell'andamento del sottostante. I *mini future bull* o *minilong* scommettono sul rialzo del sottostante, i *minifuture bear* o *mini short* sul ribasso.

Al segmento *investment certificates* appartengono strumenti meno rischiosi dei *leverage certificates*, con un effetto leva nullo o moderato e con un orizzonte temporale lungo (fino a 6 anni, contro una durata massima di 5 prevista dal regolamento del mercato per i *covered warrants* e una durata da 1 a 4 anni per i *leverage certificates*). Si suddividono in due classi, rispettivamente A e B, con relative categorie e sottotipi.

La Classe A è composta da *certificate* che replicano l'andamento del sottostante, senza effetto leva, ossia i *benchmark* e i *quanto*. I *benchmark* seguono linearmente l'andamento del sottostante, permettono di investire in un paniere di titoli rappresentati da un indice di mercato o selezionati dall'emittente (da cui la loro denominazione), analogamente a quanto avviene con un fondo di investimento o un Exchange Traded Fund (Etf), ma con un investimento più contenuto. Sono presenti sul mercato in molteplici varianti, che avvicinano gli investitori privati ad attività non facilmente accessibili (oltre agli indici, i tassi di cambio e i *future*); hanno *strike* pari a zero e, se il sottostante è espresso in una valuta diversa dall'euro,

espongono anche al rischio di cambio. I *quanto*, analoghi per struttura ai *benchmark*, se ne differenziano per la neutralizzazione del rischio di cambio (attraverso la valorizzazione convenzionale del sottostante in euro).

La Classe B è composta da *certificates* che replicano l'andamento del sottostante, con un effetto leva limitato verso l'alto dalla presenza di *cap* o opzioni *put* e, nella maggior parte dei casi, illimitato (fino al totale del capitale investito) verso il basso. È un raggruppamento eterogeneo e comprende prodotti anche molto diversi fra loro. Ne fanno parte i *certificate discounts*, a capitale protetto e strutturati.

I *discount* permettono di acquistare il sottostante a sconto rispetto al prezzo di mercato; lo sconto è pagato dall'investitore attraverso la vendita fittizia all'emittente del *certificate* di un'opzione call o put con *strike* pari al *cap*. I *discount* sono strumenti con un profilo di rischio molto elevato: analogamente a quanto accade a chi vende un'opzione, in caso di rialzo del sottostante il profitto non può superare un limite massimo (*cap*), che corrisponde allo *strike*, mentre in caso di ribasso la posizione in vendita espone al rischio di perdita totale del capitale investito. I *discount* sono quindi particolarmente vantaggiosi in previsione di rialzi moderati del sottostante e si distinguono in *discount certificates* (l'investitore vende all'emittente un'opzione call) e *rex* (*reverse exchangeable warrants*; l'investitore vende all'emittente un'opzione put, analogamente alle obbligazioni *reverse convertible*).

I *certificates* a capitale protetto seguono linearmente l'andamento del sottostante. A differenza della categoria *discount*, garantiscono all'investitore una copertura parziale dalle perdite (protezione parziale del capitale) e assicurano profitti in caso di forti rialzi del sottostante. Appartengono a questa categoria i tipi *scudo* e *equity protection*, che hanno scadenza media di 12-24 mesi e, oltre alla restituzione di un importo minimo alla scadenza, indipendentemente dalle condizioni di mercato, consentono all'investitore di partecipare all'andamento positivo del sottostante in misura variabile fra il 25 e il 100 per cento.

I *certificates* strutturati sono composti da una combinazione di opzioni accessorie. Ne fanno parte gli strumenti *bonus*, che contengono un'opzione esotica *put down & out* con *strike* pari a una percentuale (superiore al 100 per cento) della quotazione iniziale del sottostante e prevedono una barriera. Assicurano un rendimento minimo a scadenza solo se la barriera non viene toccata; se invece l'evento si verifica, l'investitore rimane interamente soggetto all'andamento del sottostante, con il rischio di perdita totale del capitale investito (non offrono quindi alcuna protezione del capitale). Sono *certificates* strutturati anche i cosiddetti *double-up*, che combinano quattro opzioni call e si caratterizzano per la presenza di un doppio *strike*. Sono vantaggiosi in caso di *trend* moderati: permettono infatti di partecipare all'incremento del sottostante solo fino a un *cap* (*outperformance*) e non offrono protezione in caso di andamento negativo. Garantiscono comunque un rendimento superiore a quello offerto dal sottostante (fino al doppio) se alla scadenza il prezzo di questo è nell'intervallo compreso tra i due *strike*.

Nel corso dell'anno 2004 il mercato dei *securitised derivatives* ha registrato, rispetto all'anno precedente, una leggera flessione del numero degli strumenti emessi (-6 per cento circa), mentre si è verificato un aumento delle negoziazioni (+46 per cento; Tav. II.4). Gli scambi risultano concentrati in capo a pochi intermediari: su un totale di circa 16 miliardi di euro di controvalore, il 52 per cento è stato infatti scambiato da 3 intermediari, due dei quali detengono una quota di mercato pari a circa il 40 per cento.

I *covered warrants* rimangono gli strumenti più diffusi anche nel 2004, sebbene i *certificates* abbiano registrato una crescita consistente (pari, in termini numerici, a circa l'80 per cento).

XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Tav. II.4

Covered warrants e certificates quotati
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	In essere ¹	Nuove ²	Scadute ³	
1998	122	122	--	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11
2004	3.021	4.478	4.051	16

Fonte: Consob e Borsa Italiana spa. ¹ Dati a fine anno. ² Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. ³ Il dato include gli strumenti revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

In particolare, i covered warrant plain vanilla si confermano come gli strumenti più diffusi (76 per cento circa sul totale degli strumenti quotati a fine anno; Tav. II.5); seguono gli investment certificates (17 per cento circa), i leverage certificates (7 per cento) e i covered warrants esotici/strutturati, che rappresentano un segmento marginale.

Tav. II.5

Emissioni di covered warrants e certificates quotati in circolazione al 31 dicembre 2004

Segmento e categoria	Numero	Peso sul totale ¹
<i>Covered warrant</i>		
Plain vanilla	2.284	75,6
Esotici	15	0,5
<i>Certificates</i>		
Leverage	225	7,4
Investment	497	16,5
<i>Totale</i>	<i>3.021</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob e Borsa Italiana. ¹ Valori in percentuale.

La distribuzione dei covered warrants sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio dell'opzione (cosiddetta di *moneyness*), mostra che oltre il 40 per cento dei covered warrant plain vanilla su titoli e indici in circolazione al 28 febbraio 2005 era *deep out of the money* al momento del collocamento, nel senso che l'esercizio avrebbe comportato una perdita per l'investitore (in particolare, il 42 per cento circa delle call e 46 per cento circa delle put erano *deep out of the money* già al momento dell'emissione; Tav. II.6).

Tav. II.6

**Distribuzione dei covered warrants
sulla base del grado di "moneyness" al momento dell'emissione**

Grado di moneyness all'emissione ¹	Peso ²
<i>Call</i>	
> 8% (deep out of the money)	41,5
da 4% a 8% (out of the money)	14,6
da 0 a 4% (at the money)	16,2
da 0 a 4% (in the money)	12,9
< -4% (deep in the money)	14,7
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>
<i>Put</i>	
< -8% (deep out of the money)	45,5
da -4% a -8% (out of the money)	17,7
da 0 a -4% (at the money)	17,5
da 0 a 4% (in the money)	9,2
> 4% (deep in the money)	10,0
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazione Consob su dati Borsa Italiana. Dati relativi ai covered warrant *plain vanilla* su titoli e indici in circolazione al 28 febbraio 2005. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione del covered warrant. ² Dati in percentuale sul numero di emissioni di covered warrants della categoria indicata.

Il mercato obbligazionario

Nel corso del 2004 gli scambi di titoli obbligazionari sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa (Mot e Euromot) hanno registrato una crescita pari a poco più del 3 per cento, passando da 146 a 151 miliardi di euro, confermando l'andamento altalenante degli ultimi anni (Tav. aII.2). In particolare, tale crescita è ascrivibile soprattutto agli scambi sul Mot, essendo rimasti invariati gli scambi sull'Euromot. Prosegue, per il terzo anno consecutivo, il calo del controvalore negoziato sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di stato (Mts), gestito da Mts spa (-10 per cento).

Nel corso del 2004, le società di capitale italiane e le società estere controllate da gruppi italiani hanno emesso obbligazioni (emissioni lorde) per poco più di 66 miliardi di euro, contro i circa 37 del 2003 (Tav. II.7). Nel 2004 sono scadute obbligazioni per un ammontare di 47 miliardi di euro, portando le emissioni nette (differenza fra emissioni lorde e scadute) a circa 19 miliardi di euro (a fronte di circa 8 miliardi nel 2003).

La dinamica complessivamente positiva del mercato obbligazionario per le società italiane nasconde andamenti molto differenti fra le diverse categorie di emittenti.

XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Tav. II.7

Emissioni obbligazionarie¹
(valori in miliardi di euro)

	2003			2004		
	Obbligazioni emesse (A)	Obbligazioni scadute ² (B)	Emissioni nette (A-B)	Obbligazioni emesse (A)	Obbligazioni scadute ² (B)	Emissioni nette (A-B)
Banche	19,4	21,8	-2,4	38,9	22,3	16,6
Corporate	17,1	6,5	10,6	27,3	24,7	2,5
<i>Totale</i>	<i>36,5</i>	<i>28,2</i>	<i>8,2</i>	<i>66,2</i>	<i>47,0</i>	<i>19,2</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Bondware. ¹ Emissioni obbligazionarie sull'euromercato di società di capitale italiane o di società estere controllate da gruppi italiani. ² Include le obbligazioni *default*.

Per ciò che riguarda le emissioni *corporate*, si segnala un forte calo delle emissioni nette, passate da 10,6 miliardi di euro nel 2003 ai 2,5 miliardi nel 2004. Nel 2004, infatti, sebbene le emissioni lorde siano state pari a 27,3 miliardi di euro (valore di gran lunga superiore ai 17,1 miliardi dell'anno precedente), sono scadute obbligazioni per 24,7 miliardi di euro (contro i 6,5 miliardi del 2003).

Nel 2004, i principali emittenti sul mercato obbligazionario internazionale sono stati quasi esclusivamente i grandi gruppi quotati con rating al di sopra della soglia dell'investment grade (Telecom, Eni, Enel e Autostrade) e la società Infrastrutture Spa (controllata al 100 per cento dalla Cassa Depositi e Prestiti Spa e con rating Standard & Poor's pari ad AA-), che insieme rappresentano il 97 per cento circa delle emissioni lorde complessive.

A differenza di quanto rilevato per i grandi gruppi italiani, il mercato dei *corporate bond* non ha mostrato, nel corso del 2004, una buona accoglienza nei confronti degli emittenti medio-piccoli e privi di rating, i quali non hanno effettuato alcuna emissione.

La situazione appare particolarmente grave in presenza, a livello europeo, di una domanda di *corporate bond* elevata. Ciò è segnalato dal fatto che il differenziale fra il rendimento dei *corporate bond* di società (non finanziarie) europee e quello dei titoli di Stato in euro è costantemente diminuito a partire dal 2003 e rimane su livelli storicamente molto bassi. Per gli emittenti con rating pari a BBB tale *spread* era pari a circa l'1,6 per cento all'inizio del 2003; a fine 2004 risultava pari allo 0,5 per cento circa; analogamente, nello stesso periodo, per le imprese con rating AA tale *spread* è passato dallo 0,5 allo 0,2 per cento circa (Fig. II.2).

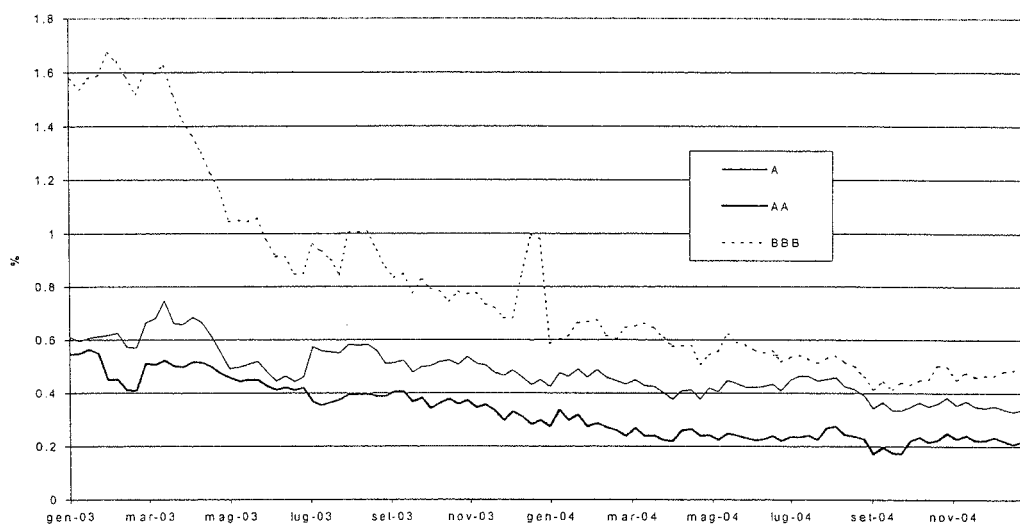
Alcune imprese italiane medio-piccole hanno sperimentato difficoltà nel rifinanziare obbligazioni in scadenza con nuove emissioni.

Tali difficoltà hanno in parte contribuito a determinare il default di alcune imprese con obbligazioni in scadenza nel 2004 e nel 2005 (Cerruti Finance del gruppo Fin.part, Finmatica, La Veggia, Finmek e Tecnodiffusione). In due casi (Italtractor e Fantuzzi), invece, le società sono riuscite a rinegoziare il debito e ad allungare la scadenza attraverso specifici accordi con le banche e con i portatori di obbligazioni. In altri casi, invece, il rifinanziamento dei bond in scadenza è avvenuto grazie al supporto delle banche o attraverso la vendita di altre attività.

Anche in Europa, nonostante il livello storicamente molto basso dei tassi di interesse e degli *spread*, le emissioni nette di imprese non finanziarie si sono ridotte, nel 2004, di circa il 30 per cento rispetto al 2003.

Fig. II.2

Differenziale fra il rendimento dei corporate bond in euro di società non finanziarie e il rendimento dei titoli di stato in euro
(dati medi settimanali per il periodo 1/1/2003-31/12/2004)



Fonte: Elaborazioni su indici Merrill Lynch. Il rendimento dei titoli di Stato è riferito ai titoli in euro tedeschi.

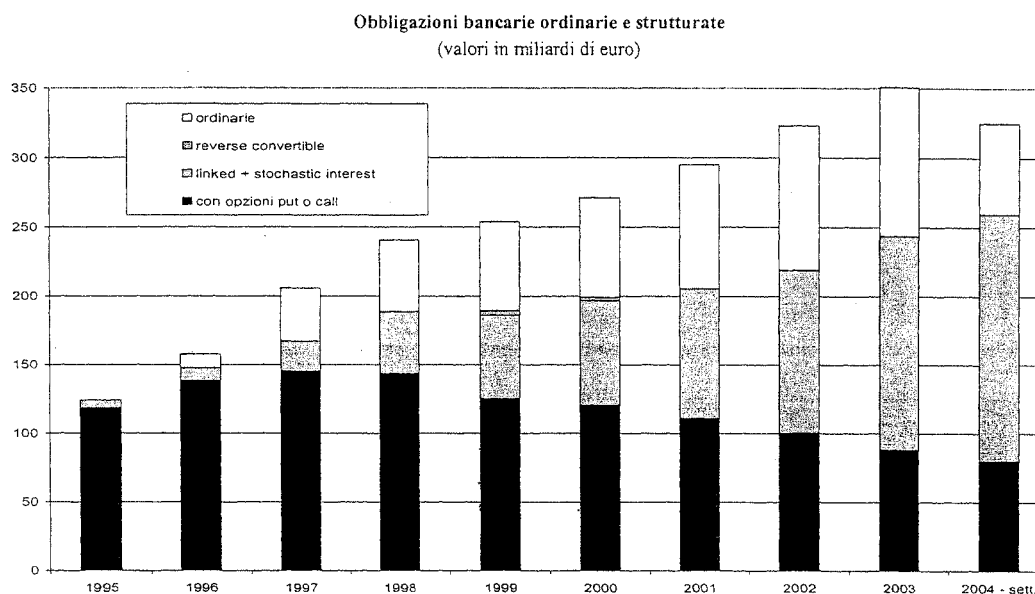
Tale fenomeno sembra da ascrivere all'atteggiamento molto prudente delle imprese, alla luce di un quadro congiunturale caratterizzato ancora da incerti segnali di svolta nel ciclo economico e dalla persistente debolezza del dollaro che penalizza le esportazioni delle imprese europee. Ciò ha dato luogo anche ad un forte rallentamento dell'attività di fusioni e acquisizioni, attività che in passato è stata un'importante determinante della raccolta sul mercato obbligazionario.

Nel corso del 2004 si è registrato un forte aumento delle emissioni nette di banche italiane sull'euromercato, passate da un saldo negativo di 2,4 miliardi di euro nel 2003 ad un saldo positivo di 16,6 miliardi di euro nel 2004. Si può stimare che tali emissioni pesino sulla raccolta obbligazionaria netta complessiva delle banche italiane (comprendente le emissioni domestiche) per il 40 per cento circa. Il 65 per cento circa della raccolta netta sull'euromercato è da ascrivere ai primi 5 gruppi bancari.

A settembre 2004 le consistenze di obbligazioni bancarie risultavano pari a 325 miliardi di euro, in leggera flessione rispetto ai 337 miliardi di euro rilevati a fine settembre 2003 (-3,6 per cento). Tale andamento interrompe la crescita registrata negli anni precedenti, che aveva portato lo stock di obbligazioni bancarie, a fine 2003 a un livello quasi triplicato rispetto a quello osservato a fine 1995 (rispettivamente, da 124,2 miliardi a 351 miliardi di euro).

Lo stock di obbligazioni bancarie strutturate ha invece confermato il trend degli anni precedenti, risultando a fine settembre 2004 pari a 259 miliardi di euro, a fronte dei 244 miliardi di euro registrati a settembre 2003 (+6 per cento circa). Dal 1995, il controvalore complessivo di titoli in circolazione è cresciuto complessivamente di oltre 135 miliardi di euro. Risulta altresì in crescita il peso delle obbligazioni strutturate sulle obbligazioni bancarie totali, passato dal 72 per cento del settembre 2003 all'80 per cento del settembre 2004 (Fig II.3).

Fig. II.3



Fonte: Elaborazioni su dati Kler's.

Analogamente alla tendenza emersa negli anni precedenti, nel corso del 2004 è aumentato il peso degli strumenti a struttura complessa, connotata da una maggiore difficoltà di rappresentazione trasparente dell'effettivo profilo di rischio-rendimento.

In particolare, a fine settembre 2004, le consistenze degli strumenti callable/puttable si attestavano a 80 miliardi di euro con un peso pari al 25 per cento del totale delle obbligazioni. Tale dato è linea con il peso rilevato a fine 2003 e in sensibile calo rispetto al dato del 1995 (96 per cento). Rispetto alle obbligazioni strutturate, il peso delle callable/puttable rimane tuttavia considerevole (31 per cento circa).

Le strutture maggiormente complesse rappresentate dalle obbligazioni linked e stochastic interest (sia pure che miste) rappresentavano, al 30 settembre 2004, il 55 per cento delle obbligazioni bancarie, a fronte del 44 per cento del 2003 e del 4 per cento del 1995. Nell'ambito di questa categoria di strumenti, il peso maggiore è ascrivibile alle obbligazioni linked pure, che ammontavano, a fine settembre 2004, a circa 93 miliardi di euro (a fronte dei circa 80 del 2003), corrispondente a un peso del 36 per cento circa sul totale delle obbligazioni strutturate (contro il 33 per cento del 2003 e l'uno per cento circa del 1995). Le obbligazioni stochastic interest pure, a settembre 2004, ammontavano invece a 47 miliardi di euro (poco più di 41 a fine 2003), con un peso sul totale delle obbligazioni strutturate pari a poco più del 18 per cento, in lieve crescita rispetto al 2003 (+17 per cento circa) ma nettamente superiore al dato registrato per il 1995 (uno per cento circa).

Si conferma marginale il contributo delle reverse convertible, che a settembre 2003 avevano raggiunto i 336 milioni di euro con un peso pari a 0,1 per cento sul totale delle obbligazioni bancarie. Il peso di questo strumento sul totale delle obbligazioni bancarie strutturate invece non ha mai superato il 2 per cento.

Per quanto riguarda il mercato secondario, gli intermediari emittenti ricorrono alla quotazione per le obbligazioni strutturate caratterizzate da elevato controvalore, verosimilmente per "ammortizzare" i costi della quotazione; ciò trova conferma nel fatto che l'ammontare medio delle emissioni quotate è largamente più elevato di quello delle emissioni non quotate (rispettivamente, 194 e 29 milioni di euro).