

Note di stabilità finanziaria e vigilanza

N. 39

Giugno 2024

1. Introduzione	1
2. Un po' di storia.....	2
3. Le informazioni sugli strumenti finanziari raccolte dalla Banca d'Italia	5
4. I titoli in circolazione in Italia.....	6
4.1 Le scadenze degli strumenti emessi.....	8
5. Un'analisi delle Segnalazioni 129.....	9
5.1 Caratteristiche degli strumenti.	9
5.2 I titoli esteri e l'attività di collocamento	11
5.3 Il costo della raccolta	12
6. Gli strumenti finanziari emessi dalle banche	14
7. Conclusioni.....	15
Appendice	16
A.1 - I dati utilizzati	16
A.2 - Rassegna della letteratura sui titoli di debito in Italia ...	18
Bibliografia.....	21

*I contributi pubblicati nella serie
"Note di stabilità finanziaria
e vigilanza" riflettono le opinioni
degli autori e non impegnano
la responsabilità della
Banca d'Italia*

Un'analisi dei titoli di debito emessi e collocati in Italia

*Michele Leonardo Bianchi – Paolo Massaro**

Sintesi

Il lavoro presenta un quadro di sintesi del complesso delle informazioni raccolte dalla Banca d'Italia sull'emissione e l'offerta in Italia di titoli di debito, tra cui quelle raccolte ai sensi dell'art. 129 del Testo unico bancario (TUB). L'analisi è condotta con riferimento agli strumenti finanziari in circolazione nel periodo tra dicembre 2008 e dicembre 2022. Il lavoro mostra come, rispetto ai massimi raggiunti nel 2012, l'ammontare di titoli di debito in circolazione in Italia sia diminuito di circa un terzo, nonostante le emissioni delle imprese non finanziarie siano raddoppiate. Il fenomeno è riconducibile al minore ricorso alle emissioni obbligazionarie da parte del settore bancario, a fronte dell'aumento dei depositi e del rifinanziamento presso l'Eurosistema. Il mercato delle obbligazioni bancarie strutturate, in particolare, si è drasticamente ridotto e non è stato compensato dall'aumento delle emissioni di *certificates* negli ultimi anni. Dall'analisi delle Segnalazioni 129, inoltre, emerge che l'attività di collocamento delle emissioni di soggetti non residenti è svolta prevalentemente da grandi gruppi bancari attivi a livello internazionale. Avere una visione d'insieme del mercato dei titoli di debito in circolazione in Italia aiuta a comprendere le scelte di finanziamento degli intermediari finanziari e delle imprese, consente di analizzare possibili rischi per la stabilità finanziaria e permette di valutare l'impatto di misure regolamentari, sia ex ante sia ex post.

* Michele Leonardo Bianchi, Paolo Massaro, Dipartimento Economia e Statistica. Un ringraziamento particolare ad Edoardo Marchi per il contributo ad una precedente versione del lavoro. Le opinioni espresse sono degli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità della Banca d'Italia.

1. Introduzione

Il presente lavoro fornisce una panoramica delle informazioni raccolte dalla Banca d'Italia sull'emissione e sull'offerta di titoli di debito in Italia. In particolare, vengono mostrate per la prima volta numerose statistiche ottenute sfruttando le segnalazioni raccolte a partire dal 2016 ai sensi dell'art. 129 del Testo unico bancario (TUB)¹, finora utilizzate prevalentemente per finalità istituzionali (di seguito *Segnalazioni 129*). Tra queste ultime rientrano le analisi e le valutazioni periodiche per la *product intervention*².

Il perimetro degli strumenti finanziari considerati esclude i titoli di capitale, le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), i derivati, tutti gli strumenti finanziari non provvisti di codice ISIN³ e, tra i titoli di debito, i titoli di Stato, quelli garantiti dallo Stato e quelli emessi da organismi internazionali. Sono invece inclusi i *certificates*, le *exchange traded commodities* (ETC), le *exchange traded notes* (ETN) e i *covered warrant*⁴.

Dopo un riepilogo sull'evoluzione delle Segnalazioni 129 (paragrafo 2), si descrivono i dati utilizzati (paragrafo 3). Le informazioni disponibili sono quindi elaborate al fine di esaminare le caratteristiche degli emittenti e degli strumenti finanziari emessi (paragrafo 4). Viene quindi analizzato il volume dei titoli emessi dai soggetti residenti in Italia e in circolazione nel periodo compreso tra dicembre 2008 e dicembre 2022 (paragrafo 5). Successivamente, si descrivono le caratteristiche degli strumenti finanziari emessi, offerti o collocati in Italia da ottobre 2016, data di avvio delle Segnalazioni 129, a dicembre 2022, al fine di comprendere le politiche di emissione più recenti. Il paragrafo 6 analizza i titoli emessi dalle sole banche residenti.

2. Un po' di storia

Fino al 2007, anno di entrata in vigore della legge sulla tutela del risparmio⁵, l'art. 129 del TUB prevedeva a carico dei soggetti che intendevano emettere o offrire valori mobiliari in Italia obblighi informativi preventivi nei confronti della Banca d'Italia. Quest'ultima a sua volta poteva differire o vietare le operazioni che avrebbero potuto compromettere la stabilità e l'efficienza del mercato dei valori mobiliari. L'esercizio di tale potere era finalizzato a evitare emissioni e offerte di titoli che, per le quantità rilevanti concentrate in un determinato periodo ovvero per le particolari caratteristiche e condizioni finanziarie, avrebbero potuto ostacolare il buon funzionamento del mercato (Clarich e Camilli, 2009).

¹ D.Lgs. 385 del 1993 e successive modifiche.

² Il potere di intervento sui prodotti (*product intervention*), attribuito alle autorità di vigilanza nazionali e in alcuni casi all'ESMA e all'EBA, permette di vietare o limitare (1) la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di strumenti finanziari e depositi strutturati, e (2) determinate attività e pratiche finanziarie collegate.

³ *International Security Identification Number*, definito secondo lo standard ISO 6166.

⁴ Si vedano anche le "Disposizioni in materia di segnalazioni a carattere consuntivo relative all'emissione e all'offerta di strumenti finanziari", sezione 2.2, per informazioni dettagliate su ulteriori esclusioni.

⁵ Legge 262 del 2005 e D.Lgs. 303 del 2006.

I controlli esercitati dalla Banca d'Italia sul mercato primario dei valori mobiliari riguardavano principalmente la rispondenza delle caratteristiche degli strumenti finanziari a criteri quali la semplicità e la trasparenza delle condizioni finanziarie delle operazioni, la legittimità dell'operazione e l'oggettività delle strutture di indicizzazione dei rendimenti. La presenza *de facto*, ancorché non *de jure*, di un potere di controllo sulle caratteristiche del titolo discendeva dalla considerazione che l'attività di controllo dell'Autorità di Vigilanza era necessaria per garantire la stabilità e l'efficienza del mercato nonché la formazione e lo sviluppo di un mercato "spesso" di titoli di debito privati. I controlli erano volti a impedire fenomeni di turbativa, a favorire il corretto operare dei meccanismi concorrenziali e ad assicurare la trasparenza nella formazione dei prezzi e la tutela dell'investitore. In sintesi, le principali finalità dei controlli di vigilanza erano: (1) assicurare la stabilità e l'efficienza del mercato dei valori mobiliari; (2) verificare la semplicità e la trasparenza delle condizioni finanziarie delle operazioni; (3) accertare l'oggettività delle formule di indicizzazione, che dovevano essere basate su parametri rilevati presso mercati "ampi" e trasparenti.

Tali disposizioni costituivano un *unicum* nel panorama legislativo europeo, molto meno invasivo rispetto ai controlli esercitati, e l'Italia era stata invitata ad allinearsi alle prassi vigenti nelle altre giurisdizioni. Va ricordato che la valutazione del merito di credito dell'emittente e la convenienza economica per il sottoscrittore non erano tra le finalità dell'art. 129 del TUB. Inoltre, nel corso del tempo e alla luce della crescente integrazione dei mercati finanziari, si era progressivamente ridotta l'importanza dei controlli sugli aspetti quantitativi delle operazioni.

La legge sulla tutela del risparmio ha innovato profondamente la disciplina riguardante l'emissione e l'offerta in Italia di strumenti finanziari⁶. Essa ha sancito, tra l'altro, una ripartizione per finalità delle competenze delle Autorità di Vigilanza: sono stati attribuiti alla Banca d'Italia la cura della stabilità del sistema e i controlli sulla sana e prudente gestione degli intermediari e alla Commissione nazionale per le società e la Borsa (Consob) i controlli sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti a tutela degli investitori. Di conseguenza, sono stati espressamente esclusi dall'applicazione della disciplina di trasparenza prevista dal TUB e dai relativi controlli della Banca d'Italia la sottoscrizione e il collocamento di prodotti finanziari, anche se emessi da banche, nonché le operazioni e i servizi, anche bancari, che siano "componenti" di prodotti finanziari. Tali fattispecie sono ora soggette alla disciplina di trasparenza del Testo unico della finanza (TUF)⁷ e ai relativi controlli della Consob.

Il sistema di controllo sulle emissioni di valori mobiliari, di cui all'art. 129 del TUB, è stato quindi profondamente rivisto in un'ottica di semplificazione, liberalizzazione e maggiore coerenza con le finalità dell'azione di vigilanza, eliminando ogni ipotesi autorizzativa ma preservando le esigenze di tipo informativo della Banca d'Italia con l'attribuzione a essa della facoltà di richiedere informazioni a carattere consuntivo.

⁶ Si veda l'art. 1, comma 7, del D.Lgs. 303 del 2006.

⁷ D.Lgs. 58 del 1998 e successive modifiche.

Nel vigente quadro regolamentare, la Banca d'Italia può infatti richiedere, a chi emette o offre strumenti finanziari, segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti emessi o offerti in Italia, o all'estero da soggetti italiani, a prescindere dalla circostanza che siano soggetti a obbligo di prospetto informativo. La Banca d'Italia svolge un monitoraggio a fini conoscitivi e di natura aggregata dell'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari, senza alcuna funzione né di vaglio preventivo né di tipo interdittivo sui collocamenti di strumenti finanziari sul mercato primario. Ne è disceso che dal 2007 gli emittenti di strumenti finanziari in Italia non sono più tenuti a inoltrare alla Banca d'Italia le comunicazioni preventive di cui alla previgente versione dell'art. 129 del TUB. Per un periodo transitorio, fino al 2011, in attesa dell'emanazione delle disposizioni attuative, sono rimaste in vigore le previsioni della Sezione IV delle Istruzioni di Vigilanza per le banche in materia di "segnalazioni consuntive" alla Banca d'Italia (cosiddetto mod. 83 Vig). Questo sistema di raccolta non assicurava l'efficace perseguimento delle finalità di monitoraggio dell'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari di cui all'art. 129 del TUB ed è stato sospeso⁸ da agosto 2011 per poi essere definitivamente abrogato ad agosto 2015 con l'emanazione delle disposizioni attuative.

L'emanazione delle disposizioni attuative relative all'art. 129 del TUB si è articolata in più fasi nel periodo dal 2007 al 2015. Una prima consultazione pubblica, avviata nel 2008 su una prima ipotesi di revisione dello schema segnaletico, ha fatto emergere la necessità di condurre ulteriori approfondimenti finalizzati a realizzare il miglior perseguimento delle esigenze conoscitive, contenendo altresì gli oneri a carico dei soggetti segnalanti mediante un razionale utilizzo delle basi informative esistenti.

Difatti, proprio a partire dal 2008, la Banca d'Italia ha assunto il ruolo di Agenzia Nazionale di Codifica⁹ degli strumenti finanziari, che consiste nell'attribuzione dei codici ISIN e CFI¹⁰ alle nuove emissioni di strumenti finanziari, e nella gestione dell'Anagrafe Titoli (AT)¹¹.

La seconda consultazione, condotta nel 2013 e incentrata sull'utilizzo dell'AT, ha introdotto ulteriori obblighi informativi integrati nella predetta Anagrafe, in modo da unificare i diversi canali di richiesta di informazioni. Le disposizioni attuative dell'art. 129 del TUB sono state quindi definite tenendo presente che la Banca d'Italia già acquisiva informazioni sugli strumenti finanziari nell'ambito dello svolgimento del servizio di codifica ISIN e della gestione dell'AT¹². È opportuno precisare che i poteri attribuiti alla Banca d'Italia dall'art. 129 non sono propriamente uno strumento di vigilanza, ma possono aiutare a comprendere alcuni fenomeni osservati nel settore

⁸ Si veda la comunicazione del 17 agosto 2011 pubblicata nel Bollettino di Vigilanza di agosto "Comunicazioni consuntive ai sensi dell'articolo 129 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385".

⁹ Il ruolo veniva svolto in precedenza dall'Ufficio Italiano dei Cambi (UIC).

¹⁰ *Classification of Financial Instrument*, definito secondo lo standard ISO 10962.

¹¹ L'AT è un registro contenente informazioni sugli strumenti finanziari emessi o detenuti da soggetti residenti in Italia. Anche la gestione dell'AT rientrava tra i compiti dell'UIC.

¹² Si vedano i provvedimenti della Banca d'Italia del 25 agosto 2015, del 10 agosto 2016 e del 2 novembre 2020 relativi alle "Disposizioni in materia di segnalazioni a carattere consuntivo relative all'emissione e all'offerta di strumenti finanziari".

bancario e finanziario. Inoltre, mentre l'art. 129 è nel TUB (titolo VII - altri controlli), il servizio di codifica ISIN è indipendente rispetto all'attività di vigilanza. Dal 1° ottobre 2016 hanno preso avvio le nuove Segnalazioni 129¹³.

A seguito della direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR¹⁴, nel 2017 è stato riconosciuto alla Banca d'Italia il potere di intervento (*product intervention*)¹⁵ volto a vietare o limitare la distribuzione di specifici prodotti finanziari ritenuti rischiosi per la stabilità del sistema finanziario¹⁶. Oltre alla possibilità di pubblicare avvertimenti e fornire informazioni al pubblico (si veda, ad esempio, Banca d'Italia, 2022b), a partire dal 2018, sempre che sussistano le condizioni previste dal regolamento MiFIR, la Banca d'Italia può adottare divieti o limitazioni riguardanti strumenti finanziari e depositi strutturati per tutelare la stabilità del sistema finanziario nazionale o di parte di esso (Banca d'Italia, 2022a). Al fine dell'eventuale esercizio del potere di intervento, la Banca d'Italia sfrutta alcune delle informazioni di seguito descritte per individuare gli strumenti che potrebbero rappresentare un rischio per la stabilità finanziaria.

3. Le informazioni sugli strumenti finanziari raccolte dalla Banca d'Italia

In questo lavoro viene analizzato il contributo fornito alle suddette analisi dai dati raccolti dalla Banca d'Italia (1) nell'AT, (2) con le Segnalazioni 129 avviate il 1° ottobre 2016 e (3) con le segnalazioni raccolte dall'Istituto per finalità statistiche e di vigilanza. Informazioni di maggior dettaglio sui dati utilizzati sono contenute nell'Appendice A.1.

L'AT contiene informazioni relative a tutti gli strumenti finanziari cui la Banca d'Italia assegna il codice ISIN in qualità di Agenzia Nazionale di Codifica¹⁷. Le informazioni anagrafiche vengono fornite dal soggetto richiedente, tramite applicativo web, al momento dell'assegnazione dell'ISIN. Infine, è utile ricordare che la presenza del codice ISIN rende possibile analizzare congiuntamente non solo le varie fonti disponibili in Banca d'Italia, ma anche fonti esterne al nostro istituto, come ad esempio i *provider* di dati finanziari.

L'AT è costituita per finalità di supporto ai processi di raccolta, controllo e utilizzo delle segnalazioni statistiche e di vigilanza. Oltre alle informazioni sugli strumenti finanziari codificati con ISIN italiano (prefisso IT), l'AT contiene anche informazioni anagrafiche su tutti gli strumenti finanziari con ISIN estero (prefisso diverso da IT), di interesse per la Banca d'Italia per lo svolgimento delle sue funzioni istituzionali. Le disposizioni relative alle Segnalazioni 129 si applicano anche ai soggetti non residenti che emettono, offrono o collocano in Italia strumenti finanziari, anche di diritto estero.

¹³ Per maggiori dettagli si rimanda alla [pagina web dell'AT](#) e alle "Disposizioni in materia di segnalazioni a carattere consuntivo relative all'emissione e all'offerta di strumenti finanziari".

¹⁴ Si veda il decreto legislativo n. 129 del 3 agosto 2017, con cui è stata data attuazione in Italia alla direttiva 2014/65/UE, *Market in Financial Instruments Directive* (MiFID II) ed è stata adeguata la normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento UE 600/2014, *Markets in Financial Instruments Regulation* (MiFIR).

¹⁵ <https://www.bancaditalia.it/compiti/stabilita-finanziaria/potere-intervento/>.

¹⁶ Si veda anche Carotenuto (2017).

¹⁷ Si tratta prevalentemente di strumenti emessi da soggetti residenti in Italia o emessi all'estero ed accentrati in Italia.

Di conseguenza, a partire da ottobre 2016 vengono raccolte informazioni più dettagliate anche su questa tipologia di titoli.

4. I titoli in circolazione in Italia

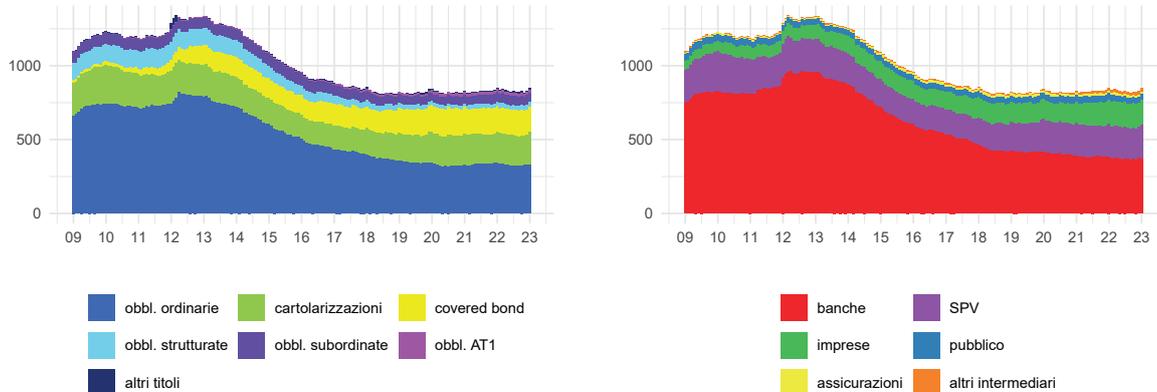
In questo paragrafo si descrivono in dettaglio le caratteristiche degli strumenti finanziari in circolazione nel periodo da dicembre 2008 a dicembre 2022. L'analisi è circoscritta ai soli titoli di debito emessi da residenti italiani, con l'eccezione dei titoli di Stato e dei *certificates*.

A dicembre 2022, le obbligazioni ordinarie¹⁸, le cartolarizzazioni e i *covered bond* rappresentavano la quasi totalità dei titoli in circolazione, rispettivamente il 39, il 27 e il 20 per cento; il restante 15 per cento era costituito prevalentemente da titoli complessi come le obbligazioni subordinate, strutturate e subordinate AT1 (rispettivamente, il 7, il 4 e il 2 per cento).

Nello stesso periodo, in media poco meno dei due terzi dei titoli erano stati emessi da banche residenti, circa il 20 per cento da società veicolo e la rimanente parte da imprese, da intermediari non bancari (tra cui anche la Cassa Depositi e Prestiti) e dalla pubblica amministrazione (regioni, province e comuni).

Figura 1: Strumenti finanziari in circolazione emessi da soggetti residenti: tipologia strumento e settore emittente

(titoli in circolazione al netto dei rimborsi; valore nominale; miliardi di euro; dati mensili)



Fonte: Elaborazioni su dati AT. Le obbligazioni con rimborso anticipato sono incluse nella classe delle obbligazioni ordinarie.

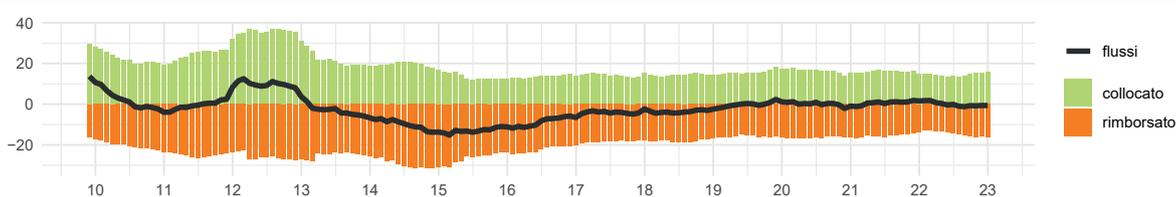
Dai massimi di fine del 2012 a fine 2022 l'ammontare dei titoli in circolazione al netto dei rimborsi è drasticamente diminuito (da 1333 a 847 miliardi). Alla riduzione complessiva di 486 miliardi di euro registrata nel periodo ha contribuito per più di

¹⁸ Le obbligazioni con rimborso anticipato sono incluse nella classe delle obbligazioni ordinarie. Ai fini del presente lavoro, le obbligazioni con rimborso anticipato hanno una clausola opzionale in base alla quale l'emittente e/o il sottoscrittore possono recedere anticipatamente dall'obbligazione sottoscritta rispetto alla data di scadenza contrattualmente prevista. Sono compresi i casi in cui il rimborso sia previsto automaticamente al verificarsi di un determinato evento come il raggiungimento di un valore per un dato parametro ma non i casi in cui il rimborso sia previsto esclusivamente in caso di eventi straordinari come modifiche fiscali e insolvenza dell'emittente.

460 miliardi la riduzione delle obbligazioni ordinarie e per circa 80 miliardi quella delle obbligazioni strutturate, solo parzialmente compensata dall'aumento degli altri titoli di debito, tra cui i *covered bond* (da 129 a 167) e le cartolarizzazioni (da 221 a 227).

Come evidenziato nelle valutazioni periodiche sui rischi per la stabilità finanziaria (Banca d'Italia, 2022b), le cartolarizzazioni in circolazione, che includono anche le autocartolarizzazioni, sono aumentate fino al 2020 in seguito alla cessione di crediti deteriorati da parte delle banche e all'utilizzo di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema; tuttavia al momento esse si collocano su livelli inferiori ai massimi raggiunti in passato. In Fig. 2 vengono inoltre mostrati i volumi mensili relativi al totale dei titoli collocati e rimborsati, nonché il flusso netto generato dalla differenza tra i due.

Figura 2: Strumenti finanziari in circolazione emessi da soggetti residenti: flussi
(titoli collocati e rimborsati; valore nominale; miliardi di euro; medie mobili a 12 mesi)



Fonte: Elaborazioni su dati AT.

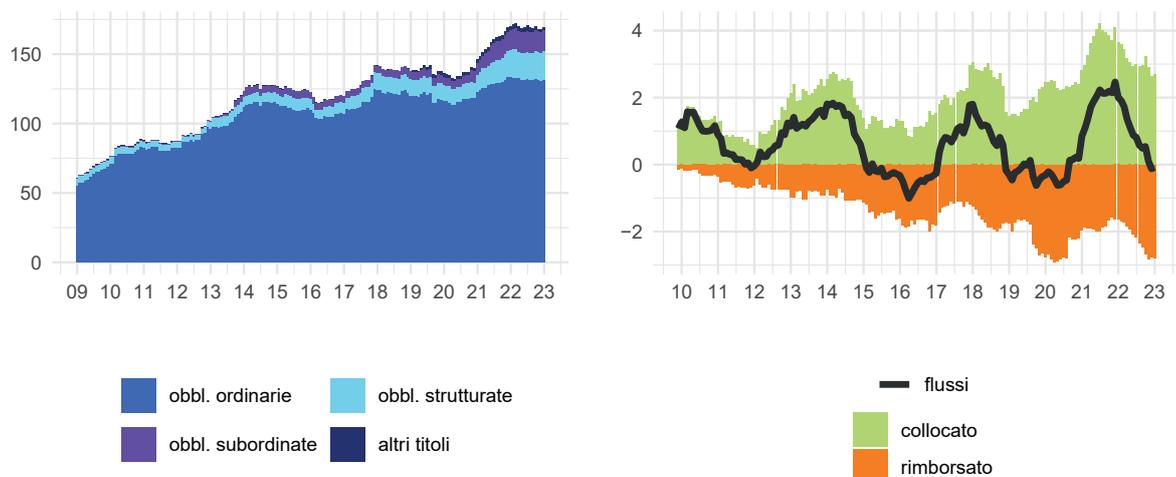
In relazione invece alla tipologia di emittenti, si è registrata una riduzione dello stock di obbligazioni bancarie, solo parzialmente compensata dalla crescita delle obbligazioni emesse dalle imprese e dagli altri intermediari.

Nel periodo analizzato l'importo emesso è stato in media di circa 8 milioni per le emissioni di importo inferiore a 100 milioni di euro, e di quasi 500 milioni per le emissioni di importo superiore a 100 milioni di euro. I titoli sono stati suddivisi in base a un criterio dimensionale considerando che, per i titoli collocati presso la clientela *retail*, solo quando la dimensione del prestito supera i 100 milioni di euro sembrano esserci i presupposti per la formazione di un mercato secondario attivo (Grasso *et al.*, 2010).

In controtendenza rispetto agli altri settori, tra la fine del 2008 e quella del 2022 le imprese residenti hanno aumentato considerevolmente il ricorso al mercato obbligazionario, da 61 a 168 miliardi di euro di titoli in circolazione (Fig. 3, a sinistra), sebbene in modo discontinuo in quanto in alcuni anni si sono registrati saldi di emissioni nette negativi (Fig. 3, a destra). Le obbligazioni ordinarie sono aumentate da 56 a quasi 131 miliardi di euro, ed inoltre le imprese hanno diversificato la tipologia di passività, emettendo sia obbligazioni strutturate che subordinate. All'origine di questi andamenti vi sono soprattutto il progressivo miglioramento delle condizioni di finanziamento e l'utilizzo delle obbligazioni in alternativa al credito bancario (Meucci e Parlapiano, 2021). La dimensione media delle emissioni è in linea con i valori relativi al totale dei titoli emessi.

Figura 3: Strumenti finanziari in circolazione emessi da imprese residenti: tipologia, stock e flussi

(titoli in circolazione al netto dei rimborsi; titoli collocati e rimborsati; valore nominale; miliardi di euro; dati mensili e medie mobili a 12 mesi)



Fonte: Elaborazioni su dati AT. Nel grafico a destra sono state considerate le medie mobili a 12 mesi.

4.1 Le scadenze degli strumenti emessi

In relazione alla distribuzione per scadenze residue, dai dati disponibili in AT si evince che la vita residua media dei titoli, ponderata per gli importi in circolazione, è pari a 11 anni a dicembre 2022 (poco più di 5 anni se si escludono le cartolarizzazioni). Distinguendo i dati per categoria di emittenti, gli *special purpose vehicle* (SPV), come atteso, sono di gran lunga gli emittenti che prediligono le durate maggiori, avendo una vita residua media pari a 26 anni. Seguono le assicurazioni con 10 anni, le amministrazioni e holding pubbliche con 7 anni e le imprese con 6 anni, gli intermediari non bancari con 5 anni, le banche con 4 anni.

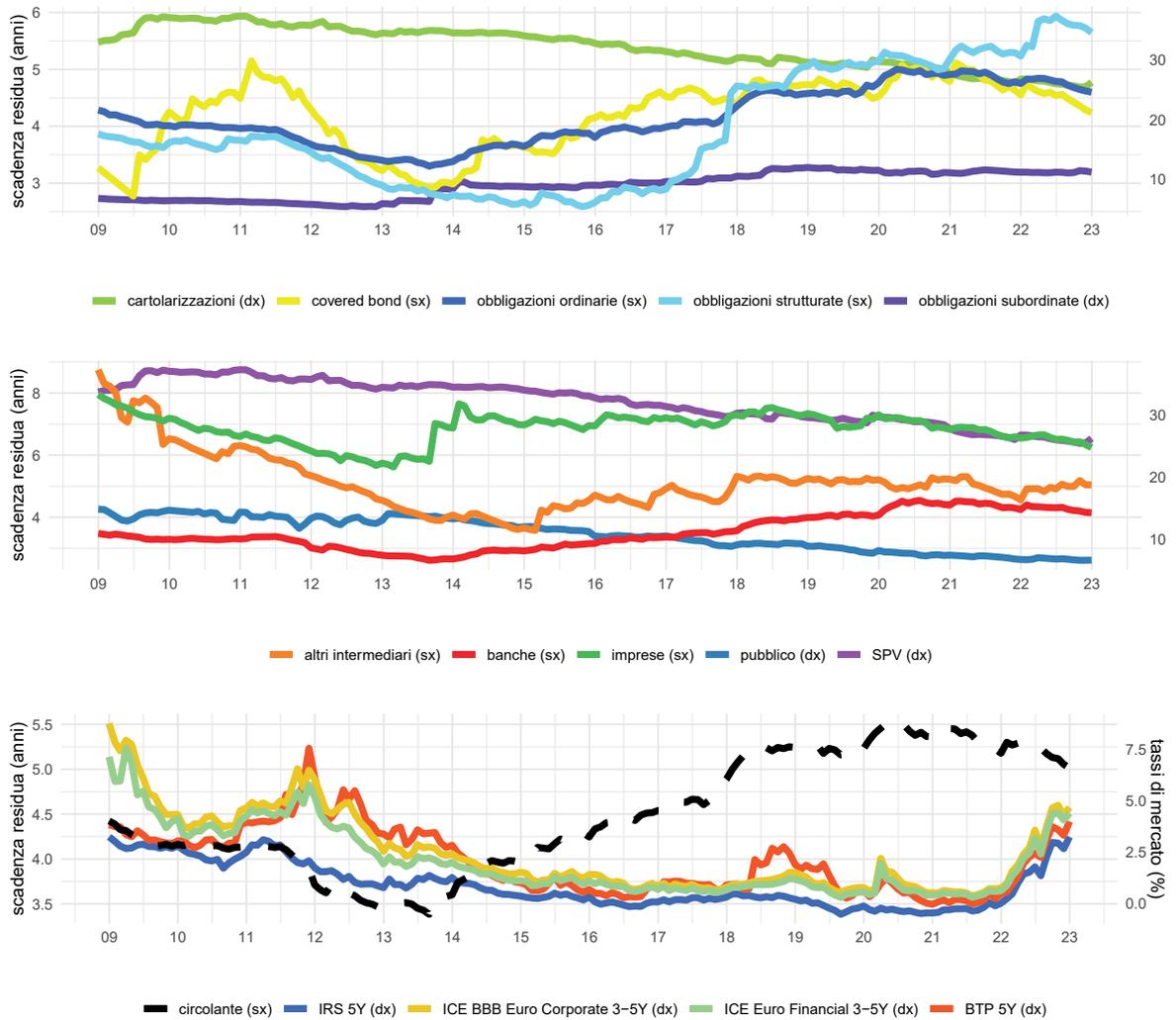
Analizzando i dati per tipologia di strumento, come atteso, le cartolarizzazioni sono gli strumenti con vita residua maggiore (26 anni). A seguire le obbligazioni subordinate (11) e le obbligazioni strutturate (6). Per le altre tipologie di strumenti le durate risultano invece al di sotto dei 5 anni. Si ricorda che le obbligazioni subordinate AT1 sono di norma irredimibili, sebbene sia spesso presente una opzione di rimborso anticipato a favore dell'emittente.

Nei primi due grafici della Fig. 4 vengono riportate le serie storiche della vita residua per le principali tipologie di strumento e di emittente e nel pannello inferiore è mostrata la vita residua dei titoli in circolazione e l'andamento di alcuni tassi di mercato (i.e. tasso di riferimento dei titoli *corporate* e *financial* dell'area euro e quello dei titoli di Stato italiani). Nella serie storica della vita residua non si tiene conto delle cartolarizzazioni¹⁹. Da metà del 2013, al diminuire dei tassi di mercato (*interest rate swap*, IRS), gli emittenti hanno iniziato ad allungare la scadenza delle proprie esposizioni, sostituendo i titoli

¹⁹ Nel pannello inferiore della Fig. 4 la serie storica della durata residua dei titoli al netto delle cartolarizzazioni è identificata come "circolante (sx)".

rimborsati con nuovi titoli a scadenza media più lunga. A partire dal 2018, la vita residua dei titoli in circolazione al netto delle cartolarizzazioni si è stabilizzata su livelli di poco superiori a 5 anni.

Figura 4: Scadenze e tassi di mercato
(anni; valori percentuali; medie ponderate; dati mensili)



Fonte: Elaborazioni su dati AT e Refinitiv. La linea nera tratteggiata, identificata come “circolante (sx)”, rappresenta la scadenza residua (asse di sinistra) dei titoli in circolazione al netto delle cartolarizzazioni. Tale scadenza è calcolata come media ponderata rispetto agli importi in circolazione.

5. Un’analisi delle Segnalazioni 129

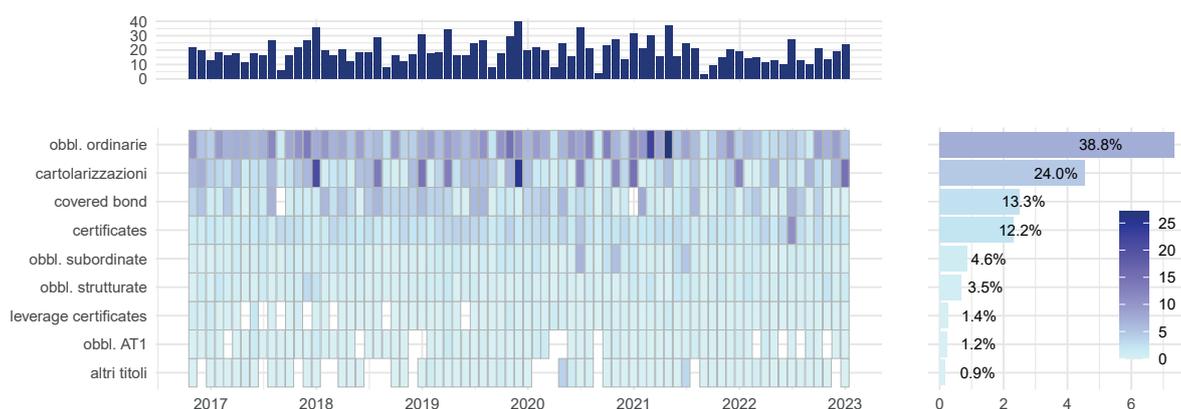
In questo paragrafo, il set informativo analizzato è stato integrato con le informazioni rivenienti dalle Segnalazioni 129. Il periodo di studio è stato conseguentemente ristretto tra l’avvio della raccolta delle segnalazioni (1° ottobre 2016) e la fine di dicembre 2022. Si noti che l’analisi descritta in questo paragrafo ha preso in esame il flusso di strumenti emessi, offerti o collocati in Italia nel periodo di riferimento e non il volume circolante. Sono stati considerati non solo i titoli emessi da residenti italiani, ma anche i titoli “esteri” collocati in Italia dagli operatori internazionali o dagli emittenti stessi. Nel periodo considerato l’attività di collocamento di titoli esteri in Italia è stata svolta prevalentemente da intermediari non residenti.

5.1 Caratteristiche degli strumenti

In base al contenuto delle segnalazioni ricevute, integrate con le informazioni disponibili in AT e in Matrice dei conti, da ottobre 2016 a dicembre 2022 sono stati emessi o offerti in Italia in media circa 1.600 titoli al mese, per un importo totale medio mensile di quasi 20 miliardi di euro (di cui circa un quarto emessi da soggetti non residenti).

Per quanto riguarda la tipologia di strumenti (Fig. 5), le obbligazioni ordinarie sono state in media pari al 39 per cento del totale mensile, mentre le cartolarizzazioni e i *covered bond* sono state, rispettivamente, pari al 24 e al 13 per cento. Le obbligazioni strutturate e le obbligazioni subordinate hanno rappresentato l'8 per cento del totale. Infine, i *certificates* e i *leverage certificates*, sebbene per importi ridotti (12 e 1 per cento del totale), hanno rappresentato in numero più dell'80 per cento dei titoli emessi. Guardando alla tipologia di emittenti (Fig. 6), si evince che quasi i due terzi dei titoli sono stati emessi da banche e da altri intermediari, tra cui SPV. La concentrazione di emissioni da parte degli SPV alla fine di ogni anno sembra correlata con la necessità, per i soggetti cedenti, di ridurre nel proprio bilancio il volume di crediti.

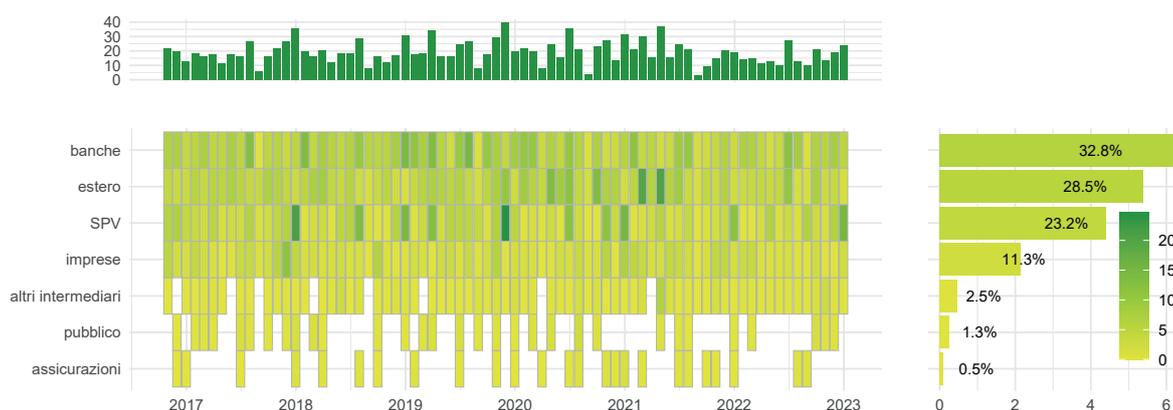
Figura 5: Strumenti finanziari oggetto di Segnalazione 129: tipologia
(miliardi di euro; valori percentuali; periodo ottobre 2016 - dicembre 2022)



Fonte: Elaborazioni su dati AT, Segnalazioni 129 e Matrice dei conti. Importi relativi alla Segnalazione 129 nel periodo da ottobre 2016 a dicembre 2022. Il totale emesso in ciascun mese è riportato nel grafico in alto. Il grafico principale mostra, per ciascun mese, il totale degli importi emessi per tipologia. Il grafico a destra rappresenta le medie per tipologia del totale degli importi emessi in ciascun mese. I valori percentuali nel grafico a destra indicano il rapporto tra importo emesso per tipologia e il totale emesso nell'intero periodo. La scala di colori nel grafico a destra è valida anche per quello principale.

Il 70 per cento degli importi segnalati nel periodo da ottobre 2016 a dicembre 2022 nelle Segnalazioni 129 sono titoli emessi da soggetti residenti (Fig. 6). Con riferimento al restante 30 per cento emesso da non residenti, prevalgono le obbligazioni ordinarie (51 per cento), gli *investment certificates* (25 per cento), le obbligazioni subordinate (6 per cento) e i *leverage certificates* (5 per cento), mentre *covered bond* e cartolarizzazioni sono pari complessivamente al 7 per cento. Questi strumenti sono emessi per più di due terzi da banche e altri intermediari, e per circa il 20 per cento da imprese. Sono del tutto residuali le emissioni di soggetti pubblici non garantiti da Stati o soggetti pubblici esteri (sono esclusi i titoli sovrani e quelli garantiti da uno Stato appartenente alla comunità europea).

Figura 6: Strumenti finanziari oggetto di segnalazione 129: settore emittente
(miliardi di euro; valori percentuali; periodo ottobre 2016-dicembre 2022)



Fonte: Elaborazioni su dati AT, Segnalazioni 129 e Matrice dei conti. Importi relativi alla Segnalazione 129 nel periodo da ottobre 2016 a dicembre 2022. Il totale emesso in ciascun mese è riportato nel grafico in alto. Il grafico principale mostra, per ciascun mese, il totale degli importi emessi per settore dell'emittente. Il grafico a destra rappresenta le medie per settore dell'emittente del totale degli importi emessi in ciascun mese. I valori percentuali nel grafico a destra indicano il rapporto tra importo emesso per settore dell'emittente e il totale emesso nell'intero periodo. La scala di colori nel grafico a destra è valida anche per quello principale.

5.2 I titoli esteri e l'attività di collocamento

Per monitorare l'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari, è utile analizzare l'attività di collocamento in Italia di strumenti finanziari di diritto estero. La Banca d'Italia raccoglie le informazioni sull'attività di collocamento svolta da banche e società di investimento mobiliare (SIM) residenti. Le Segnalazioni 129 integrano questi dati richiedendo informazioni relative agli strumenti emessi da soggetti non residenti e collocati in Italia anche da intermediari non residenti. Queste informazioni devono essere segnalate dai soggetti che collocano in Italia gli strumenti finanziari emessi da soggetti non residenti. In assenza di tali collocatori, sono tenuti a effettuare la segnalazione l'offerente, nel caso di offerta al pubblico, o l'emittente, in caso di *private placement* o di *direct listing*. Se uno strumento finanziario emesso da un soggetto non residente appartenente a un gruppo residente è collocato o offerto in Italia, la segnalazione è effettuata dal soggetto vigilato capogruppo residente. Le Segnalazioni 129 coinvolgono non solo le offerte pubbliche ma anche il mercato dei *private placement* di titoli sia emessi da soggetti residenti che da soggetti non residenti.

Nel periodo da ottobre 2016 a dicembre 2022 sono stati collocati titoli emessi da non residenti per un importo medio mensile pari a 4 miliardi di euro²⁰. Per quanto riguarda la tipologia di strumenti, le obbligazioni ordinarie sono pari a circa due terzi dell'importo totale, mentre *covered bond* e cartolarizzazioni sono pari a poco meno del 10 per cento. La percentuale di *certificates* è pari al 14 per cento. Sono state collocate anche obbligazioni subordinate, tra cui titoli *additional tier 1* (AT1), per un importo pari all'8 per cento del totale, e strutturate (2 per cento). I titoli sono emessi prevalentemente da banche e altri intermediari (63 per cento), la rimanente parte da imprese (27 per cento). Le emissioni di soggetti pubblici esteri sono residuali²¹.

²⁰ Sono considerati anche i titoli emessi dal gruppo bancario di appartenenza del collocatore. Inoltre, non per tutti i titoli emessi dai soggetti non residenti, descritti nel paragrafo 5.1 e pari in media a 5,8 miliardi di euro, risultano essere presenti dei collocatori.

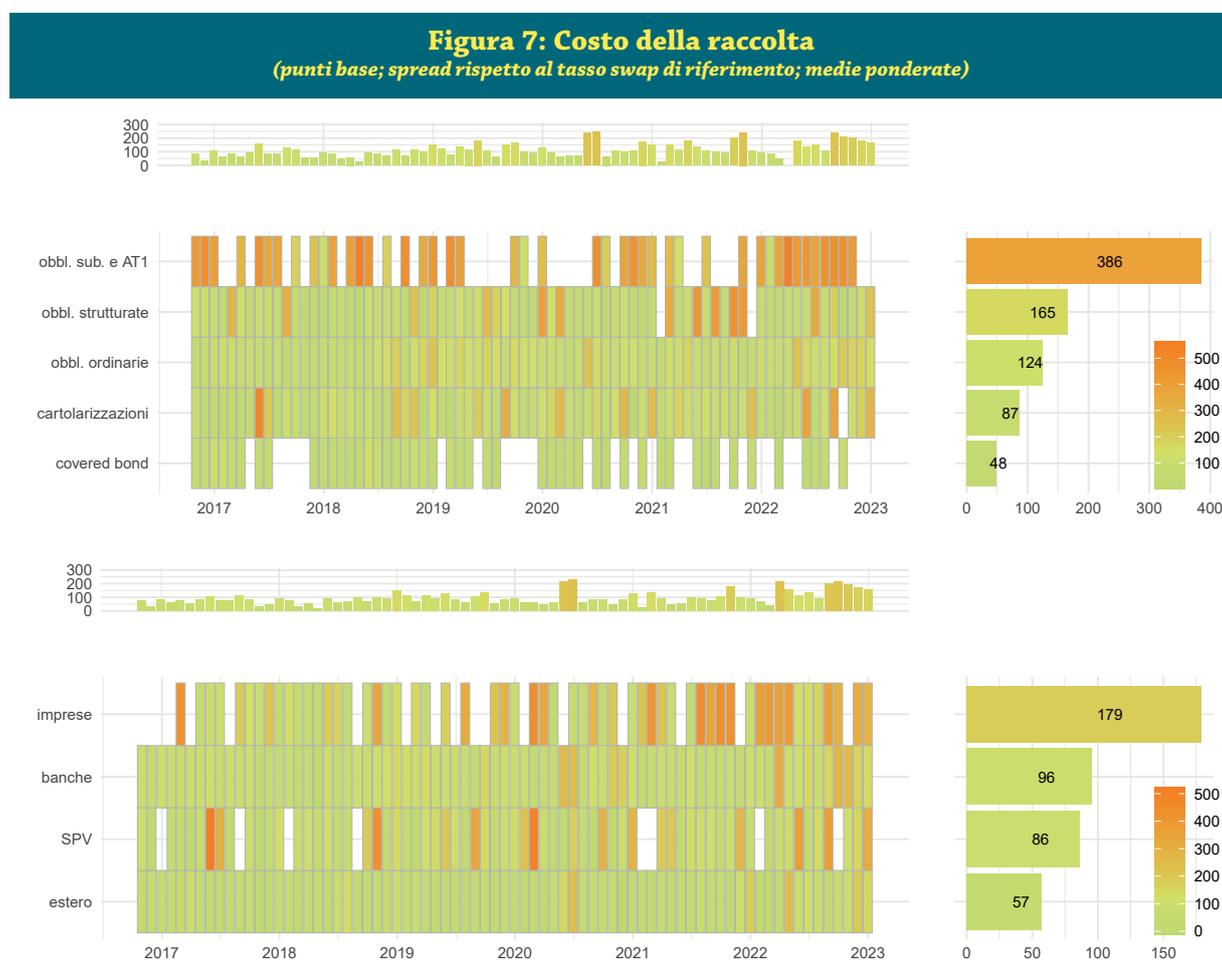
²¹ Le segnalazioni relative all'offerta di titoli pubblici esteri sono dovute solo in alcuni casi.

Dall'analisi dei dati emerge che (1) l'attività di collocamento relativa all'emissione da parte di soggetti non residenti è svolta prevalentemente dai principali gruppi bancari attivi a livello internazionale; (2) la maggior parte dei collocamenti sono sindacati ed è presente una struttura *pot system*²² gestita da uno dei *bookrunner*.

5.3 Il costo della raccolta

In questa sezione si riportano i dati relativi al costo della raccolta disponibili nelle Segnalazioni 129 (calcolato come spread rispetto al tasso di interesse di riferimento). Queste informazioni vengono confrontate con i dati di mercato sullo spread rispetto al tasso swap di riferimento. Eventuali differenze possono essere attribuite alla vita residua dei titoli, alla tipologia di strumento e di emittente, nonché, più in generale, al rischio di credito di ciascun titolo dato dall'eterogeneità degli strumenti e degli emittenti.

Nella Fig. 7 per ciascuna tipologia di titolo (emittente) e mese sono rappresentati i valori medi del costo della raccolta ponderati per gli importi emessi o offerti (per alcuni titoli



Fonte: Elaborazioni su dati AT e Segnalazioni 129. Nei grafici vengono riportati i valori medi del costo della raccolta ponderati per gli importi emessi o offerti in Italia. Sono state escluse le osservazioni con meno di 4 segnalazioni valide. Il costo della raccolta in ciascun mese è riportato nei grafici in alto. Il grafico principale mostra, per ciascun mese, il costo della raccolta per tipologia (settore dell'emittente). Il grafico a destra rappresenta le medie per tipologia (settore dell'emittente) del costo della raccolta nell'intero periodo. La scala di colori nel grafico a destra è valida per tutti e tre i grafici relativi al costo della raccolta per tipologia (settore dell'emittente).

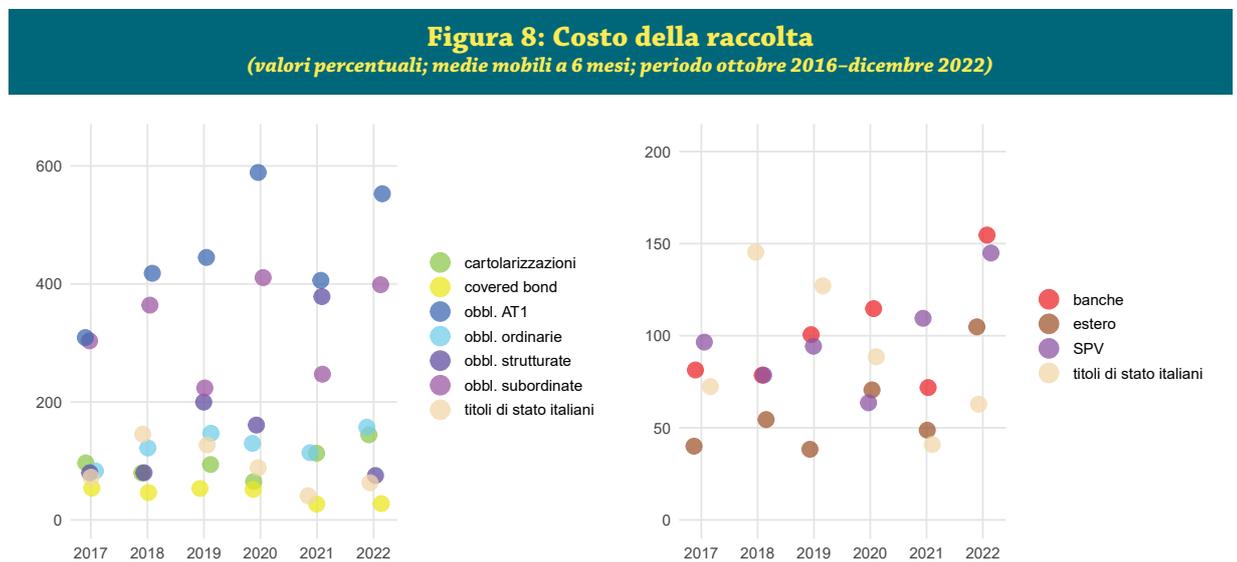
²² Un *book* centrale di tutti o parte degli ordini raccolti da ciascun componente del sindacato di collocamento.

si fa riferimento alla sola parte collocata in Italia). Inoltre, sono rappresentati anche i valori medi per tipologia di titolo (emittente) durante l'intero periodo analizzato (a destra) e i valori medi totali per ciascun mese (in alto). Si precisa che per "raccolta" si intende solo quella effettuata attraverso l'emissione di strumenti finanziari e non si tiene conto di altre forme tecniche (ad esempio dei depositi). Si noti inoltre che le segnalazioni considerate anomale²³ sono state escluse dall'analisi.

All'interno di ciascuna classe emerge un'ampia dispersione anche a causa dell'eterogeneità degli emittenti, delle differenti scadenze e delle diverse tipologie di titoli (nell'analisi sono stati considerati anche i titoli emessi e riacquistati dall'emittente).

Negli ultimi anni alcuni intermediari hanno iniziato a considerare strumenti di raccolta anche gli *investment certificates*, con emissioni di importo superiore ai 100 milioni di euro, che non sono invece considerati in questa analisi. Le obbligazioni strutturate e ordinarie hanno un costo della raccolta del periodo da ottobre 2016 a dicembre 2022, rispettivamente pari, in media, a 165 e 124 punti base. Come atteso, le obbligazioni subordinate, tra cui anche le obbligazioni AT1, hanno in media un costo della raccolta più elevato, pari a 386 punti base. Il costo della raccolta per le banche è in media pari a 96 punti base, mentre per le imprese sale invece a 179. Per gli emittenti non residenti²⁴ è in media di 57 punti base.

Nella Fig. 8 per ciascun anno dal 2017 al 2022 il costo della raccolta delle principali tipologie di strumenti ed emittenti viene confrontato con lo spread relativo ai Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) con scadenza 5 anni (calcolato come spread tra BTP e



Fonte: Elaborazioni su dati AT, Segnalazioni 129 e Refinitiv. Nel grafico a sinistra si riporta il costo della raccolta per le principali tipologie di strumenti. A destra si riporta il medesimo grafico relativo alle principali tipologie di emittenti. Per ciascun anno si riporta anche il costo della raccolta relativo ai titoli di Stato italiani osservato sul mercato secondario.

²³ Non sono stati considerati i titoli il cui costo della raccolta non cade nell'intervallo tra il 10° e il 90° quantile. Questi quantili, sulla base dei quali vengono identificati i dati anomali, sono calcolati separatamente per ciascuna tipologia di strumento.

²⁴ In questo caso il costo della raccolta si riferisce solo alla componente distribuita in Italia.

interest rate swap di pari scadenza) osservato sul mercato secondario. Nei sei anni considerati il costo della raccolta degli emittenti residenti è stato quasi sempre superiore a quello degli emittenti non residenti. Nel caso delle obbligazioni ordinarie, il costo della raccolta è stato in linea, o di poco superiore, allo spread relativo ai BTP. Nel complesso per gli emittenti residenti il costo della raccolta mostra una dinamica differente rispetto a quella dello spread relativo ai BTP e, in particolare per alcune tipologie di strumenti, sembra attestarsi su livelli superiori.

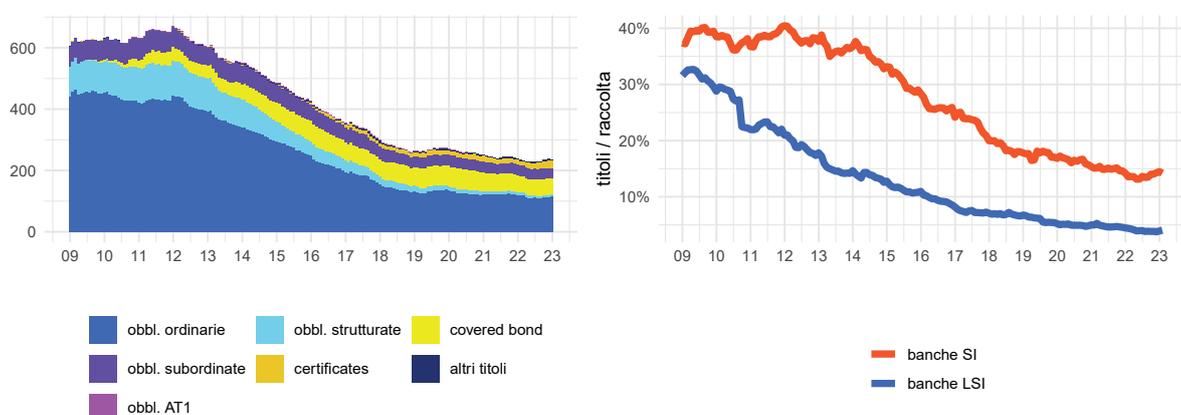
6. Gli strumenti finanziari emessi dalle banche

In questa parte del lavoro l'analisi delle informazioni disponibili in AT rivenienti dall'attività di Codifica ISIN e dalla raccolta delle Segnalazioni 129, viene integrata con quelle desunte dalle segnalazioni di vigilanza individuali delle banche (Matrice dei conti), al fine di ottenere un quadro d'insieme sulle passività in titoli dei gruppi bancari e delle banche individuali.

L'analisi del passivo delle banche residenti (Fig. 9) evidenzia che i titoli in circolazione, ovvero quelli emessi al netto dei rimborsi, dei riacquisti da parte dell'emittente e degli acquisti infragruppo, hanno mostrato una progressiva riduzione, da 605 miliardi a fine 2008 a 237 a dicembre 2022, sebbene il totale delle passività sia cresciuto nel periodo analizzato soprattutto grazie all'aumento dei debiti verso clientela. Il mercato delle obbligazioni strutturate si è drasticamente ridotto da 96 a 5 miliardi di euro e non è stato compensato dall'aumento dei *certificates* degli ultimi anni. Anche le obbligazioni ordinarie sono diminuite significativamente da 442 a 117 miliardi di euro. Le obbligazioni subordinate si sono più che dimezzate da 63 a 30 miliardi di euro.

Inoltre, come mostrato in Fig. 9, la percentuale dei titoli emessi sul totale della raccolta da clientela (debiti verso clientela e titoli emessi) è diminuita dal 37 per cento di dicembre 2008 al 14 di dicembre 2022 per le banche *significant* (SI) e dal 33 per cento di dicembre 2008 al 4 di dicembre 2022 per le banche *less significant* (LSI).

Figura 9: Strumenti finanziari nei bilanci dei gruppi bancari: tipologia
(valore nominale dei titoli in circolazione al netto di rimborsi; riacquisti da parte dell'emittente e acquisti infragruppo; miliardi di euro e valori percentuali; dati mensili)



Fonte: Elaborazioni su dati AT e Matrice dei conti.

Dopo la crisi globale e quella dei debiti sovrani, analogamente ad altre istituzioni finanziarie europee, anche le banche italiane hanno modificato la struttura del passivo riducendo la raccolta all'ingrosso a favore dei depositi e del rifinanziamento presso l'Eurosistema (si veda anche Crespi e Mascia, 2018).

Fino al 2012, le obbligazioni sono state tra le principali fonti di finanziamento per le banche italiane e una delle più importanti attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane. Come riportato da Coletta e Santioni (2016), la percentuale di obbligazioni sul totale delle passività delle banche italiane ha raggiunto in quell'anno un picco (25 per cento), mentre la quota di obbligazioni bancarie sulla ricchezza finanziaria delle famiglie italiane (circa 11 per cento) è stata di gran lunga la più alta tra le principali economie industrializzate. Si è poi verificato un significativo calo nell'emissione di obbligazioni da parte delle banche italiane, mentre le famiglie hanno rivolto l'attenzione ai depositi bancari a breve termine e ai fondi comuni di investimento. Tale calo sembra inoltre essersi accentuato sia dopo la soluzione delle crisi delle quattro banche poste in "risoluzione" nel 2015 sia dopo l'entrata in vigore della nuova direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR. Tuttavia, per le SI si è registrato un leggero aumento del rapporto titoli su raccolta nel corso del 2022.

7. Conclusioni

Dagli inizi degli anni 2000 ad oggi la Banca d'Italia è passata dal controllo preventivo sull'attività di emissione a una funzione di monitoraggio dei mercati finanziari per finalità di stabilità finanziaria. Il presente lavoro, dopo un breve riepilogo dell'evoluzione normativa e delle informazioni sugli strumenti finanziari raccolte dalla Banca d'Italia, propone un quadro di sintesi dei titoli di debito in circolazione in Italia, relativi non solo alle emissioni dei soggetti residenti ma anche ai titoli offerti da soggetti non residenti.

Avere una visione complessiva del mercato dei titoli di debito in circolazione è utile per comprendere le scelte di finanziamento degli intermediari finanziari e delle imprese, per analizzare possibili rischi per la stabilità finanziaria, nonché per valutare, sia ex-ante sia ex-post, l'impatto dell'introduzione di misure regolamentari²⁵.

Le analisi proposte in questo lavoro possono consentire di identificare e valutare aree di rischio connesse con i titoli in circolazione e di comprendere le dinamiche di mercato. Il monitoraggio condotto in questo studio si integra con l'attività di analisi sui rischi per la stabilità del sistema finanziario italiano che possono derivare dagli strumenti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti in Italia o a partire dall'Italia, attività che la Banca d'Italia conduce regolarmente a sostegno dell'eventuale esercizio del potere di intervento. Gli approfondimenti su specifiche tipologie di strumenti, come ad esempio i *certificates*, sono infatti sviluppati a partire dalle analisi mostrate in questo lavoro (si veda Banca d'Italia, 2022a).

²⁵ Come ad esempio l'introduzione dei requisiti *minimum requirement for own funds and eligible liabilities* (MREL) applicati nell'ambito del *framework* di risoluzione delle crisi bancarie.

Appendice

A.1 - I dati utilizzati

La principale fonte di informazioni sugli strumenti finanziari (e.g. titoli di debito e di capitale) è l'AT. Essa contiene informazioni relative a tutti gli strumenti finanziari cui la Banca d'Italia assegna il codice ISIN in qualità di Agenzia Nazionale di Codifica²⁶. Il ruolo di *National Numbering Agency*, attribuito nel 1991 all'Ufficio Italiano dei Cambi, dal 1° gennaio 2008 viene svolto dalla Banca d'Italia, nella quale il primo è confluito.

Il codice ISIN è un codice internazionale che consente di identificare univocamente gli strumenti finanziari la cui struttura e le cui regole di assegnazione sono stabilite dall'ISO (*International Organization for Standardization*) secondo lo standard ISO 6166. L'ISO ha delegato la gestione e la manutenzione dello standard 6166 ad un'associazione internazionale di enti ed istituzioni finanziarie, la *Association of National Numbering Agencies* (ANNA), di cui la Banca d'Italia fa parte in qualità di *National Numbering Agency* per l'Italia (ISIN con prefisso *IT*).

Le informazioni anagrafiche vengono fornite dal soggetto richiedente al momento dell'assegnazione dell'ISIN. Oltre alle informazioni sugli strumenti finanziari codificati con ISIN italiano (prefisso *IT*), l'AT contiene anche informazioni anagrafiche su tutti gli strumenti finanziari con ISIN estero (prefisso diverso da *IT*), di interesse per la Banca d'Italia per lo svolgimento delle sue funzioni istituzionali (ad esempio per la raccolta delle segnalazioni statistiche e di vigilanza da parte degli intermediari creditizi e finanziari).

Inoltre, a partire dal 1° ottobre 2016 l'AT raccoglie anche le Segnalazioni 129. Il contenuto e la modalità di raccolta di queste segnalazioni sono stati definiti tenendo presente che la Banca d'Italia già acquisisce informazioni sugli strumenti finanziari nell'ambito dello svolgimento del Servizio di Codifica ISIN e, più in generale, della gestione dell'AT. Per tale ragione le Segnalazioni 129 sono totalmente integrate all'interno dell'AT. Attraverso tali segnalazioni da un lato vengono richieste alcune informazioni aggiuntive rispetto a quelle già richieste per la Codifica ISIN e dall'altro è stato ampliato l'ambito di applicazione, poiché vengono richieste informazioni anche ai soggetti non residenti quando offrono in Italia e ai soggetti residenti quando emettono, a prescindere dal fatto che al titolo sia assegnata codifica italiana o estera²⁷. Oltre alle informazioni relative alla struttura del titolo e agli importi collocati, con le Segnalazioni 129 vengono anche raccolte informazioni trimestrali sui prezzi e sui volumi in circolazione di *certificates*, *covered warrant*, *ETC* ed *ETN* quotati e non. La raccolta delle informazioni è suddivisa in sezioni distinte: nella Sezione 1 si raccolgono le principali informazioni anagrafiche, nelle Sezioni 2 e 3 si raccolgono ulteriori informazioni anagrafiche, con un focus sulla

²⁶ Si tratta prevalentemente di strumenti emessi da soggetti residenti in Italia o emessi all'estero ed accentrati in Italia.

²⁷ Per maggiori dettagli si veda <https://www.bancaditalia.it/statistiche/servizi/isin-anagrafe-titoli/>.

struttura “derivativa” dello strumento e sul costo della raccolta, mentre nella Sezione 4 si richiedono le principali informazioni quantitative (importi collocati/offerti, rimborsi e prezzi di negoziazione).

L’evoluzione quantitativa e qualitativa dei titoli in circolazione è stata analizzata elaborando i dati contenuti nell’AT, integrati con le informazioni anagrafiche relative ai soggetti emittenti (Anagrafe Soggetti e Giava) e con i dati statistici relativi alla situazione patrimoniale degli intermediari bancari (Matrice dei conti – Sezione I – Dati statistici mensili).

Più in dettaglio, nel paragrafo 4 vengono utilizzati esclusivamente dati provenienti dall’AT. Nei paragrafi 5 e 6 sono stati utilizzati anche i dati di Matrice dei conti, tenendo conto dei rapporti infragruppo. Si precisa che nel paragrafo 6 gli importi sono al netto dei rimborsi, dei riacquisti da parte dell’emittente e degli acquisti infragruppo. La raccolta da clientela è stata calcolata come somma tra titoli in circolazione e debiti verso clientela. Le caratteristiche dei titoli sono state desunte dall’AT.

Gli importi descritti nel paragrafo 5 sono stati ottenuti combinando le informazioni di Matrice dei conti, di AT e delle Segnalazioni 129, secondo il seguente ordine di priorità qualora l’informazione sia disponibile da più fonti:

- 1) titoli emessi al netto dei rimborsi (Matrice dei conti);
- 2) segnalazioni trimestrali (Segnalazioni 129 relative agli importi in circolazione per *certificates, covered warrant, ETC* ed *ETN*);
- 3) titoli collocati (Matrice dei conti e Segnalazioni 129 relative agli importi collocati e sottoscritti);
- 4) titoli emessi dai soggetti residenti (importi collocati di AT);
- 5) titoli di terzi in deposito (Matrice dei conti).

Infine, occorre tener conto dei seguenti aspetti: (a) l’analisi non considera le emissioni e i debiti verso clientela delle controllate estere di gruppi bancari italiani; (b) in Matrice dei conti, nelle voci del passivo, i titoli *zero-coupon* sono segnalati al netto ricavo, mentre gli altri titoli sono segnalati al valore nominale; (c) in Matrice dei conti, nelle voci dell’attivo, i titoli di debito e di capitale e quote di OICR sono segnalati al *fair value* se quotati, al valore contabile se non quotati; (d) in AT le emissioni sono tutte segnalate al valore nominale; (e) sono stati considerati i soli gruppi bancari residenti; (f) i soggetti sono classificati in settori di attività economica seguendo lo standard *European system of accounts* (ESA2010)²⁸; (g) il settore amministrazioni e holding pubbliche (pubblico) include regioni, province, amministrazioni comunali e unioni di comuni, amministrazioni ed enti locali, holding pubbliche, ma non include gli Stati sovrani; (h) le Segnalazioni 129 provengono sia da soggetti vigilati che da soggetti non vigilati e/o non residenti.

²⁸ Regolamento UE 549/2013 e Circolare 140 della Banca d’Italia “Istruzioni relative alla classificazione della clientela”.

A.2 – Rassegna della letteratura sui titoli di debito in Italia

Sebbene il mercato dei titoli di debito in Italia sia molto sviluppato (Fabrizi et al., 2003, Bertocchi et al., 2014 e O'Malley, 2014), gli studi che hanno analizzato il mercato domestico sono relativamente pochi e soprattutto hanno approfondito aspetti relativi a particolari tipologie di obbligazioni o di emittente. Tra questi, ne descriviamo brevemente alcuni.

Longo e Siciliano (1999) hanno analizzato alcuni aspetti collegati allo sviluppo e alla crescita del mercato al dettaglio delle obbligazioni strutturate, con l'obiettivo di esaminare anche le implicazioni per la tutela degli investitori. Gli autori discutono questioni relative alla valutazione dei rischi, alla trasparenza delle informazioni fornite e alla comprensione delle caratteristiche di questi strumenti finanziari da parte degli investitori *retail*. D'Agostino e Minenna (2001) hanno esaminato i fattori esplicativi del fenomeno di allocazione delle obbligazioni strutturate nei portafogli dei clienti delle banche. Anche in questo lavoro, gli autori evidenziano la complessità delle obbligazioni bancarie strutturate, che sono strumenti finanziari che combinano titoli di debito tradizionali con strumenti derivati. Queste obbligazioni offrono profili di rendimento e rischio differenziati, ma richiedono un'attenta valutazione da parte degli investitori. Viene quindi evidenziata l'importanza di adottare misure necessarie a garantire un adeguato livello di tutela degli investitori. Anche Grasso et al. (2010), dopo aver analizzato le caratteristiche e i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle banche, sottolineano l'importanza della trasparenza delle informazioni, dell'educazione finanziaria dei risparmiatori e di una comunicazione efficace da parte delle banche per garantire una valutazione accurata e consapevole delle obbligazioni bancarie da parte degli investitori *retail*. Belcredi et al. (2011) hanno analizzato le caratteristiche e i rendimenti delle obbligazioni bancarie a tasso fisso mostrando che i titoli esaminati rendono meno del titolo di Stato di pari durata, con uno spread, rispetto a quest'ultimo, in media, negativo. Gli autori mostrano che lo spread ha subito una notevole riduzione nel tempo, passando da -66 *basis points* del periodo precedente alla legge sulla tutela del risparmio a -9 *basis points* per le obbligazioni emesse dopo l'entrata in vigore della Direttiva MIFID. Tale andamento sembra supportare l'ipotesi, da un lato, di un progressivo miglioramento della tutela dei risparmiatori; dall'altro, della persistenza di limiti di efficacia.

Ciccione et al. (2011) hanno analizzato le differenze tra i *covered warrant* (CW) di tipo *call* negoziati sul SeDeX e le opzioni *call* scambiate sull'IDEM. Gli autori mostrano che il prezzo dei CW *call plain vanilla* su azioni italiane e sull'indice FTSE MIB è in media maggiore di oltre il 60 per cento rispetto a quello delle opzioni negoziate sull'IDEM aventi le medesime caratteristiche. Tale *overpricing*, osservato anche su mercati regolamentati di altri paesi, è correlato con alcune caratteristiche dei singoli CW. A parità di altre condizioni, i CW più scambiati, con un prezzo unitario più elevato, con una vita residua più elevata e più *in-the-money* presentano un *overpricing* minore. L'*overpricing* è inoltre correlato positivamente con il rendimento dell'attività sottostante.

Bianchi (2014) ha esaminato il mercato delle obbligazioni *index-linked* quotate su Borsa Italiana. Dopo la valutazione della differenza tra il prezzo di questi prodotti e il relativo

valore teorico (*mispricing*), sia all'emissione che durante la vita del prodotto, lo studio analizza, attraverso un modello econometrico, le determinanti del *mispricing* sul mercato secondario. L'analisi mostra che il *mispricing* diminuisce al diminuire della liquidità e all'approssimarsi del titolo alla scadenza, e aumenta all'aumentare della volatilità attesa dei sottostanti e del rischio di credito degli emittenti, misurato utilizzando gli spread dei relativi *credit default swaps*.

Linciano et al. (2014) esplorano la liquidità delle obbligazioni non governative con negoziazioni frammentate sui tre principali mercati obbligazionari *retail* italiani e mostrano che alcune caratteristiche dei titoli, come il valore minimo di negoziazione, la complessità, la nazionalità e il settore dell'emittente, influenzano la liquidità in modo diverso a seconda della piattaforma di negoziazione. Ciò suggerisce che la microstruttura stessa del mercato può svolgere un ruolo significativo sulla liquidità.

Mentre Branzoli e Guazzarotti (2015) hanno descritto in dettaglio il mercato dei *private placement* in Italia, Coletta e Santioni (2016) hanno studiato la dinamica e le caratteristiche delle obbligazioni bancarie detenute da famiglie. Del Giudice (2017), analizzando i prospetti di 1283 obbligazioni bancarie emesse nel periodo dal 2005 al 2010, ha mostrato che prima dell'adozione della MiFID, le obbligazioni bancarie venivano emesse con uno spread negativo rispetto al tasso privo di rischio comparabile, mentre dopo l'entrata in vigore della MiFID, lo spread delle obbligazioni bancarie è diventato positivo.

Crespi et al. (2018) hanno analizzato come l'introduzione del *bail-in* nel 2016 ha influenzato il *pricing* delle obbligazioni bancarie italiane sul mercato primario. Sulla base dello spread all'emissione delle obbligazioni *bail-inable* rispetto alle obbligazioni non *bail-inable*, gli autori mostrano che il costo medio per le banche è aumentato a seguito dell'introduzione del nuovo quadro normativo. Sempre in relazione al *funding* delle banche italiane, Tholl et al. (2020) analizzano il rischio sovrano e di ridenominazione dei titoli emessi da questi intermediari. Attinà e Bologna (2021) esaminano il mercato delle obbligazioni computabili ai fini del requisito di *Total Loss Absorbing Capacity* (TLAC) emesse dai gruppi bancari dell'area dell'euro a rilevanza sistemica globale (G-SIB) tra il 2013 e il primo semestre del 2020 analizzando la composizione degli investitori in termini di settore e nazionalità, il livello di concentrazione degli investimenti e le variazioni nel tempo. Lo studio mostra che la composizione degli investitori in obbligazioni TLAC emesse dalle G-SIB dell'area dell'euro è cambiata significativamente nel tempo, con una diminuzione della quota detenuta dalle famiglie.

Meucci e Parlapiano (2021) descrivono l'evoluzione del finanziamento obbligazionario delle imprese italiane e la sua relazione con il credito bancario durante diverse fasi economiche. Il mercato di queste obbligazioni ha registrato una crescita sostanziale nel corso degli anni. Mentre le crisi del 2008 e del 2012 hanno incoraggiato le imprese non finanziarie, soprattutto quelle più grandi, a utilizzare le obbligazioni in alternativa al credito bancario, durante la crisi pandemica del 2020 entrambe le fonti di finanziamento si sono ampliate, mostrando una certa complementarità.

All'inizio del 2018 sono state pubblicate due monografie su questo argomento: la prima, di natura più giuridica, descrive le novità introdotte dalla MiFID II (Pezzuto e Razzante, 2018); la seconda è invece maggiormente orientata all'analisi delle strategie di *funding* delle banche italiane (Crespi e Mascia, 2018). Infine, nel corso degli anni sono stati pubblicati diversi libri sulla gestione di portafogli *retail*, come ad esempio, tra i più recenti, Candita (2017) e Bellelli e Fossatelli (2021).

Bibliografia

Attinà C.A. e Bologna, P. *Tlac-eligible debt: Who holds it? A view from the euro area*, *Bancaria*, 12, pp. 32-46, 2021.

Banca d'Italia, Il potere di intervento della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate: quadro giuridico, analitico e metodologico, 26 aprile 2022.

Banca d'Italia, Il potere di intervento della Banca d'Italia sugli strumenti finanziari: valutazione periodica dei rischi per la stabilità finanziaria, 26 aprile 2022.

Belcredi, M., Croci, E. Del Giudice, A., Il silenzio degli agnelli: Risparmiatori e obbligazioni bancarie in Italia, *Mercato Concorrenza Regole*, 1, pp. 93-116, 2011.

Bellelli G. e Fossatelli F., *Investire con i certificati. Selezionare, costruire e gestire un portafoglio con un rischio contenuto*, Hoepli, 2021.

Bertocchi M., Consigli G., D'Ecclesia R., Giacometti R., Moriggia V. e Ortobelli S., *Euro bonds: Markets, infrastructure and trends*, World Scientific, 2014.

Bianchi M.L., Un'analisi della differenza tra i prezzi delle obbligazioni bancarie *index-linked* e il loro *fair-value*, *Bancaria* n.6, giugno 2014.

Branzoli N. e Guazzarotti G., Il mercato dei *private placement* per il finanziamento delle imprese, *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza* n.262, 2015.

Candita, G., *I certificati d'investimento: Guida completa per consulenti e investitori*, Hoepli, 2017.

Cardillo A. e Coletta M., Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani del risparmio gestito, *Questioni di Economia e Finanza* n.409, 2017.

Carotenuto, G., *Product intervention under MiFID II/MiFIR*, *Diritto Bancario, Approfondimenti*, dicembre 2021.

Ciccone E., Giordano L., e Grasso R., *L'overpricing dei covered warrant: Evidenze per il mercato italiano*, Consob, Discussion papers, no. 2, 2011.

Clarich M. e Camilli E.L., L'evoluzione del controllo dei rischi finanziari: le competenze della Banca d'Italia e della Consob, *Banca Impresa e Società*, n. 1, 2009.

Coletta M. e Santioni R., Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane, *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza* n.359, 2016.

Crespi, F., Giacomini, E., e Mascia, D.V., *Bail-in rules and the pricing of Italian bank bonds*. *European Financial Management*, 25(5):1321-1347, 2019.

Crespi, F. e Mascia, D.V., *Bank funding strategies - The use of bonds and the bail-in effect*, Palgrave Macmillan, Cham, 2018.

D'Agostino G. e Minenna M., Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate: Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari, Consob, Quaderno di Finanza, no. 39, 2001.

Del Giudice A., *Impact of the Market in Financial Instruments Directive (MiFID) on the Italian financial market: Evidence from bank bonds*, *Journal of Banking Regulation*, 18(3): 256-267, 2020.

Fabrizi, P.L., Forestieri, G. Mottura, P., Strumenti e servizi finanziari - II edizione, EGEA, 2003.

Grasso R., Linciano N., Pierantoni L., e Siciliano G., Le obbligazioni emesse da banche italiane. Le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori, Consob, Quaderno di Finanza, no. 67, 2010.

Linciano N., Fancello F., Gentile M. e Modena M., La liquidità delle obbligazioni corporate negoziate su più mercati: Evidenze per il caso italiano Consob, Quaderno di Finanza, no. 79, 2014.

Longo M. e Siciliano G., La quotazione e l'offerta al pubblico di obbligazioni strutturate, Consob, Quaderni di Finanza, no. 35, 1999.

Meucci G. e Parlapiano F., Il finanziamento obbligazionario delle imprese italiane, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 655, 2021.

O'Malley, C., *Bonds without borders: A history of the Eurobond market*, Wiley, 2014.

Pezzuto, E. e Razzante, R., MiFID II: le novità per il mercato finanziario, G. Giappichelli Editore, 2018.

Tholl, J., Schwarzbach, C., Pittalis, S., e von Mettenheim, H.J. (2020), *Bank funding and the recent political development in Italy: What about redenomination risk?*, *International Review of Law and Economics*, 64, 105932.