

La gamma di strumenti negoziabili comprende covered warrants plain vanilla su azioni e indici azionari italiani ed esteri, tassi di cambio, metalli preziosi e future su merci; a questi si aggiungono, per i covered warrants esotici e i certificates, anche indici su merci e tassi di interesse.

I covered warrant plain vanilla continuano a essere i securitised derivatives più diffusi sul SeDeX, pesando per il 78 per cento sul totale degli strumenti quotati a fine anno (+ 40 per cento circa rispetto all'anno precedente). Seguono gli investment certificates, che si ragguagliano a circa l'11 per cento del totale (registrando un calo di pari entità rispetto al 2004) e i leverage certificates, pari al 7 per cento del totale (+29 per cento rispetto al 2004). I covered warrant esotici/strutturati rappresentano tuttora una quota modesta del mercato (3,7 per cento) sebbene in crescita rispetto al 2004 (0,5 per cento) (Tav. 14).

Tav. 14

Emissioni di covered warrants e certificates quotati in circolazione al 31 dicembre 2005

Segmento e categoria	Numero	Peso sul totale ¹
<i>Covered warrant</i>		
Plain vanilla	3.189	78,2
Esotici	151	3,7
<i>Certificates</i>		
Leverage	290	7,1
Investment	446	10,9
<i>Totale</i>	<i>4.076</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. ¹ Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

A seguito dell'introduzione della possibilità di ammettere a quotazione covered warrants con scadenza superiore a 5 anni, si sono affacciati sul SeDeX strumenti con scadenza temporale compresa fra 6 e 15 anni. Agli investment certificates a lungo termine, si sono infatti affiancati covered warrants strutturati di tipo cap con scadenze fino al 2020, finalizzati a offrire ai sottoscrittori di mutui a tasso variabile una copertura parziale dal rischio di variazione dei tassi di interesse. Per questi prodotti, lo strike funge da cap (ossia da limite massimo) e corrisponde al tasso fisso scelto dall'investitore: se alla scadenza di ciascuna delle opzioni che compongono il covered warrant il tasso d'interesse ufficiale è superiore allo strike, l'investitore riceve la differenza positiva tra le due grandezze (e ciò equivale a trasformare il tasso variabile in fisso); in caso contrario non ha diritto ad alcun pagamento.

Gli emittenti di titoli quotati sul SeDeX nel 2005 sono complessivamente 15, a fronte di 14 specialist incaricati di garantire la liquidità del mercato. Nella quasi totalità dei casi la figura dell'emittente coincide con quella di specialist, ovvero si tratta di soggetti appartenenti allo stesso gruppo. Con riguardo alla concentrazione degli scambi, ai primi 3 intermediari fa capo il 55 per cento dei volumi (52 nel 2004), con una quota superiore al 20 per cento per il primo intermediario che offre anche il servizio di trading on line. La quota detenuta dal resto del mercato si è ridotta dal 36 per cento del 2004 a poco più del 29 nel 2005. Oltre il 43 per cento degli scambi avviene on line, dato che conferma il SeDeX come un mercato di investitori retail.

Con riguardo alla distribuzione dei *covered warrants* sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio della opzione (cosiddetta *moneyness*), si rileva che al momento dell'emissione circa il 48 per cento dei *covered warrants plain vanilla call* sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane era *deep out of the money* (ossia emesso con uno *strike*/prezzo di esercizio superiore dell'8 per cento al prezzo di mercato del sottostante). Per gli strumenti *put*, il 41 per cento risultava *deep out of the money* al momento dell'emissione (ovvero con un prezzo di esercizio inferiore dell'8 per cento a quello di mercato del sottostante). La quota di strumenti appartenenti a questa classe di *moneyness* si ragguagliava complessivamente attorno al 66 per cento dei *covered warrants* emessi nel corso 2005. I *covered warrants* emessi *deep in the money* (con uno *strike* inferiore del 4 per cento al prezzo di mercato del sottostante per le *call* e superiore per le *put*) sono una quota esigua, risultando pari, rispettivamente, al 10 e al 7 per cento delle *call* e delle *put* (Tav. 15).

Tav. 15

Distribuzione dei *covered warrants*
sulla base del grado di "moneyness" al momento dell'emissione e della scadenza
(valori in percentuale)

	Grado di moneyness ¹	
	all'emissione ²	alla scadenza ³
Call		
> 8% (deep out of the money)	47,9	34,6
da 4% a 8% (out of the money)	16,1	9,7
da 0 a 4% (at the money)	15,3	10,3
da 0 a 4% (in the money)	11,2	10,3
< -4% (deep in the money)	9,5	35,1
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Put		
< -8% (deep out of the money)	40,6	64,9
da -4% a -8% (out of the money)	20,5	9,7
da 0 a -4% (at the money)	19,5	9,3
da 0 a 4% (in the money)	12,3	5,7
> 4% (deep in the money)	7,1	10,3
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazione Consob su dati Borsa Italiana. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del *covered warrant*. ² Dati relativi ai *covered warrant plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2005. ³ Dati relativi ai *covered warrant plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2005.

Con riferimento alla *moneyness* al momento della scadenza, i *covered warrants call* sono risultati in eguale proporzione *deep out* e *deep in the money* (35 per cento); i *covered warrants put* presentano, viceversa, una predominanza degli strumenti scaduti *deep out of the money* (65 per cento dei casi a fronte del 10 delle circostanze in cui sono scaduti *deep in the money*).

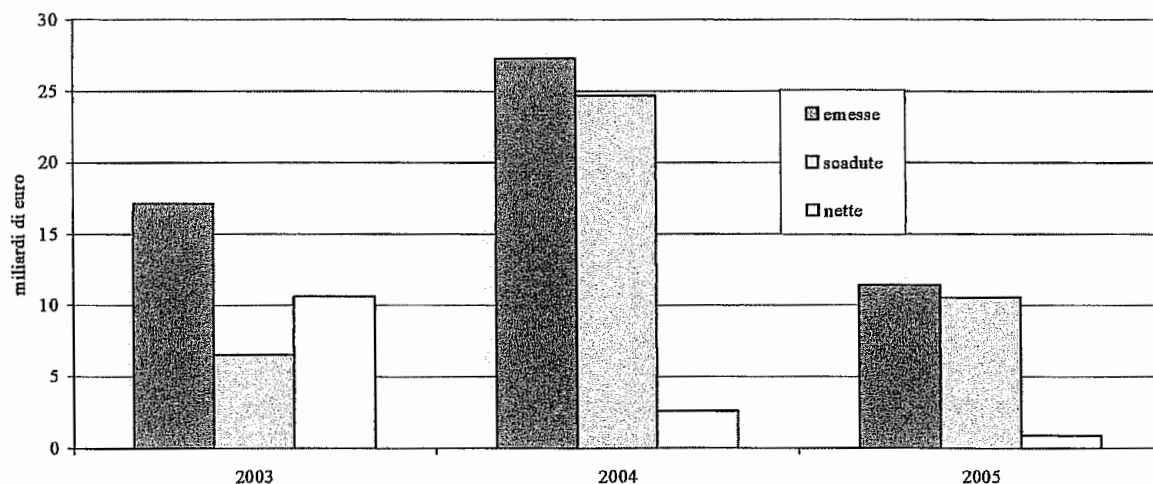
Talune analogie, rispetto ai risultati qualitativi che emergono dall'analisi della *moneyness* condotta con riferimento ai *covered warrants plain vanilla*, si colgono con riferimento ai *leverage certificates*. Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera o *stop-loss*, che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante, determinando l'estinzione del *certificate*. Circa il 17 per cento degli strumenti emessi nel 2005, aventi scadenze variabili tra 3 mesi e 4 anni, è stato revocato prima della scadenza. È utile ricordare che al raggiungimento della barriera, il cui valore si trova poco sopra (per i *bull/long*) o sotto (per i *bear/short*) lo *strike*, corrisponde necessariamente una perdita sul capitale investito.

4. I mercati obbligazionari

Nel corso del 2005 le emissioni lorde di obbligazioni da parte delle società non finanziarie italiane e delle società estere controllate da gruppi non finanziari italiani hanno registrato un significativo calo rispetto all'anno precedente, attestandosi attorno a 11,4 miliardi di euro (27,3 miliardi nel 2004). Le emissioni nette, ossia la differenza fra obbligazioni emesse e scadute, sono state pari a quasi un miliardo di euro (2,5 miliardi del 2004) (Fig. 29).

Fig. 29

Emissioni obbligazionarie corporate di gruppi italiani



Fonte: elaborazioni Consob su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato italiano di società di capitale italiane o di società estere controllate da gruppi italiani.

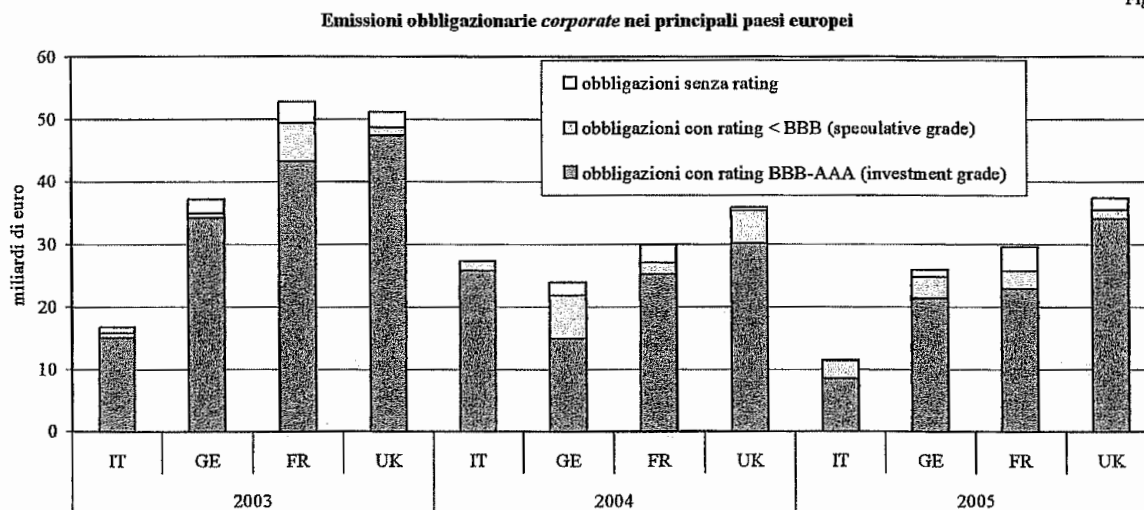
La dinamica negativa del mercato risulta più accentuata per talune categorie di emittenti. In particolare, le imprese medio-piccole e non quotate, nonostante il livello ancora relativamente basso dei tassi di interesse e degli *spread*, continuano a registrare difficoltà di accesso al mercato. Nel corso del 2005, inoltre, anche alcune imprese di media dimensione con *bond* in scadenza hanno preferito rifinanziare il debito ricorrendo al credito bancario, ovvero a operazioni più complesse di ristrutturazione che talvolta hanno implicato aumenti di capitale e la ridefinizione dell'assetto proprietario.

Come di consueto, dunque, quasi tutte le emissioni lorde del 2005 sono ascrivibili a pochi grandi gruppi quotati.

Nel 2005 si è registrata la prima operazione di collocamento di titoli obbligazionari corporate tramite offerta pubblica rivolta agli investitori retail (bond Enel per un miliardo di euro). Per quanto riguarda i gruppi non quotati, di particolare rilievo sono inoltre alcune emissioni legate a operazioni di acquisizione finanziate con debito (cosiddette operazioni di leverage buy out o LBO).

Le emissioni lorde effettuate dai gruppi italiani risultano nettamente inferiori a quelle effettuate dalle imprese dei principali paesi europei. Nel 2005 le emissioni obbligazionarie dei gruppi francesi e tedeschi sono state pari a più del doppio delle emissioni italiane, mentre le emissioni dei gruppi inglesi sono state pari a più del triplo delle emissioni italiane. Inoltre, la quota di obbligazioni con *rating* speculativo o prive di *rating* fra le emissioni italiane continua a essere in media inferiore a quanto si osserva negli altri paesi europei considerati, in particolare rispetto alla Francia e alla Germania (Fig. 30).

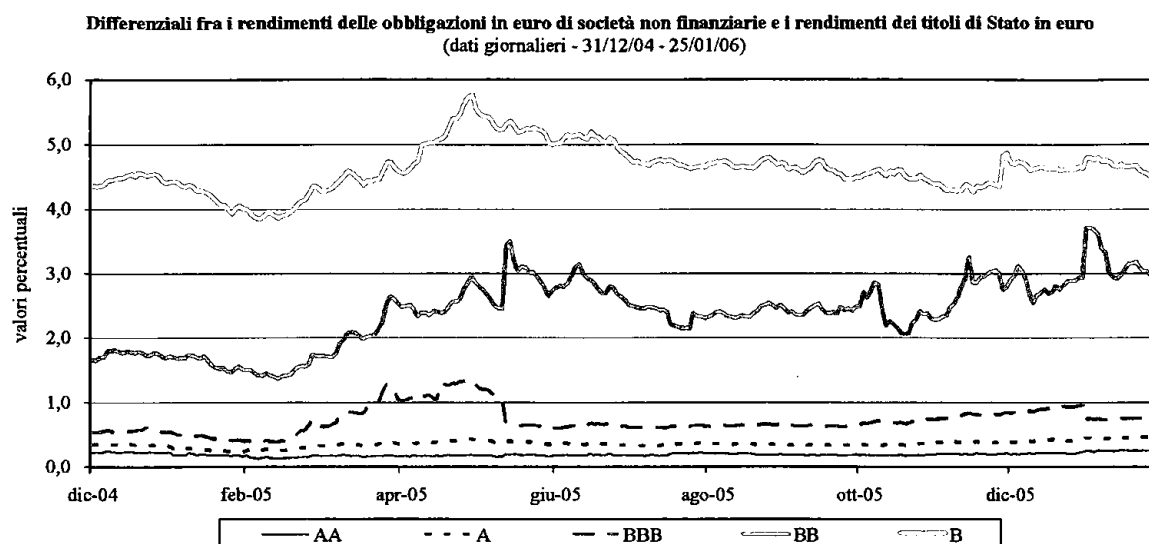
Fig. 30



Fonte: elaborazioni Consob su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato domestico di società di capitale residenti nel paese di riferimento o di società estere controllate da gruppi con sede nel paese di riferimento.

La domanda di *corporate bond* a livello europeo ha continuato a essere elevata, come emerge dal fatto che, anche nel 2005, il livello dei differenziali fra i rendimenti dei *corporate bond* in euro e quelli dei titoli di Stato è rimasto su valori storicamente molto bassi (Fig. 31).

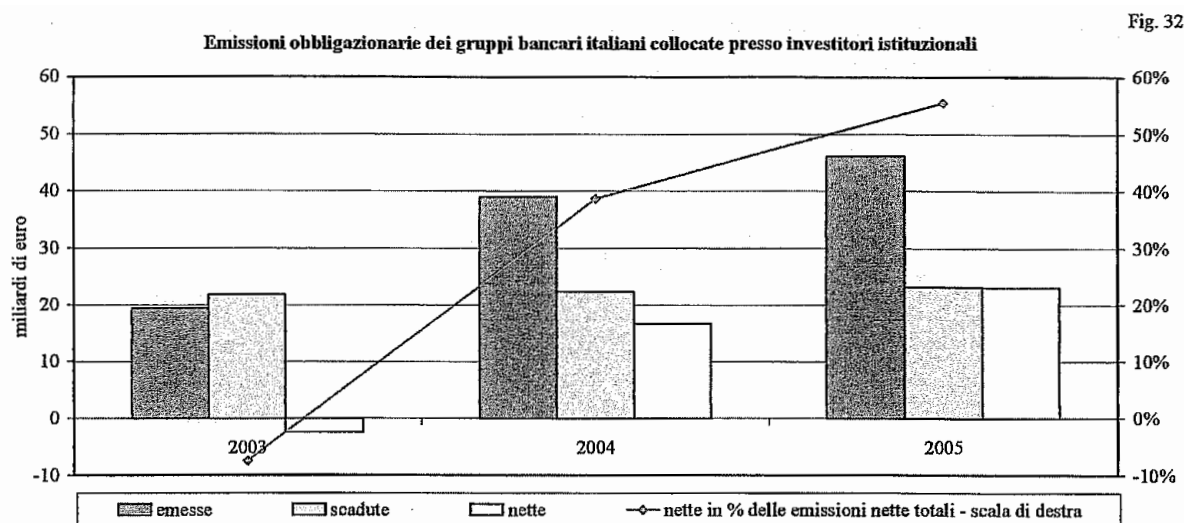
Fig. 31



Fonte: elaborazioni Consob su indici Merrill Lynch e Datastream-Thomson Financial. I rendimenti dei titoli di Stato si riferiscono ai titoli tedeschi.

In particolare, per i bond con rating più elevati (AA e A) gli spread sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre i bond con rating BBB e BB hanno in parte risentito dell'impatto del downgrading di General Motors (GM) e Ford in aprile. Successivamente, nel mese di agosto, il fallimento della società di componentistica per auto principale fornitore di Ford e GM, Delphi Inc., con obbligazioni emesse per 4,8 miliardi di dollari, ha contribuito a generare ulteriori tensioni sul mercato, anche se complessivamente il rialzo dei rendimenti richiesti dagli investitori sui bond speculativi è stato relativamente contenuto (per i titoli con rating pari a B il livello a fine 2005 è sostanzialmente uguale a quello di inizio anno).

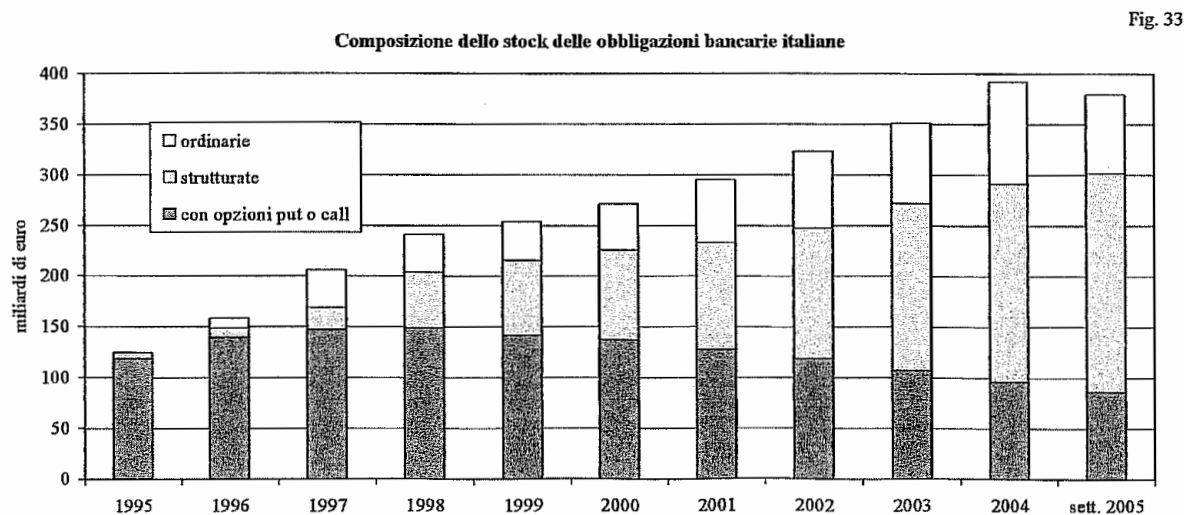
Nel 2005 si è intensificata l'attività di raccolta obbligazionaria sull'euromercato da parte dei gruppi bancari italiani, con emissioni lorde per circa 46 miliardi di euro. Le emissioni nette sull'euromercato, pari a 23,0 miliardi di euro (16,6 nel 2004), pesano per il 55 per cento sulla raccolta netta complessiva (cioè comprensiva dei collocamenti domestici); tale dato risulta in crescita rispetto all'anno precedente quando si attestava al 39 per cento (Fig. 32).



Si conferma dunque la tendenza delle banche italiane a incrementare la raccolta obbligazionaria sull'euromercato (cioè presso investitori istituzionali) a scapito di quella domestica (in prevalenza presso investitori *retail*).

Ai primi cinque gruppi bancari è ascrivibile circa il 60 per cento della raccolta lorda e il 53 per cento delle raccolta netta sull'euromercato.

Per ciò che riguarda la composizione dello *stock* complessivo di obbligazioni di banche italiane, si osserva una continua tendenza alla riduzione del peso delle obbligazioni con opzioni *put* o *call*, che rappresentavano quasi l'intero *stock* di obbligazioni a metà degli anni novanta, mentre continua a crescere il peso delle obbligazioni strutturate (Fig. 33).



Per ciò che riguarda le obbligazioni strutturate, si rileva una sensibile variazione delle tipologie di struttura nella direzione di una maggiore complessità e quindi di una maggiore difficoltà nella rappresentazione trasparente dell'effettivo profilo di rischio-rendimento dello strumento finanziario.

Va, altresì, evidenziato che, in termini percentuali, le strutture cosiddette "miste" (che combinano diverse modalità di parametrizzazione del rendimento secondo schemi tipici di più di una tipologia di obbligazione strutturata) ricoprono una quota pari a circa il 20 per cento; il loro tasso di crescita è, tuttavia, allineato a quello dell'intero comparto. La circostanza che non si assista a una rapida crescita dei prodotti a struttura mista può essere legata al fatto che, come già osservato in passato, anche per banche di grandi dimensioni è difficile coprire i rischi di prodotti molto complessi. Vi è, infatti, una relazione diretta tra la complessità del prodotto e i costi della sua gestione in termini di controllo dei rischi, oltre che in termini di premio per il rischio da riconoscere all'investitore.

Quanto al mercato secondario, gli scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani si sono ridotti del 12 per cento circa, passando da 2.478 a 2.193 miliardi di euro (Appendice, Tav. A.10).

Tale contrazione risulta dalla riduzione degli scambi di titoli obbligazionari sul mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana (Mot), passati da 147 a 123 miliardi di euro (-19 per cento circa rispetto all'anno precedente), e dalla diminuzione del controvalore negoziato sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), gestito da Mts Spa, passato da più di 1.900 miliardi di euro a poco meno di 1.600 miliardi (-18 per cento). Si rileva, peraltro, che il calo degli scambi su Mts prosegue dal 2002 con un tasso crescente nel tempo.

Si deve, tuttavia, rilevare che gli scambi sui mercati regolamentati danno un quadro parziale del mercato secondario italiano, poiché le negoziazioni di titoli obbligazionari fra investitori professionali avvengono in larga misura anche sui mercati Otc, mentre gli scambi in contropartita con investitori non professionali hanno luogo prevalentemente al di fuori dei mercati regolamentati e, in particolare, sui cosiddetti sistemi di scambi organizzati (Sso). Tali sistemi rappresentano un fenomeno rilevante, anche se estremamente eterogeneo, quanto a tipologia del sistema di scambi, bilaterali o multilaterali, alle condizioni di liquidità, al *pricing*, alle tipologie di strumenti trattati.

Dai dati relativi alle negoziazioni effettuate sugli Sso, che la Consob riceve con cadenza trimestrale a partire dall'inizio del 2003, emerge che il numero di sistemi presenti, pari a 332 a fine giugno 2005, risulta sostanzialmente stabile, con una netta prevalenza dei sistemi bilaterali (ossia dei sistemi in cui un singolo operatore – di solito lo stesso intermediario organizzatore dello scambio – espone le proprie proposte in acquisto e in vendita che possono essere accettate dagli altri operatori) rispetto ai sistemi multilaterali (ossia i sistemi nei quali opera una molteplicità di operatori in diretta concorrenza tra loro). Il numero dei contratti conclusi nei sistemi bilaterali è stabile (circa 1,4 milioni di contratti a semestre), mentre all'opposto vi è stata una notevole contrazione (pari a circa il 40 per cento) del numero dei contratti conclusi nei sistemi multilaterali, a partire dall'inizio del 2004, con una parziale inversione di tendenza nel primo semestre 2005 (Tav. 16).

Tav. 16

Operatività dei sistemi di scambi organizzati

Tipologia SSO		Numero SSO	Titoli negoziati	Totale contratti
Bilaterale	2003 - II semestre	331	19.546	1.401.200
	2004 - I semestre	325	20.020	1.396.071
	2004 - II semestre	329	20.460	1.439.130
	2005 - I semestre	328	21.509	1.474.566
	Totale (A)			5.710.967
Multilaterale	2003 - II semestre	5	1.612	551.705
	2004 - I semestre	5	1.341	456.597
	2004 - II semestre	5	1.337	328.028
	2005 - I semestre	4	1.530	404.087
	Totale (B)			1.740.417
Totale (A + B)				7.451.384

Fonte: Consob.

I sistemi di scambi organizzati costituiscono un importante circuito per la “negoziabilità” dei titoli obbligazionari di emanazione bancaria, ma non sempre il livello di liquidità effettiva sui singoli titoli è elevato. La parte preponderante delle negoziazioni sugli Sso riguarda, infatti, obbligazioni bancarie, quasi sempre emesse dallo stesso gruppo bancario cui appartiene il gestore del sistema. Per circa il 70 per cento di tali titoli gli scambi risultano piuttosto ridotti (meno di uno scambio ogni 2 settimane nell’arco del periodo considerato). Le principali criticità emergono con riferimento ai titoli di tipo “strutturato”, ossia con rendimenti legati all’andamento di parametri di mercato, spesso attraverso dei meccanismi di calcolo che rendono il titolo particolarmente rischioso e che non risultano di facile comprensione per l’investitore non qualificato.

Nel periodo che va dal secondo semestre 2003 al primo semestre 2005, il comparto obbligazionario, al quale si riferiscono 4,6 milioni di contratti su un totale di 7,5 milioni, pesa per oltre il 60 per cento in termini di contratti conclusi sugli Sso. All’interno del comparto obbligazionario sono prevalentemente scambiate le obbligazioni emesse da banche italiane (oltre 3 milioni di contratti nel biennio considerato) (Tav. 17).

Tav. 17

Titoli negoziati e contratti conclusi sugli scambi organizzati

		Numero titoli negoziati				Contratti conclusi				
		2003 II semestre	2004 I semestre	2004 II semestre	2005 I semestre	2003 II semestre	2004 I semestre	2004 II semestre	2005 I semestre	Totale contratti
Obbligazioni										
Banche	Gruppo straniero	514	604	653	739	41.733	47.760	46.343	63.509	199.345
	Gruppo italiano	17.230	17.581	18.098	18.969	735.046	769.902	735.853	827.927	3.068.728
Corporate	Gruppo straniero	914	865	866	903	277.587	202.924	103.336	142.388	726.235
	Gruppo italiano	201	198	174	173	130.839	87.072	41.050	28.228	287.189
Stati e organ. internazionali	Ente locale italiano	7	5	4	6	31	8	14	24	77
	Emit pubbl estero	349	365	348	421	52.908	105.594	74.581	86.757	319.840
Totale		19.215	19.618	20.143	21.211	1.238.144	1.213.260	1.001.175	1.148.833	4.601.412
Titoli pubblici										
Stati e organ. internazionali	Emit pubbl estero	496	542	564	590	62.457	56.496	35.442	77.236	231.631
	Emit pubbl italiano	165	172	159	161	544.233	485.389	660.840	586.578	2.277.040
Totale		661	714	724	751	606.690	541.885	696.284	663.814	2.508.673
Azioni										
Banche	Gruppo straniero	6	6	6	6	2.283	1.690	1.072	2.008	7.053
	Gruppo italiano	60	58	48	51	34.848	29.805	18.759	14.191	97.603
Corporate	Gruppo straniero	117	111	108	106	60.388	64.127	48.103	47.732	220.350
	Gruppo italiano	57	25	18	17	6.001	1.174	1.484	1.887	10.546
Totale		240	200	180	180	103.520	96.796	69.418	65.818	335.552
Non classificato		122	14	15	16	4.551	727	281	188	5.747

Fonte: Consob.

Tra le tipologie di titoli trattati assumono rilevanza anche le obbligazioni *corporate* emesse da soggetti esteri facenti parte di gruppi italiani quotati, inizialmente collocate presso investitori istituzionali. Per alcuni di questi titoli, per i quali maggiori sono gli elementi di rischio in merito alla solvibilità dell'emittente, risultano particolarmente rilevanti i profili di correttezza degli intermediari negoziatori, di liquidità del titolo e di informativa, in particolare se la controparte è un investitore *retail*.

A seguito delle crisi societarie che hanno coinvolto alcuni emittenti quotati (tra i più importanti: Parmalat, Cirio e Giacomelli) la negoziazione di obbligazioni *corporate* con la clientela *retail* nei sistemi di scambi organizzati ha subito una marcata riduzione, a vantaggio della vendita di altri strumenti tradizionalmente trattati su tali sistemi, quali le obbligazioni bancarie e i titoli di Stato, soprattutto italiani. La riduzione delle negoziazioni di obbligazioni *corporate* ha riguardato in misura maggiore le emissioni di dimensioni più piccole.

Gli scambi che coinvolgono obbligazioni corporate rappresentano circa il 13 per cento dei contratti complessivi. Le negoziazioni di tale tipologia di titoli subiscono una forte flessione nel corso del periodo considerato: le negoziazioni su titoli emessi sia da gruppi italiani sia da gruppi stranieri passano da oltre 400.000 contratti nel secondo semestre 2003, cioè nella fase immediatamente precedente al caso Parmalat, a circa 170.000 contratti nel primo semestre 2005.

Le negoziazioni di obbligazioni corporate di gruppi italiani hanno coinvolto, nei due anni considerati, complessivamente 168 titoli, emessi da società appartenenti a 55 gruppi diversi. Si registra una forte riduzione delle negoziazioni su tali strumenti finanziari che ha riguardato sia il numero di titoli trattati (passati da 131 a 78), sia il volume delle negoziazioni, in termini di numero contratti e relativi controvalori (questi ultimi si sono ridotti da 2.639 a 572 milioni di euro nei semestri considerati) (Tav. 18).

Tav. 18

Le negoziazioni di obbligazioni corporate emesse da gruppi italiani sui sistemi di scambi organizzati¹
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero titoli	Numero gruppi	Numero contratti	Controvalore
2003 - II semestre	131	47	123.681	2.639
2004 - I semestre	109	45	81.797	1.798
2004 - II semestre	92	35	36.559	869
2005 - I semestre	78	32	25.132	572
<i>Totale</i>	<i>168</i>	<i>55</i>	<i>267.169</i>	<i>5.882</i>

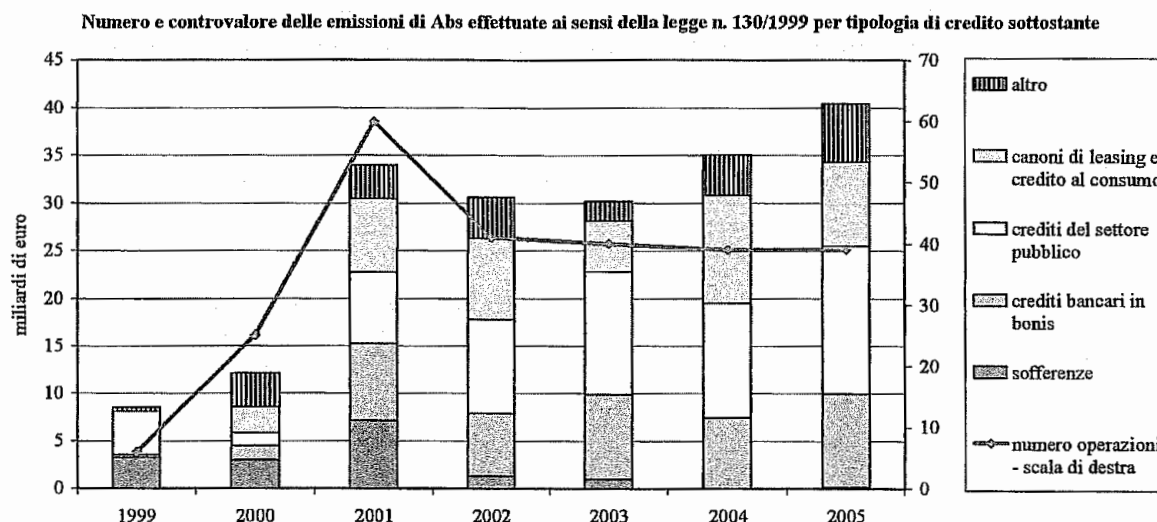
Fonte: Consob. ¹ Sono inclusi solo i titoli su cui sono stati effettuati almeno 10 contratti nel periodo considerato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

La ripartizione delle negoziazioni di obbligazioni corporate emesse da gruppi italiani per ammontare del prestito mostra che la riduzione degli scambi, pur essendo generalizzata per tutte le categorie di prestiti, è particolarmente marcata per le emissioni di piccole dimensioni. Per questa categoria di emissioni si registra, infatti, una contrazione del numero di contratti pari a circa il 93 per cento (da 8.207 a 565), soprattutto a partire dal secondo semestre 2004; per il comparto nel suo complesso il calo si attesta all'80 per cento.

5. Il mercato delle asset backed securities

Nel corso del 2005 le emissioni di titoli a seguito di operazioni di cartolarizzazione dei crediti hanno registrato un incremento di poco più del 15 per cento rispetto all'anno precedente, raggiungendo un ammontare pari a circa 40 miliardi di euro. È invece rimasto stabile a 39 il numero di operazioni (Fig. 34).

Fig. 34



Fonte: elaborazioni Consob su dati Securitisation.it. Per il 2005 la voce "altro" include emissioni di *covered bonds* per 4 miliardi di euro.

Secondo diversi osservatori l'Italia, dopo il Regno Unito, si è affermata come il più grande mercato europeo per emissioni di *asset backed securities* (Abs).

La ripartizione delle Abs emesse nel 2005 per tipologia di credito sottostante mostra la prevalenza, per numero di operazioni, dei titoli riferibili ai crediti di soggetti pubblici, per effetto del consistente programma di cartolarizzazioni di diverse tipologie di crediti e assets (in particolare immobili pubblici e crediti contributivi) avviato già da diversi anni; seguono le operazioni relative ai crediti in bonis e a quelli da canoni leasing (Appendice, Tav. A.11). È ormai marginale, invece, il peso dei crediti in sofferenza, che si è progressivamente contratto a seguito del venir meno della disciplina civilistica e fiscale di favore prevista dalla legge n. 130/1999 per le operazioni effettuate entro due anni dalla data di entrata in vigore della legge stessa. Nel 2005 si sono aggiunte, inoltre, le prime due operazioni di *covered bond* effettuate dalla Cassa Depositi e Prestiti sulla base di un provvedimento legislativo ad hoc varato nel 2003.

La prevalenza delle operazioni ascrivibili a società appartenenti al settore pubblico si conferma anche con riferimento al controvalore delle relative emissioni, che a fine 2005 ammontava a 17 miliardi di euro circa (12 nel 2004), pesando sul totale per il 39 per cento circa (35 nell'anno precedente). Le emissioni effettuate a fronte di cessione di crediti bancari, prevalentemente mutui ipotecari su abitazioni residenziali e commerciali, sono passate da 7 a circa 10 miliardi di euro, pesando sul totale per il 24 per cento circa (21 nel 2004); è diminuito, viceversa, l'ammontare riferibile alla cessione di crediti per canoni di leasing, da circa 9 a 7 miliardi di euro, e il relativo peso sul totale delle emissioni (dal 25 al 17 per cento nel periodo considerato).

La distribuzione delle diverse tranches di Abs emesse nel 2005 per grado di subordinazione e per tipologia di crediti sottostanti mostra che per quasi tutte le tipologie di operazioni il peso delle tranches junior è marginale e in progressiva contrazione, mentre risultano in aumento le quote delle tranches mezzanine (Tav 19).

Tav. 19

Composizione delle emissioni di Abs per tranches di subordinazione e tipologia di crediti sottostanti
(valori in percentuale)

	2003			2004			2005		
	Junior	Mezzanine	Senior	Junior	Mezzanine	Senior	Junior	Mezzanine	Senior
Crediti bancari in sofferenza	51,7	2,5	45,7	--	--	--	32,4	17,0	50,6
Crediti bancari <i>in bonis</i>	3,0	5,3	91,8	1,3	5,9	92,9	0,7	5,9	93,4
Crediti di soggetti pubblici	--	0,9	99,1	--	--	100,0	--	7,7	92,3
Crediti da operazioni di leasing	4,1	5,8	90,1	0,7	6,0	93,4	0,9	10,1	89,0
Prestiti personali e credito al consumo	3,6	4,4	92,1	1,5	4,9	93,6	3,1	7,0	89,9

Fonte: Securitisation.it. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

III – GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

1. *Struttura del settore dell'intermediazione mobiliare*

Il settore dell'intermediazione mobiliare in Italia è caratterizzato dalla presenza prevalente dei gruppi bancari, ai quali sono riconducibili, direttamente ovvero indirettamente tramite Sim e Sgr, una quota consistente dei proventi dell'intermediazione mobiliare e la quasi totalità dell'attività di gestione di patrimoni.

Va, peraltro, rilevato che le Sim, di matrice bancaria e non, hanno ormai assunto un ruolo marginale nel settore dell'intermediazione mobiliare. La loro quota di mercato è modesta in tutti i servizi di investimento, salvo che nei comparti dell'offerta fuori sede e della ricezione e trasmissione ordini (Tav. 20).

Tav. 20

Quota di mercato e composizione dei ricavi delle Sim
(valori percentuali al primo semestre 2005)

	Peso sui ricavi complessivi	Quota di mercato
Negoziazione per conto terzi	23,0	8,9
Negoziazione in conto proprio	5,5	..
Collocamento con preventiva sottoscrizione	0,5	1,0
Collocamento senza preventiva sottoscrizione	11,0	4,9
Gestione su base individuale	12,0	4,8
Ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	10,5	32,0
Offerta fuori sede	38,0	20,0

Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza.

In termini di incidenza dei ricavi, l'attività delle Sim si è ormai polarizzata sulla negoziazione in conto terzi (anche se con una quota di mercato, rispetto alle banche, assai modesta) e nell'offerta fuori sede (cioè nella distribuzione di prodotti finanziari tramite reti di promotori). Nel primo semestre 2005 l'attività di negoziazione per conto terzi ha concorso ai proventi complessivi delle Sim per il 23 per cento, mentre i proventi relativi all'offerta fuori sede pesano per il 38 per cento sui ricavi complessivi; le attività di gestione di patrimoni, di collocamento senza garanzia e di ricezione e trasmissione ordini concorrono, invece, in misura simile (di poco superiore al 10 per cento).

Nel primo semestre del 2005 i ricavi complessivi delle Sim sono stati pari a circa 470 milioni di euro (a fronte dei 6 miliardi di euro registrati nello stesso periodo dai primi 10 gruppi bancari; si veda il successivo § 2.); la quota relativa ai soggetti controllati da persone fisiche e gruppi non bancari è pari al 46 per cento circa (Tav. 21).

Tav. 21

Assetti proprietari delle Sim
(valori percentuali al 30 giugno 2005)

Soggetto controllante	Peso sul numero totale di Sim	Peso sui ricavi totali delle Sim
Gruppi bancari	28	54,2
Gruppi assicurativi	10	5,3
Gruppi finanziari	10	26,8
Persone fisiche	52	13,7
<i>Totale</i>	<i>100</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob.

Anche il numero di Sim e fiduciarie ha registrato una flessione, come peraltro già emerso negli anni precedenti: il numero di soggetti autorizzati si è infatti ridotto del 6 per cento circa, passando da 115 nel 2004 a 108 nel 2005.

Le cancellazioni dall'Albo Sim, pari a 11 (a fronte di 4 nuove iscrizioni), sono ascrivibili prevalentemente alla volontaria uscita dal mercato di soggetti marginali (7 casi); in 3 casi si sono registrate fusioni in Sgr o banche, mentre in un caso si è avuta la trasformazione in banca (Appendice, Tav. A.12).

Con riferimento, invece, alla gestione di patrimoni su base collettiva, si rileva che la maggior parte dei fondi comuni di investimento (aperti, chiusi e speculativi) è gestita da Sgr di matrice bancaria (95 su un totale di 179 società di gestione; Tav. 22).

Tav. 22

Società di gestione del risparmio per tipologia di gestione e assetti proprietari
(situazione al 31 dicembre 2005)

Tipologia di gestione	Soggetto controllante				Totale
	Gruppi bancari	Gruppi assicurativi	Intermediari finanziari non bancari	Persone fisiche	
Fondi aperti	44	9	6	10	69
Fondi chiusi	24	2	27	13	66
di cui Private equity	16	1	15	11	43
Fondi immobiliari	8	1	12	2	23
Fondi speculativi	22	2	8	5	37
Gestioni patrimoniali	5	--	2	--	7
<i>Totale</i>	<i>95</i>	<i>13</i>	<i>43</i>	<i>28</i>	<i>179</i>

Fonte: archivio Consob e prospetti informativi.

Il 92 per cento circa del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento di tipo aperto è riconducibile a gruppi bancari (Tav. 23).

Assetti proprietari delle società di gestione di fondi comuni¹
(percentuali sul totale del patrimonio gestito)

	Soggetto controllante						Totale
	Gruppi bancari		Gruppi assicurativi		Intermediari finanziari non bancari	Persone fisiche	
	di cui esteri		di cui esteri				
2000	93,5	4,0	5,3	3,8	0,4	0,8	100,0
2001	93,7	4,0	5,4	3,7	0,1	0,7	100,0
2002	94,0	4,5	5,0	3,0	0,2	0,9	100,0
2003	94,3	4,1	4,4	2,3	0,5	0,9	100,0
2004	93,5	3,5	5,2	2,8	0,6	0,8	100,0
2005	92,3	14,0	5,8	3,1	0,8	1,0	100,0

Fonte: archivio Consob sui prospetti informativi e dati Assogestioni sui patrimoni totali. Confronta Note metodologiche. ¹ Situazione al 31 dicembre riferita alle società di gestione di fondi comuni mobiliari aperti gestiti da intermediari di diritto italiano (le serie storiche sono state rettifiche in seguito all'inclusione dei fondi di fondi italiani e dei fondi esteri offerti in Italia istituiti da società appartenenti a gruppi italiani). Il patrimonio totale è considerato al lordo dei fondi riservati e dei fondi non armonizzati. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

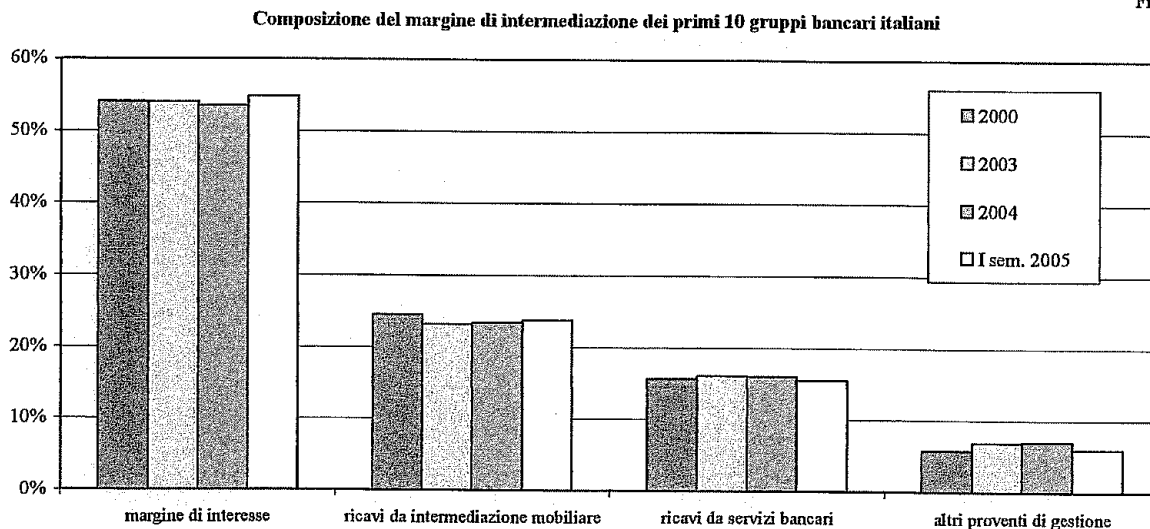
Tale dato, sostanzialmente in linea con quanto rilevato negli anni precedenti, mostra tuttavia un elemento di novità con riferimento al peso dei gruppi esteri, per i quali si è registrato un significativo incremento (dal 3,5 per cento nel 2004 al 14 per cento nel 2005). L'incremento è dovuto all'acquisizione del controllo di una Sgr di grandi dimensioni da parte di un gruppo bancario francese. Tale operazione rappresenta il primo esempio rilevante di ingresso diretto nel mercato domestico da parte di un soggetto estero e si affianca alla più diffusa modalità di presenza indiretta, consistente nella commercializzazione di quote/azioni di Oicr di diritto comunitario attraverso i canali distributivi di operatori nazionali.

2. I gruppi bancari

Oltre alla presenza, ormai dominante, delle banche e dei gruppi bancari, il settore dell'intermediazione mobiliare si va caratterizzando per un crescente livello di concentrazione. Ai primi 10 gruppi bancari per totale attivo è riferibile il 64 per cento circa del risparmio gestito e il 61 per cento circa dei ricavi da negoziazione. L'analisi dell'attività di intermediazione mobiliare dei primi 10 gruppi bancari consente, dunque, di avere un quadro sufficientemente rappresentativo dell'evoluzione del settore.

Fra il 2000 e il 2004 la composizione dei ricavi complessivi (margine di intermediazione) dei primi 10 gruppi bancari italiani è rimasta sostanzialmente stabile; si è registrata una lieve riduzione dell'incidenza del margine di interesse (dato essenzialmente dalla differenza fra interessi attivi e passivi), risalito però intorno al 55 per cento nel primo semestre 2005, mentre il peso dei ricavi da servizi bancari è rimasto stabile attorno al 15 per cento. Il peso dei ricavi da intermediazione mobiliare risulta, invece, in lieve flessione rispetto al 2000, rappresentando comunque poco meno di un quarto dei ricavi complessivi dei maggiori gruppi bancari italiani (Fig. 35).

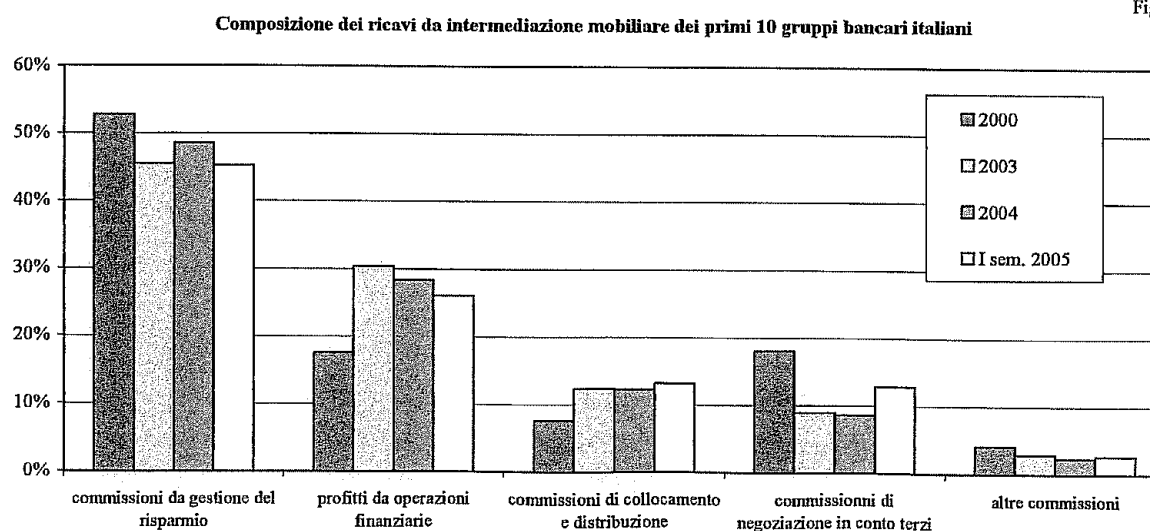
Fig. 35



Fonte: elaborazioni su dati dei bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.

La composizione dei ricavi da intermediazione mobiliare è, tuttavia, sensibilmente mutata nel corso degli ultimi anni. Il peso dei ricavi derivanti dalla gestione del risparmio (gestioni individuali e collettive) è sceso dal 52 per cento circa nel 2000 al 45 per cento circa nel primo semestre 2005, mentre è fortemente aumentata l'incidenza dei profitti da operazioni finanziarie (dal 17 per cento circa nel 2000 a più del 25 per cento nel primo semestre 2005) e delle commissioni nette da collocamento. Fra il 2000 e il 2004, si è invece più che dimezzata l'incidenza delle commissioni nette da negoziazione in conto terzi, poi in parte risalita nel primo semestre 2005 (Fig. 36).

Fig. 36



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.