

Statistiche e analisi

Analisi delle principali
caratteristiche del risparmio retail
amministrato da banche

Occasional report

dicembre

2024



La collana degli **Occasional Report** comprende approfondimenti e studi su tematiche di attualità di interesse istituzionale per la CONSOB.

Il presente Rapporto è stato curato da:

Francesco Adria e Francesco Quaranta (CONSOB).

Si ringraziano Paola Deriu, Giancarlo Russo e Paola Soccorso per il supporto fornito.

Le opinioni espresse nel presente Rapporto sono personali degli autori e non impegnano in alcun modo la CONSOB. Nel citarne i contenuti, non è pertanto corretto attribuirli alla CONSOB o ai suoi Vertici.

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

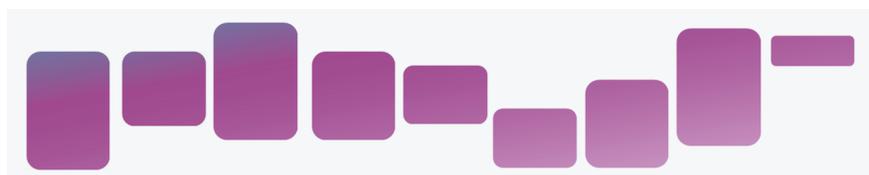
Segreteria di redazione e progettazione grafica:

Eugenia Della Libera, Lucia Pierantoni

Per informazioni e chiarimenti scrivere a: studi_analisi@consob.it

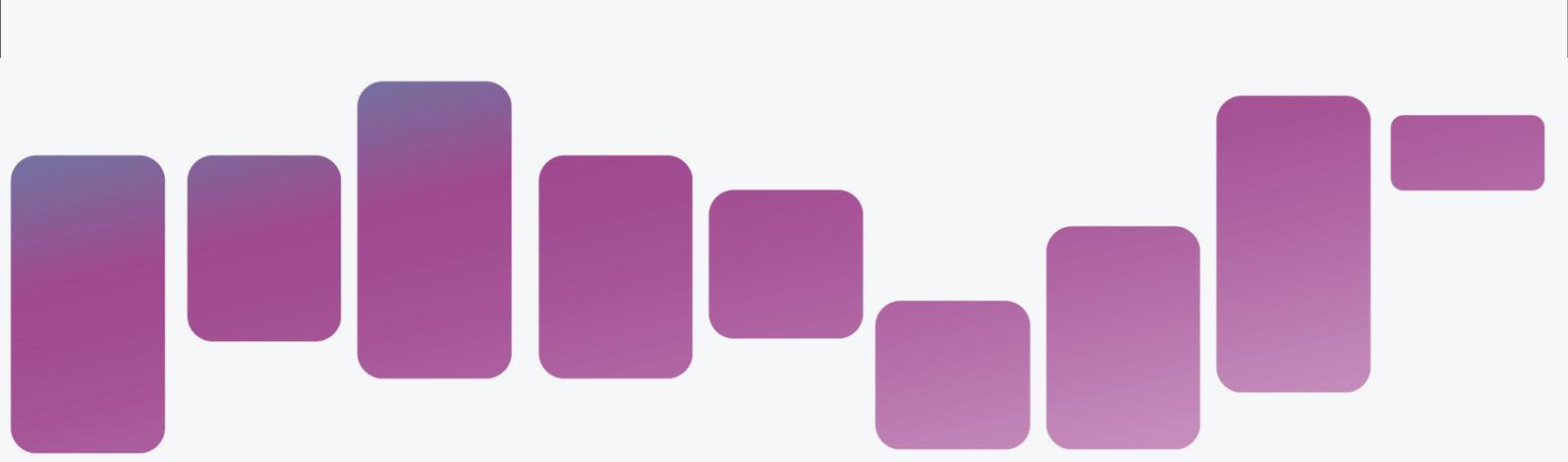
SINTESI

La composizione e la dinamica del risparmio amministrato è il risultato di scelte che gli investitori attuano in un contesto di asimmetrie informative e cognitive e sono quindi significativamente influenzate dall'attività degli intermediari che li assistono mediante la prestazione di servizi di investimento. Il presente studio è finalizzato ad analizzare alcune caratteristiche intrinseche degli strumenti finanziari presenti nei depositi titoli *retail* amministrati dalle banche, anche in una prospettiva evolutiva di medio-lungo periodo (2010 – 2023). Tali caratteristiche risultano determinanti nel connotare i portafogli di investimento in termini di rischiosità e comprensibilità e rivestono un ruolo centrale in materia di *investor protection*; l'analisi e il monitoraggio delle stesse assume, infatti, rilievo tanto nella prospettiva delle scelte di investimento effettuate dalla clientela quanto delle modalità operative adottate dagli operatori bancari. In particolare, dall'analisi delle caratteristiche degli strumenti finanziari, con riferimento ai soggetti emittenti e ai relativi settori economici di appartenenza, è emersa la prevalenza di investimenti in Titoli di Stato e Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). La diversificazione di portafoglio appare ottenuta principalmente a mezzo di forme di investimento collettivo del risparmio, mentre la componente di investimento diretto risulta concentrata su emittenti, valute e Paesi di primario *standing*. Gli investimenti connotati da potenziali conflitti di interesse tra intermediario e cliente sono risultati in crescita nel periodo di analisi, registrandosi altresì un cambiamento nella rilevanza delle fonti di conflitto, con il significativo incremento di quelle riconducibili alla percezione di *inducements* da parte dei soggetti distributori e il calo di quelle connesse alla distribuzione di titoli propri/di gruppo. Per gli strumenti finanziari 'classificati' come illiquidi e/o connotati da profili di complessità si è evidenziata una progressiva e costante contrazione.



SOMMARIO

<u>1. Introduzione</u>	<u>6</u>
<u>2. Approccio metodologico</u>	<u>9</u>
<u>3. Contesto</u>	<u>13</u>
<u>4. Analisi delle caratteristiche del risparmio retail amministrato da banche</u>	<u>19</u>
<u>5. Conclusioni</u>	<u>52</u>



Introduzione

Il presente lavoro mira ad analizzare le principali caratteristiche del risparmio *retail*, investito in strumenti finanziari, amministrato da banche (nel prosieguo si farà riferimento alle stesse anche con il termine ‘tratti distintivi’ o ‘fattori’). Tali caratteristiche sono state analizzate con riferimento all’intervallo temporale compreso tra il 2010 e il 2023, al fine di cogliere anche le principali dinamiche in atto in una prospettiva ‘storica’ di medio-lungo periodo.

Gli investimenti in strumenti finanziari custoditi e amministrati dagli intermediari per conto dei loro clienti costituiscono il risultato dell’operatività dei clienti medesimi¹. La composizione e la dinamica di tale aggregato è frutto di scelte che, soprattutto per la clientela *retail*, si attuano in un contesto di asimmetrie informative e cognitive e sono quindi significativamente influenzate dall’attività degli intermediari che assistono il cliente nel realizzare le operazioni sui mercati mobiliari mediante la prestazione di servizi di investimento.

Pur nella consapevolezza della centralità e specificità dei fattori distintivi del risparmio amministrato dal singolo intermediario, un’analisi a livello sistemico e aggregato delle sue caratteristiche e della relativa evoluzione costituisce un’importante informazione di contesto, utile a evidenziare tendenze di medio/lungo termine e a meglio inquadrare fenomeni di maggior dettaglio. Tale aspetto rileva altresì in una prospettiva di vigilanza in quanto l’osservazione nel tempo delle caratteristiche in esame permette, da un lato, di monitorare una serie di rischi ai quali i risparmi della clientela risultano, direttamente o indirettamente, esposti e, dall’altro, di evidenziare modalità operative adottate dagli intermediari nella prestazione di servizi di investimento, individuando le principali prassi di mercato.

La decisione di focalizzare l’attenzione sugli intermediari bancari risiede nell’assoluta centralità di tale tipologia di operatore nella prestazione di servizi

1 Il risparmio amministrato rappresenta pertanto il risultato di investimenti ‘diretti’ in strumenti finanziari effettuati dalla clientela, differenziandosi, in maniera sostanziale, dal risparmio gestito, nell’ambito del quale il cliente demanda all’intermediario le scelte di investimento e la relativa esecuzione nei limiti di un predefinito mandato.

di investimento, diversi dalla gestione patrimoniale, che incidono sulla struttura del risparmio amministrato. In dettaglio, nel contesto domestico, dall'osservazione dei flussi di collocamento realizzati da banche e imprese di investimento nel periodo giugno 2022 – giugno 2023 è emerso un peso relativo delle prime pari ad oltre il 98% dei volumi complessivi.

Come anticipato, l'analisi si riferisce al periodo 2010 – 2023; tale lasso temporale appare idoneo a includere le diverse fasi che caratterizzano un ciclo economico, che comunque influenzano le scelte di investimento, al contempo contenendo al suo interno cambiamenti normativi particolarmente rilevanti con specifico riferimento alla prestazione di servizi di investimento. A tale ultimo riguardo, si sottolinea che, nel periodo esaminato, si è assistito alla progressiva implementazione della Direttiva MiFID (recepita a livello nazionale a fine 2007), all'introduzione della nuova MiFID II, nonché all'attuazione di una serie di ulteriori normative indirettamente incidenti sulla prestazione dei servizi di investimento, tra le quali, a titolo esemplificativo e non esaustivo, la Direttiva 2009/65/CE (*The Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive – UCITS*), la Direttiva 2011/61/UE (*Alternative Investment Fund Managers Directive – AIFMD*), il Regolamento 2014/1286/UE (*Packaged Retail Investment and Insurance-based investments products Regulation – PRIIPs*), la Direttiva 2016/97/UE (*Insurance Distribution Directive – IDD*), le Direttive 2014/59/UE e 2019/879/UE (*Banking Recovery and Resolution Directive – BRRD e BRRD2*).

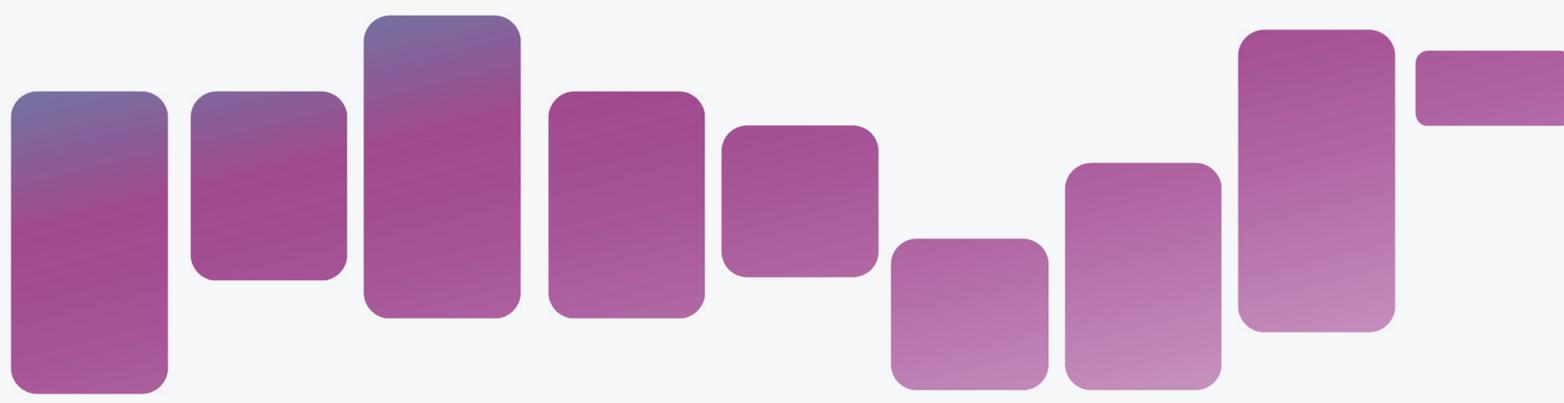
In tale contesto, sono stati oggetto di indagine otto tratti distintivi dei portafogli *retail* relativi, rispettivamente, all'esposizione al rischio valuta, all'esposizione al rischio Paese, alla concentrazione settoriale, all'esposizione al rischio emittente, all'esposizione al rischio liquidità, alla presenza di strumenti finanziari complessi², al profilo di scadenza degli investimenti e all'incidenza di strumenti finanziari in conflitto di interesse.

Nonostante tali tratti distintivi non possano considerarsi esaustivi nel definire tutti gli elementi che caratterizzano gli investimenti in strumenti finanziari, sono stati ritenuti quelli maggiormente significativi, considerato il set delle informazioni disponibili, per delineare la struttura del risparmio amministrato della clientela *retail*.

Il lavoro si compone come segue. Il capitolo 2 espone sinteticamente le principali scelte metodologiche. Il capitolo 3 illustra il più ampio contesto in cui si inseriscono gli investimenti in strumenti finanziari della clientela *retail* amministrati dalle banche. Il capitolo 4 passa in rassegna le principali evidenze

2 Si sottolinea che i profili di liquidità e complessità sono da tempo oggetto di specifica attenzione da parte della Consob anche tramite le Comunicazioni numero 9019104 del 2 marzo 2009 (*Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquid*) e numero 0097996 del 22 dicembre 2014 (*Sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail*). Entrambe le Comunicazioni sono state oggetto di revoca, con avviso del 3 febbraio 2022, in quanto si è ritenuto che gli orientamenti ivi contenuti fossero assorbiti dalle più ampie e articolate regole dettate dal vigente quadro normativo europeo in materia di prestazione di servizi di investimento.

dell'analisi condotta sugli intermediari bancari domestici, partitamente per ciascuno degli otto fattori sopra riportati, illustrando altresì, in appositi riquadri, focus tematici connessi a fenomeni di particolare rilevanza (quali, ad esempio, la crescita, in particolare in tempi recenti, dei Titoli di Stato). Il capitolo 5 reca le conclusioni dello studio.



Approccio metodologico

Per l'individuazione e la disamina dei citati otto tratti distintivi³ del risparmio amministrato *retail* in strumenti finanziari, in primo luogo sono state analizzate le caratteristiche anagrafiche⁴ degli strumenti finanziari presenti nei portafogli della clientela.

Per l'analisi di alcuni tratti distintivi, inoltre, sono state effettuate scelte dettate anche dalla disponibilità dei dati, tramite l'utilizzo di specifiche modalità di misurazione (in seguito '*proxy*'); a titolo esemplificativo, per la disamina del rischio di liquidità è stata individuata la presenza o meno di elementi quali, tra l'altro, la quotazione degli strumenti finanziari su mercati regolamentati.

La quantificazione di tali fattori, in termini di valore di mercato (cosiddetto *fair value*), nei depositi amministrati riconducibili a clienti *retail* è stata condotta attraverso specifiche rielaborazioni dei dati disponibili nell'ambito delle Segnalazioni Statistiche di Vigilanza trasmesse periodicamente dalle banche alla Banca d'Italia⁵.

- 3 Esposizione al rischio valuta; esposizione al rischio Paese; concentrazione settoriale; esposizione al rischio emittente; esposizione al rischio liquidità; presenza di strumenti finanziari complessi; profilo di scadenza degli investimenti; incidenza di strumenti finanziari in conflitto di interesse.
- 4 Tratte dal data base 'Anagrafe Titoli' tenuto dalla Banca d'Italia. Tra le caratteristiche anagrafiche degli strumenti finanziari rientrano, a titolo meramente esemplificativo, la data di scadenza o la quotazione su mercati regolamentati.
- 5 Si veda Circolare numero 272 del 30 luglio 2008 (Matrice di Conti) e Circolare numero 154 del 22 novembre 1994. In dettaglio, le analisi condotte sui risparmi amministrati da banche sono state svolte sulla Base Informativa A6, voce 41419 (strumenti finanziari della clientela), sottovoce 10 ('strumenti finanziari in deposito: di debito, di capitale e quote di OICR: fair value'). In tale ottica, sono stati considerati tutti gli strumenti finanziari, provvisti di codice ISIN, oggetto di segnalazione nell'ambito della citata voce. Le informazioni di cui sopra sono trasmesse dalla Banca d'Italia alla Consob ai sensi di apposito protocollo di intesa del 8 settembre 2009.

Le analisi sono state incentrate esclusivamente sulla clientela al dettaglio⁶ in considerazione, da un lato, del maggior grado di tutela che la normativa in materia di prestazione di servizi di investimento riserva agli stessi e, dall'altro, della storica rilevanza degli investimenti 'amministrati' *retail* nel contesto domestico e dell'elevato numero di clienti al dettaglio con strumenti finanziari in deposito presso banche.

Nell'ambito del risparmio amministrato in strumenti finanziari, alla data del 30 giugno 2023, la clientela *retail* incideva infatti per circa il 68,7% delle masse amministrate da banche⁷, per un controvalore di mercato pari a circa 1.036 miliardi di euro, mentre la clientela professionale contava per il 31,3% (circa 472 miliardi di euro).

La rilevanza della clientela *retail* emerge anche dall'osservazione del numero di clienti con strumenti finanziari detenuti presso il sistema bancario domestico: al 30 giugno 2023, a fronte di un numero complessivo di clienti⁸ pari a circa 11 milioni, oltre il 99% risultava classificato come *retail* dagli intermediari segnalanti.

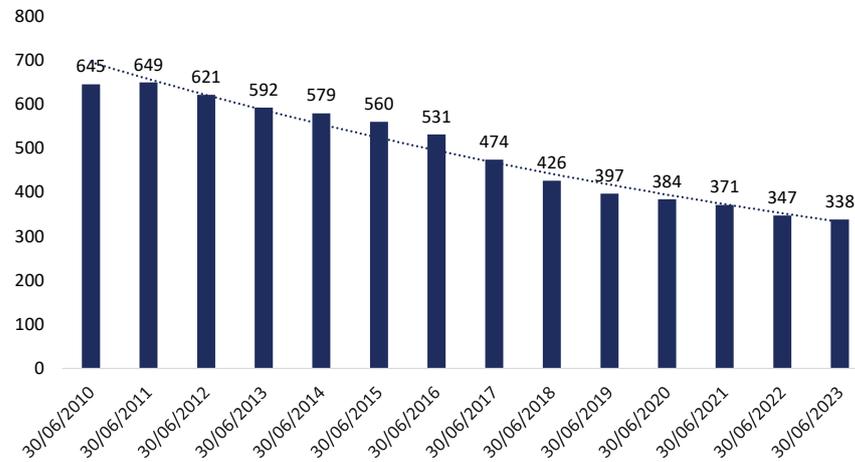
Quanto all'universo di intermediari esaminato, esso è costituito dalle banche operative in servizi di investimento nel mercato domestico che hanno prodotto segnalazioni nel periodo considerato. Stante l'ampio lasso temporale analizzato, tale insieme si è significativamente modificato nel corso del tempo per composizione e numero di soggetti; il grafico che segue riporta l'evoluzione, nel periodo 30 giugno 2010 - 30 giugno 2023, del numero di banche che hanno segnalato strumenti finanziari di pertinenza della clientela *retail* in deposito (Fig. 2.1).

6 La Direttiva MiFID prevede infatti che le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori, distinguendo tra clienti al dettaglio, professionali e controparti.

7 Dal computo sono stati espunti i controvalori in deposito relativi alle controparti qualificate al fine di depurare il dato complessivo da fenomeni di sub-deposito tra differenti tipologie di clientela. In dettaglio, nell'ambito delle citate Segnalazioni Statistiche effettuate dalle banche possono verificarsi fenomeni di deposito di strumenti finanziari da parte di clientela *retail* verso il proprio Istituto di riferimento, il quale procede, a sua volta, a depositare gli stessi presso altro intermediario, classificando in tal caso l'operazione di deposito come con controparte qualificata.

8 Si veda Circolare numero 272 del 30 luglio 2008 (Matrice dei Conti), Base Informativa A6, voce 41419 (strumenti finanziari della clientela), sottovoce 22 ('Numero clienti').

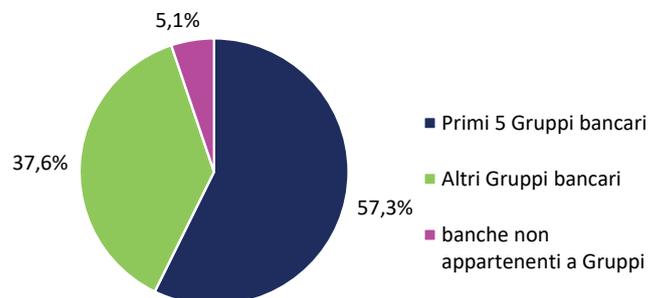
Fig. 2.1 - Evoluzione numero banche depositarie in Italia



Nel periodo di osservazione il numero di banche depositarie operative nel mercato domestico si è progressivamente ridotto, passando dalle 645 del 30 giugno 2010 alle più recenti 338 al 30 giugno 2023 (-47,6%), anche per effetto di operazioni di aggregazione.

Il grafico seguente illustra, alla data del 30 giugno 2023, la ripartizione delle masse amministrate per conto di clientela *retail*, pari complessivamente a circa 1.036 miliardi di euro, relative alle citate 338 banche, distinguendo tra soggetti appartenenti o meno a Gruppi bancari (Fig. 2.2).

Fig. 2.2 - Risparmio amministrato retail: appartenenza a Gruppi bancari



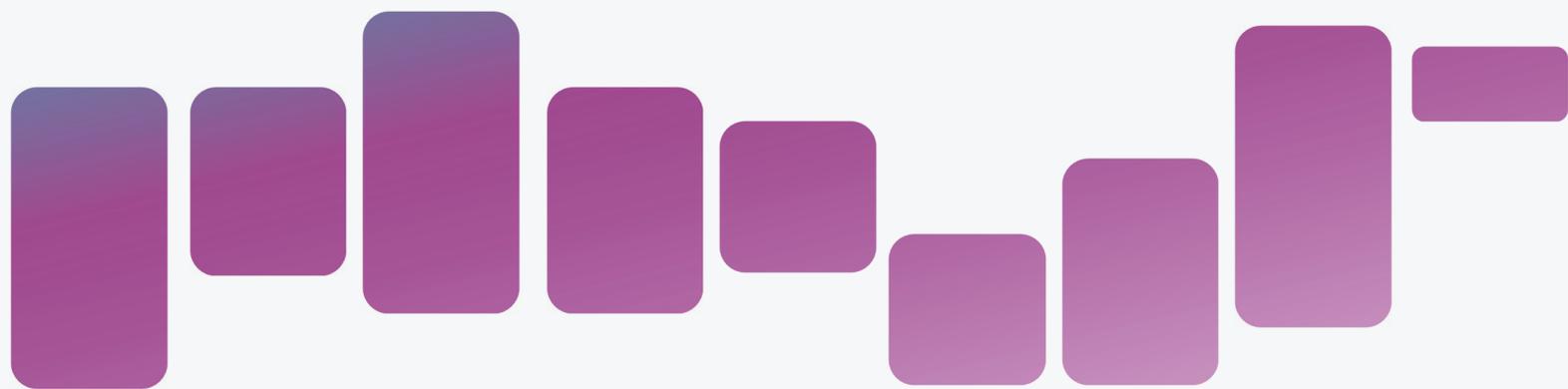
Quasi il 95% delle masse amministrate fa capo, dunque, a soggetti appartenenti a Gruppi bancari⁹ mentre solo il restante 5,1% afferisce a soggetti non rientranti in alcun Gruppo. I primi cinque Gruppi per ammontare di depositi *retail* ne detengono il 57,3%.

Nell'ambito dei Gruppi bancari rientrano 12 Gruppi facenti capo alle banche italiane che, soddisfacendo specifici criteri¹⁰, rientrano sotto la diretta supervisione della Banca Centrale Europea (cosiddette banche *significant*); tali Gruppi detengono, cumulativamente, circa il 77,5% dei risparmi amministrati per conto della clientela al dettaglio.

Nel complesso, emerge dunque un quadro connotato da una significativa e crescente concentrazione delle masse amministrate in capo a un numero ristretto di operatori bancari di grandi dimensioni, organizzati in Gruppi bancari.

9 In proposito, è stato preso a riferimento l'elenco di Gruppi bancari disponibile sul sito della Banca d'Italia.

10 Definiti nell'ambito del Single Supervisory Mechanism Framework Regulation (Regolamento 2014/468/UE) per la cooperazione tra Banca Centrale Europea e le singole autorità nazionali competenti.



Contesto

3.1	La ricchezza finanziaria delle famiglie	14
3.2	Gli investimenti in strumenti finanziari amministrati da banche	15

3.1 LA RICCHEZZA FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

Gli investimenti in strumenti finanziari da parte dei clienti *retail* oggetto della presente indagine costituiscono una delle componenti della ricchezza delle famiglie.

Dai dati della Banca d'Italia relativi alla ricchezza dei settori istituzionali in Italia¹¹, emerge come, all'ultima data disponibile¹², la ricchezza lorda delle famiglie risulti composta per il 44,8% da attività finanziarie e per il restante 55,2% da attività non finanziarie (queste ultime rappresentate per oltre il 94% da abitazioni e immobili non residenziali).

La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, nel periodo compreso tra il 30 giugno 2010 e il 30 giugno 2023, è cresciuta sensibilmente (+40,9%), passando da circa 3.755 miliardi di euro a 5.290 miliardi di euro¹³. Anche il suo peso relativo nell'ambito della ricchezza totale è cresciuto nel tempo, passando da circa il 36% nel 2010 al ridetto 44,8% del 2022.

Nell'intervallo temporale esaminato, si sono registrati anche cambiamenti qualitativi significativi nella composizione delle attività finanziarie delle famiglie; la tabella che segue ne mostra la dinamica (Tab. 3.1).

Tab. 3.1 - Ricchezza finanziaria delle famiglie: principali componenti

tipo asset	30/06/2010	30/06/2013	30/06/2016	30/06/2019	30/06/2022	30/06/2023
Biglietti, monete, depositi a vista e altri depositi	30,08%	31,04%	30,37%	31,11%	31,13%	29,80%
Titoli di Stato e delle altre amministrazioni	5,11%	4,85%	3,19%	3,13%	2,35%	4,18%
Titoli a medio/lungo emessi da Istituzioni Finanziarie Monetarie	9,82%	9,00%	3,61%	1,39%	0,43%	0,67%
Altri titoli a medio/lungo termine	5,27%	3,05%	2,49%	2,35%	1,49%	1,76%
Totale quote di fondi comuni	8,26%	10,17%	13,69%	13,98%	12,99%	13,15%
Assicurazioni, pensioni e garanzie standard	18,45%	19,10%	21,62%	23,84%	21,00%	20,48%
Azioni	19,83%	19,47%	21,81%	21,12%	27,25%	26,47%
altro*	3,18%	3,32%	3,23%	3,06%	3,37%	3,49%

* Rientrano in tale voce: prestiti a breve concessi, titoli di debito a breve termine esteri, strumenti finanziari derivati e stock option conferite ai dipendenti, altri conti attivi.

**Fonte: rielaborazioni degli autori su dati estratti dalla "Base Dati Statistica" (BDS) di Banca d'Italia.

11 <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/index.html>

12 Dato relativo all'anno 2022.

13 Si veda Base Dati Statistica della Banca d'Italia (<https://www.bancaditalia.it/statistiche/basi-dati/bds/index.html>).

Nel periodo d'osservazione si è registrata la sostanziale stabilità dell'incidenza delle voci riferibili alla cosiddetta 'liquidità'¹⁴ (si veda 'Biglietti monete e depositi a vista' e 'Altri depositi' nella Tab. 3.1), nel cui ambito è possibile inquadrare la crescita della componente a vista e la parallela contrazione delle altre tipologie di depositi¹⁵.

Nel medesimo intervallo sono risultati in significativa contrazione i titoli emessi da banche (si veda 'Titoli a medio/lungo emessi da Istituzioni Finanziarie Monetarie' nella Tab. 3.1), da circa il 9,8% allo 0,7% al 30 giugno 2023, nonché i Titoli di Stato e delle altre amministrazioni pubbliche, passati dal 5,1% del 30 giugno 2010 al 2,3% del 30 giugno 2022, con una successiva rilevante ripresa sino al 4,2% registrato a metà del 2023¹⁶.

Di converso, si è assistito all'incremento degli investimenti in quote di fondi (dall'8,2% a circa il 13%), delle attività assicurative e previdenziali (dal 18,4% a circa il 20,5%) e della componente azionaria (dal 19,8% al 26,5%¹⁷), quest'ultima anche per la positiva congiuntura del mercato¹⁸.

3.2 GLI INVESTIMENTI IN STRUMENTI FINANZIARI AMMINISTRATI DA BANCHE

Il risparmio amministrato *retail* in strumenti finanziari costituisce, come detto, parte della ricchezza delle famiglie, in particolare di quella finanziaria, unitamente ad ulteriori componenti quali, ad esempio, depositi bancari, biglietti e moneta e fondi pensione. Pur nella consapevolezza della non perfetta confrontabilità fra numeratore (strumenti finanziari detenuti da banche per conto di clienti *retail*) e denominatore (ricchezza totale/finanziaria delle famiglie)¹⁹, tale componente rappresenta circa il 9% della ricchezza totale e il 20% della ricchezza finanziaria delle famiglie.

14 In termini monetari l'aggregato è cresciuto considerevolmente nel periodo analizzato, complice anche la progressiva contrazione, sino a tempi recenti, della raccolta obbligazionaria.

15 Con una lieve inversione di tendenza tra il 30 giugno 2022 e il 30 giugno 2023.

16 Anche i dati di *survey* illustrati nell'ultimo *Rapporto CONSOB sulle scelte di investimento delle famiglie italiane* evidenziano che gli investimenti maggiormente diffusi – in termini di percentuale di intervistati che dichiara di detenere gli stessi – nei portafogli degli investitori al dettaglio sono certificati di deposito e buoni fruttiferi postali (48%), seguiti da titoli di Stato (39%), fondi comuni di investimento (36%), obbligazioni (35%), depositi vincolati e azioni (32%); dati risalenti al momento dell'indagine, realizzata tra gennaio e marzo 2024; il Rapporto 2024 è disponibile al seguente link: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>.

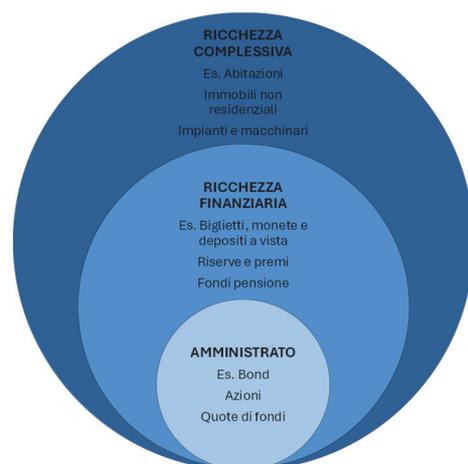
17 Il dato relativo alle azioni al 30 giugno 2023 (26,5%) risultava composto per il 22,9% da azioni non quotate e altre partecipazioni emesse da residenti.

18 Prendendo a riferimento l'indice italiano FTSE MIB, la crescita realizzata nel periodo 2010-2023 è stata pari a circa il 75%.

19 Ciò in ragione della non perfetta coincidenza del perimetro soggettivo rappresentato, in un caso, dalla clientela *retail* e, nell'altro, dalle famiglie italiane; infatti, nell'ambito della clientela

Al fine di meglio inquadrare gli aggregati in esame, la Fig. 3.1 rappresenta, in una prospettiva di tipo additivo, esempi degli elementi che compongono rispettivamente il risparmio amministrato in strumenti finanziari, la ricchezza finanziaria delle famiglie e la ricchezza complessiva delle stesse.

Fig. 3.1 - Composizione amministrato, ricchezza finanziaria e ricchezza complessiva



Nel periodo oggetto di indagine, il risparmio amministrato *retail* ha fatto registrare un andamento altalenante in termini di controvalori complessivi, per effetto, da un lato, della variabilità delle preferenze della clientela fra strumenti finanziari e altre tipologie di investimento²⁰, dall'altro, delle dinamiche di mercato che influenzano, attraverso variazioni di prezzo, la valorizzazione degli strumenti finanziari nei depositi amministrati: tali controvalori sono così passati da circa 1.164 miliardi di euro al 30 giugno 2011 agli 879 miliardi di euro al 30 giugno 2020, per attestarsi, come detto, attorno ai 1.036 miliardi di euro al 30 giugno 2023.

La seguente tabella riporta l'evoluzione nel tempo degli investimenti nelle principali tipologie di strumenti finanziari presenti nel risparmio amministrato *retail* (Tab. 3.2).

retail, risultano inclusi anche soggetti diversi dalle famiglie (quali, ad esempio, società non finanziarie) mentre nel gruppo delle famiglie possono figurare anche clienti classificati, ai fini MiFID, come 'professionali'.

20 Per chiarire ulteriormente tale affermazione, si consideri ad esempio che, in caso di spostamenti della clientela *retail* di parte dei propri investimenti da depositi bancari a Titoli di Stato, l'aggregato si accrescerebbe, viceversa diminuirebbe in caso di vendita di obbligazioni e immissione del ricavato in conti correnti bancari.

Tab. 3.2 - Natura dei titoli presenti nei portafogli 'amministrati' della clientela retail in termini di incidenza percentuale

natura del titolo	30/06/2010	30/06/2013	30/06/2016	30/06/2019	30/06/2022	30/06/2023
obbligazioni	50,0%	41,5%	25,3%	13,4%	7,1%	8,0%
fondi comuni di investimento	16,6%	27,4%	44,3%	54,8%	61,0%	53,8%
titoli di Stato	19,3%	20,5%	18,8%	17,6%	15,0%	22,5%
azioni	13,5%	9,7%	10,4%	12,6%	15,0%	14,0%
altri strumenti	0,6%	0,8%	1,2%	1,6%	1,9%	1,7%

Fonte: rielaborazioni degli autori su dati disponibili sulla base delle segnalazioni statistiche di vigilanza della Banca d'Italia.

Dall'osservazione della tabella è in primo luogo possibile desumere il progressivo calo della componente obbligazionaria, rappresentata in buona parte da emissioni bancarie, con un peso passato dal 50% al 30 giugno 2010 all'8% del 30 giugno 2023.

Di converso, nel medesimo intervallo temporale, si è assistito ad un incremento del medesimo ordine di grandezza dei fondi comuni di investimento, cresciuti dal 16,6% al 53,8%. Tendenzialmente più stabili i controvalori riconducibili a Titoli di Stato e azioni.

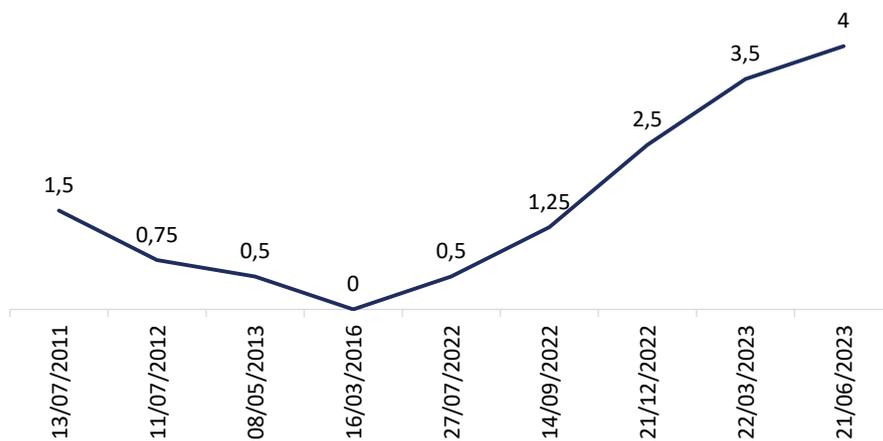
A fronte di tali dinamiche di medio-lungo periodo, si registra, tuttavia, un'inversione di *trend* in tempi più recenti (giugno 2022 – giugno 2023), con un significativo incremento dell'incidenza dei Titoli di Stato (+7,5%) e un decremento della componente fondi (-7,2%). Anche le obbligazioni mostrano una seppur contenuta inversione della tendenza decrescente (+1% circa), che risulta più significativa se si considera la crescita dei tassi di mercato che determina una contrazione dei valori di tale tipologia di strumenti.

La dinamica appare coerente con l'evoluzione del quadro macroeconomico delineatosi a seguito dell'avvio del conflitto russo-ucraino, della successiva spirale inflazionistica e delle conseguenti manovre di politica monetaria adottate dalle diverse Banche Centrali.

Per l'Eurosistema, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale, fissato dal Consiglio direttivo della BCE, è passato da valori prossimi allo 0% al 4% nel periodo giugno 2022 – giugno 2023. Il grafico seguente illustra l'evoluzione del fenomeno in esame (Fig. 3.2)²¹:

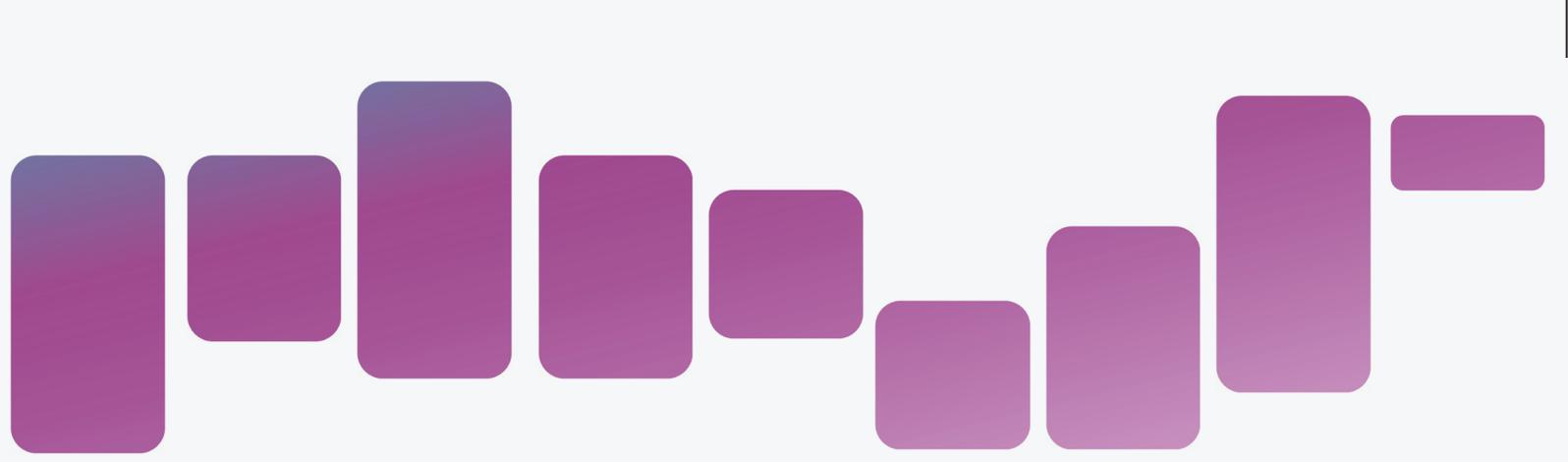
21 https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

Fig. 3.2 - Tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale Eurosistema



Fonte: European Central Bank, Key ECB interest rates.

Conseguentemente a tale evoluzione, l'offerta di titoli di debito sul mercato ha presentato tassi di rendimento in progressiva crescita, circostanza che ne ha aumentato l'attrattività presso la clientela *retail*, a discapito di altre *asset class* (ad esempio depositi a vista; si veda Tab. 3.1).



Analisi delle caratteristiche del risparmio retail amministrato da banche

Nel contesto sopra delineato è stata condotta una specifica analisi volta ad individuare le caratteristiche degli investimenti in strumenti finanziari della clientela *retail* presenti nei depositi amministrati da parte di operatori bancari. In particolare, come anticipato, per ciascuna delle caratteristiche analizzate, si è proceduto a rappresentarne le proprietà, l'evoluzione storica, gli elementi di maggior granularità all'ultima data di riferimento (ad esempio con focus per tipologie di strumenti finanziari) nonché, laddove ritenuti utili, a condurre specifici approfondimenti tematici.

4.1	Esposizione al rischio valuta	20
4.2	Esposizione al rischio Paese	23
4.3	Concentrazione settoriale	27
4.4	Esposizione al rischio emittente	31
4.5	Esposizione al rischio liquidità	34
4.6	Presenza di strumenti finanziari complessi	38
4.7	Profilo di scadenza degli investimenti	43
4.8	Incidenza di strumenti finanziari in conflitto di interesse	48

4.1 ESPOSIZIONE AL RISCHIO VALUTA

Il tasso di cambio è il prezzo a cui una valuta può essere scambiata con un'altra (ad esempio, euro contro dollaro). Investimenti in valuta diversa rispetto a quella normalmente utilizzata per le transazioni possono esporre l'investitore al rischio di variazioni dei relativi saggi di scambio (rischio di cambio o rischio valuta).

Per il computo dell'esposizione al rischio valuta è stata calcolata l'incidenza dei controvalori degli strumenti finanziari in deposito espressi in ciascuna valuta rispetto al risparmio amministrato *retail* complessivo.

La tabella che segue riporta l'evoluzione, nel periodo compreso tra il 30 giugno 2010 e il 30 giugno 2023, dell'esposizione del risparmio amministrato *retail* alle diverse valute di denominazione degli strumenti finanziari (Tab. 4.1).

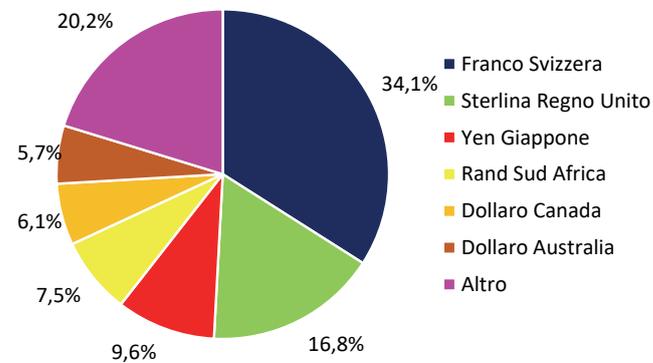
Tab. 4.1 - Amministrato retail per principali valute

Data contabile	Euro	Dollaro Stati Uniti	Altre valute
30/06/2010	96,6%	2,4%	0,9%
30/06/2011	96,9%	2,3%	0,8%
30/06/2012	96,4%	2,6%	1,0%
30/06/2013	96,1%	2,9%	1,0%
30/06/2014	95,3%	3,5%	1,2%
30/06/2015	93,8%	4,7%	1,6%
30/06/2016	92,8%	5,5%	1,7%
30/06/2017	92,2%	6,0%	1,7%
30/06/2018	92,2%	6,2%	1,6%
30/06/2019	91,8%	6,7%	1,5%
30/06/2020	91,6%	7,1%	1,3%
30/06/2021	90,5%	8,4%	1,1%
30/06/2022	91,1%	7,9%	1,0%
30/06/2023	92,5%	6,6%	0,9%

A fronte di una sostanziale stabilità nella ripartizione, l'euro rappresenta, naturalmente, la valuta di riferimento, con un'incidenza compresa nel range 90,5%-96,9% degli investimenti *retail* in strumenti finanziari, seguita dal dollaro americano che, nel periodo di osservazione, ha fatto registrare un progressivo incremento, per assestarsi, al 30 giugno 2023, attorno al 6,6% (pari a circa 68,8 miliardi di euro).

Le restanti valute rivestono, storicamente, un peso marginale, con un'incidenza, complessivamente considerata, all'ultima data contabile, dello 0,9% - circa 8,9 miliardi di euro di investimenti (Fig. 4.1).

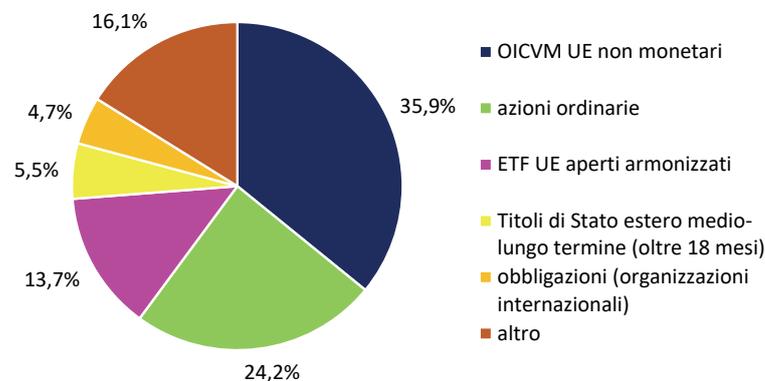
Fig. 4.1 - Amministrato retail: altre valute estere



Pur nella marginalità del fenomeno, fra le altre valute si osserva un'elevata concentrazione (circa il 50%) nelle esposizioni in franchi svizzeri e sterlina inglese, valute che, evidentemente, risultano più 'familiari' all'investitore *retail* domestico, anche per effetto, rispettivamente, della prossimità territoriale con la Svizzera e della valenza di tale valuta quale 'bene rifugio'²² nonché dell'appartenenza, sino a tempi recenti, del Regno Unito all'Unione Europea.

La figura che segue rappresenta la composizione delle consistenze in deposito, in termini di tipologie degli strumenti finanziari espressi in valute diverse dall'euro, complessivamente pari a 77,8 miliardi di euro al 30 giugno 2023 (Fig. 4.2).

Fig. 4.2 - Tipologie di strumenti finanziari in valuta diversa da euro



²² In termini generali, per beni rifugio si intendono quei beni dotati di un valore intrinseco che, tendenzialmente, non subiscono particolari oscillazioni nei periodi di turbolenza dei mercati e/o della congiuntura economica.

Gli strumenti finanziari in valuta estera sono rappresentati da Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari UE (OICVM²³) nel 36% dei casi (circa 28 miliardi di euro²⁴), azioni ordinarie nel 24,2% (circa 19 miliardi di euro) ed *Exchange traded funds* (ETF)²⁵ nel 13,7% (circa 10,6 miliardi di euro)²⁶.

23 Si tratta di una tipologia di OICR (Organismi istituiti per la gestione collettiva del risparmio con patrimonio autonomo raccolto tra una pluralità di investitori tramite quote o azioni) che rispettano le norme della Direttiva UCITS 2009/65/CE.

24 Per quanto concerne gli OICVM UE – espressi in valuta diversa dall'euro - si precisa che la quasi totalità degli stessi risulta denominata in dollari americani.

25 In relazione agli ETF si veda, per maggiori dettagli, il Riquadro 5 'Investimenti in Exchange traded funds (ETF)'.

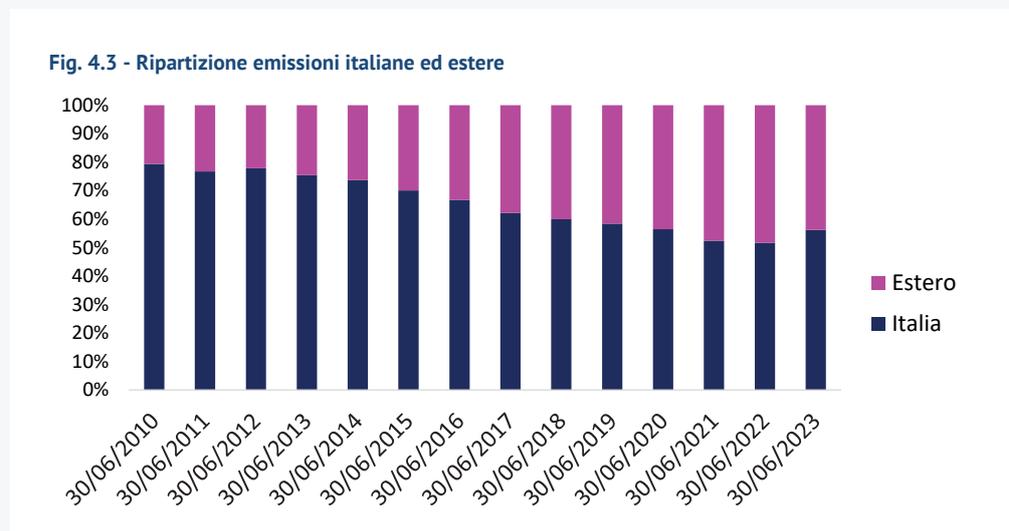
26 Si precisa che gli ETF in valuta estera rivestono un peso maggiore nell'ambito degli strumenti finanziari espressi in valuta estera rispetto all'incidenza di tale tipologia di strumenti rispetto al risparmio retail complessivo.

4.2 ESPOSIZIONE AL RISCHIO PAESE

Il rischio Paese (o rischio sovrano) può essere genericamente definito come quello derivante dall'incapacità di uno Stato nazionale di onorare i propri impegni finanziari.

Al fine di definire una *proxy* del rischio Paese, sono state aggregate le esposizioni afferenti agli emittenti riconducibili al medesimo Paese. Infatti, il *default* di uno Stato si riverbera, tipicamente, anche sugli altri emittenti della stessa nazionalità.

Il grafico che segue illustra la progressiva crescita della componente estera rispetto alle consistenze relative a emittenti italiani (Fig. 4.3).



La componente estera è più che raddoppiata, in termini di incidenza sul totale amministrato, nel periodo 2010-2023, passando dal 20,6% al 43,8%, mentre i controvalori di mercato sono quasi triplicati nel medesimo periodo (da circa 167 miliardi di euro al 30 giugno 2010 a 453 miliardi di euro al 30 giugno 2023)²⁷. Specularmente, la componente italiana si è contratta dal 79,4% al 56,2% (con controvalori in calo da circa 644 miliardi di euro a 583 miliardi di euro).

Si sottolinea, di contro, l'inversione di tendenza nel periodo giugno 2022 – giugno 2023, prevalentemente per il forte contributo degli investimenti in Titoli di Stato italiani (Riquadro 1).

27 Ciò in virtù del corrispondente incremento dell'intero aggregato amministrato *retail*.

Riquadro 1

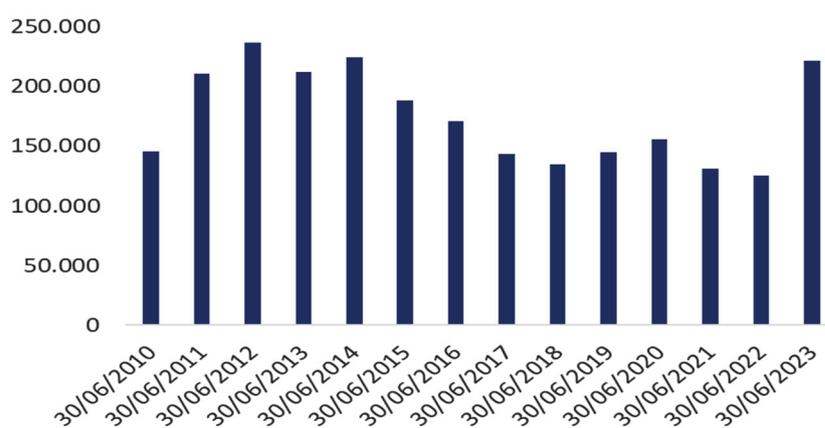
INVESTIMENTI IN TITOLI DI STATO ITALIANI

Dall'esame delle Segnalazioni Statistiche di Vigilanza, è emerso come, all'ultima data di osservazione, l'83% delle masse in deposito afferenti a titoli della specie risultavano detenute per conto di clientela al dettaglio²⁸.

Nel periodo di indagine, la componente dei Titoli di Stato nel risparmio amministrato ha vissuto una fase di crescita sino al 2012, seguita da un periodo di stabilità sino al 2014, data a partire dalla quale si è assistito a una progressiva contrazione delle consistenze in deposito. Dal 2012 al 2022 l'aggregato in esame è passato da circa 236 miliardi di euro a 125 miliardi di euro (-47%). Di converso, nell'ultimo anno di osservazione, gli investimenti *retail* nei Titoli di Stato hanno trovato nuovo impulso, collocandosi intorno ai 222 miliardi di euro.

Le dinamiche appena descritte risultano evidenti dalla seguente rappresentazione:

Ammontare Titoli di Stato Repubblica Italiana nei depositi retail (2010-2023)

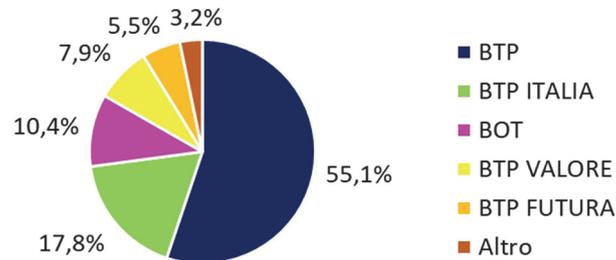


Dati in milioni di euro.

Per quanto concerne le principali tipologie di Titoli di Stato italiani in deposito, al 30 giugno 2023 emergeva la netta prevalenza di strumenti a cedola rispetto ai cosiddetti *zero coupon* e, in tale ambito, dei Buoni del Tesoro poliennali (Btp), così come di seguito rappresentato:

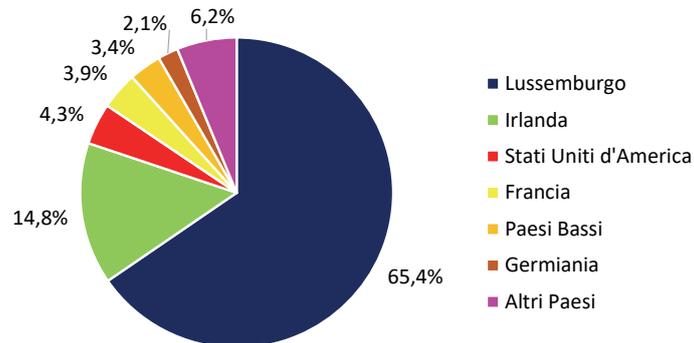
28 Per tale calcolo sono stati espunti i controvalori in deposito relativi alle controparti qualificate al fine di depurare il dato complessivo da fenomeni di sub-deposito tra differenti tipologie di clientela.

Tipologie di Titoli di Stato nei depositi retail al 30 giugno 2023



Il grafico seguente mostra, con riferimento agli strumenti finanziari afferenti a emittenti esteri, la ripartizione per Paese al 30 giugno 2023 (Fig. 4.4).

Fig. 4.4 – Titoli di emittenti esteri nei depositi retail: ripartizione per Paese



È possibile osservare una forte concentrazione in specifici Paesi di origine degli emittenti esteri: i primi cinque Paesi per esposizione rappresentano quasi il 92% dei controvalori in deposito – con una quota nettamente prevalente riconducibile a Lussemburgo (65,4%) e Irlanda (14,8%).

Tanto la crescita complessiva della componente estera quanto la rilevanza di Paesi quali Lussemburgo e Irlanda, risulta in larga misura spiegabile dalla crescita delle masse investite in fondi comuni di investimento dell'Unione Europea. A tale fenomeno hanno contribuito, tra l'altro, le normative comunitarie di settore che hanno progressivamente garantito, nella prospettiva di un mercato dei capitali sempre più integrato a livello UE, una maggiore facilità di

circolazione di tali strumenti finanziari nell'Unione²⁹. Peraltro, una quota non trascurabile di fondi comuni di investimento irlandesi e lussemburghesi risulta riconducibile a gestori di matrice italiana come si dirà meglio nel prosieguo (si veda il paragrafo 4.4 'Esposizione al Rischio Emittente').

29 In particolare, la direttiva UCITS, e successivi emendamenti, specificando, tra l'altro, in quali *asset class* può investire un fondo, come gli investimenti sono legati alle *asset class* e come viene valutato un fondo, mira all'armonizzazione e alla libera circolazione degli stessi.

4.3 CONCENTRAZIONE SETTORIALE

Al fine di identificare la presenza di elevati livelli di concentrazione nei portafogli della clientela di strumenti finanziari emessi da soggetti attivi in un determinato settore produttivo, è stata considerata la classificazione prevista dalle 'Istruzioni relative alla classificazione della clientela' della Banca d'Italia³⁰.

Mantenendo la già citata distinzione tra emittenti italiani ed esteri³¹ (si veda il precedente paragrafo 2 'Esposizione al Rischio Paese'), è stata quindi indagata l'evoluzione nel tempo dell'esposizione della clientela al dettaglio ai diversi settori di appartenenza degli emittenti di strumenti finanziari presenti nei risparmi amministrati da banche.

La tabella che segue espone, per quanto concerne gli emittenti italiani, l'andamento dei principali settori istituzionali (Tab. 4.2).

Tab. 4.2 – Andamento dell'incidenza dei principali settori istituzionali italiani

Data contabile	Tesoro dello Stato	Sistema bancario	Fondi comuni di investimento mobiliare, SICAV e SICAF	Altri settori italiani
30/06/2010	22,6%	50,8%	9,7%	16,9%
30/06/2011	23,6%	48,6%	12,7%	15,1%
30/06/2012	26,6%	48,6%	10,8%	14,0%
30/06/2013	26,0%	48,1%	13,5%	12,4%
30/06/2014	27,4%	42,6%	16,6%	13,5%
30/06/2015	24,6%	37,3%	23,0%	15,1%
30/06/2016	26,5%	32,5%	27,7%	13,3%
30/06/2017	24,3%	26,9%	32,7%	16,2%
30/06/2018	25,2%	21,1%	37,4%	16,4%
30/06/2019	28,1%	19,3%	36,7%	15,9%
30/06/2020	31,4%	16,3%	36,4%	16,0%
30/06/2021	26,7%	14,8%	39,2%	19,3%
30/06/2022	27,5%	13,9%	39,5%	19,1%
30/06/2023	38,1%	13,9%	31,6%	16,4%

Si evidenzia, dal punto di vista 'storico', una significativa e progressiva contrazione della componente bancaria (passata da circa 327,5 miliardi di euro al 30 giugno 2010 a 81,3 miliardi di euro al 30 giugno 2023) in favore delle emissioni afferenti a fondi comuni di investimento e affini (cresciuti da 62,2

30 Amministrazioni Pubbliche, società finanziarie, società non finanziarie, famiglie, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, resto del mondo e unità non classificabili e non classificate (a loro volta articolati in sottosectori e sottogruppi); si veda Circolare della Banca d'Italia n. 140 del 11 febbraio 1994.

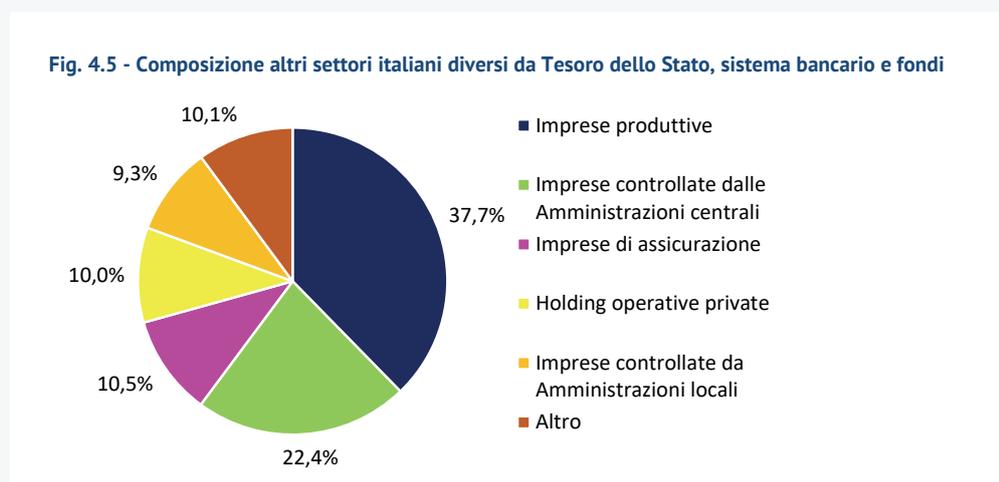
31 Ai medesimi settori previsti per la componente italiana ed estera sono associati differenti codici identificativi; pertanto, al fine di ridurre i margini di discrezionalità legati a un'eventuale attività di riconciliazione manuale, si è ritenuto opportuno mantenere tale distinzione.

miliardi di euro a 184 miliardi di euro) e, in misura minore, al settore pubblico (aumentato 145,6 miliardi di euro a 221,8 miliardi di euro) soprattutto grazie all'accelerazione dell'ultimo anno di analisi.

Pur considerando tali dinamiche, si registra, per tutte le date analizzate, un'elevata concentrazione dei controvalori degli strumenti finanziari in deposito in capo al settore pubblico, al settore 'fondi comuni di investimento, SICAV, SICAF' e soggetti bancari, con i restanti settori che oscillano complessivamente nel range 12,4% - 19,3%.

In termini assoluti, a fronte di un controvalore di strumenti finanziari emessi da soggetti italiani pari a circa 582,8 miliardi di euro all'ultima data di riferimento, i tre sopracitati settori contavano per circa 487,2 miliardi di euro, mentre la voce 'altri settori' per i restanti 95,6 miliardi di euro.

Il grafico che segue mostra la composizione, al 30 giugno 2023, della citata voce 'altri settori' (Fig. 4.5).



I dati mostrano dunque come, pur nel contesto del mercato mobiliare, il percorso diretto del risparmio fra clienti *retail* e imprese produttive non appartenenti al settore finanziario³², non risulta particolarmente sviluppato, sostanziandosi in investimenti contenuti in strumenti emessi direttamente da imprese produttive; sussiste infatti una significativa componente di 'intermediazione', testimoniata dai consistenti investimenti nel settore statale, bancario e di intermediazione finanziaria.

Passando all'esame degli emittenti esteri, la rappresentazione seguente ne mostra, i principali settori di appartenenza, anche in ottica andamentale (Tab. 4.3).

32 Inclusive quelle controllate dalla Pubblica Amministrazione in senso lato.

Tab. 4.3 – Andamento dell'incidenza dei principali settori istituzionali esteri

Data contabile	Fondi comuni non monetari dei paesi UE area euro	Sistema bancario	Altri settori
30/06/2010	34,5%	26,0%	39,5%
30/06/2011	52,2%	19,8%	28,1%
30/06/2012	56,8%	16,1%	27,1%
30/06/2013	68,4%	9,7%	21,9%
30/06/2014	73,0%	6,1%	20,8%
30/06/2015	72,1%	3,8%	24,0%
30/06/2016	72,9%	3,2%	23,9%
30/06/2017	75,6%	2,3%	22,1%
30/06/2018	77,0%	2,2%	20,9%
30/06/2019	79,0%	2,1%	18,9%
30/06/2020	77,9%	2,1%	20,0%
30/06/2021	82,4%	1,1%	16,5%
30/06/2022	83,2%	0,9%	15,9%
30/06/2023	81,6%	1,0%	17,4%

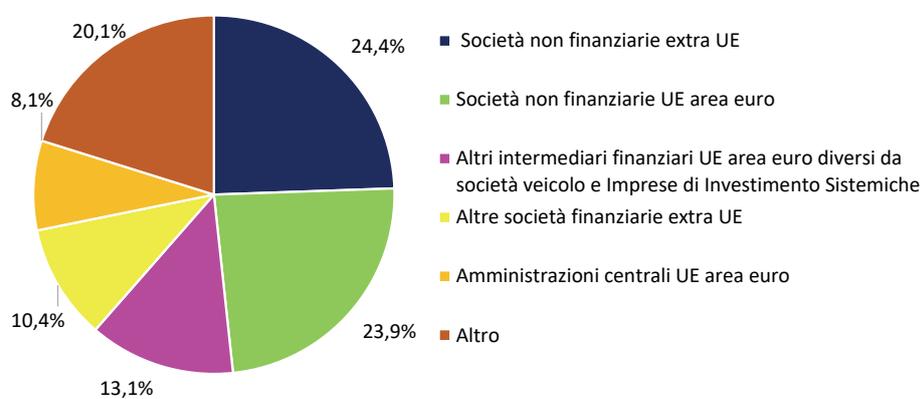
Anche in questo caso emergono le seguenti tendenze:

- elevata concentrazione di strumenti finanziari afferenti a un numero ristretto di settori;
- crescita consistente dell'incidenza del sottogruppo 'fondi comuni non monetari area euro' dal 34,5% al 81,6%;
- calo dell'incidenza del sistema bancario (-25%), in larga misura riconducibile alla contrazione delle obbligazioni ordinarie e strutturate.

Alla data del 30 giugno 2023 i controvalori di strumenti esteri in deposito ammontavano a circa 453,4 miliardi di euro, di cui 370 miliardi di euro afferenti ai citati fondi comuni, 4,5 miliardi di euro a banche estere, mentre i restanti 79 miliardi di euro afferivano ad altri settori.

Il grafico seguente riporta la composizione della voce 'altri settori' (Fig. 4.6).

Fig. 4.6 - Composizione altri settori esteri diversi da fondi e sistema bancario



4.4 ESPOSIZIONE AL RISCHIO EMITTENTE

Il rischio emittente di uno strumento finanziario può essere definito come il rischio che l'emittente non sia in grado, in tutto o in parte, di pagare gli interessi o di rimborsare il capitale dovuti.

L'esposizione al rischio emittente è stata indagata esaminando l'incidenza delle masse amministrate relative a strumenti emessi da singoli soggetti emittenti, rispetto ai volumi complessivi in deposito a livello di sistema bancario domestico. Anche in questo caso sono stati indagati separatamente gli emittenti italiani e gli emittenti esteri.

Una specifica analisi è stata inoltre dedicata agli OICVM, che rappresentano la principale categoria di fondi di investimento nel risparmio amministrato da banche³³ e per i quali si è proceduto, a una ricognizione dei principali gestori; ciò avendo presente il diverso connotato della dimensione 'rischio emittente' per tale tipo di strumenti, che non può essere collegato alla società di gestione, ma piuttosto, in senso lato, alla composizione dei portafogli sottostanti.

Ciò posto, per quanto concerne la concentrazione delle masse amministrate in strumenti – diversi dagli OICVM – emessi da soggetti italiani, al 30 giugno 2023 emergeva una forte concentrazione in capo all'emittente Repubblica Italiana, con un'incidenza pari al 55,4% (circa 221,8 miliardi di euro)³⁴, seguito da altri soggetti di primario *standing*; i primi cinque emittenti italiani rappresentano circa il 70% delle masse amministrate (circa 286,4 miliardi di euro).

Si tratta, in prevalenza, di emittenti italiani quotati su mercati regolamentati, ad elevata capitalizzazione, di tipo sia finanziario sia non finanziario; è stata peraltro riscontrata la presenza, pur marginale, di titoli di emittenti di minor dimensione, anche di piccole e medie imprese, negoziati su altri mercati italiani (si veda il successivo riquadro 2).

Relativamente agli OICVM (monetari e non monetari) di matrice italiana, presenti nei depositi per un controvalore complessivamente pari a 182 miliardi di euro, si è proceduto, come detto, ad una ricognizione dei principali enti gestori, a valle della quale è emerso che l'82% delle masse in esame afferisce ai primi cinque soggetti.

Con riferimento alla componente estera, come già illustrato nelle sezioni precedenti, si registra una netta prevalenza di fondi comuni di investimento: a fronte di strumenti emessi da soggetti esteri pari ad un controvalore complessivo di circa 453,4 miliardi di euro, circa il 77% (349,7 miliardi di euro) è rappresentato da OICVM UE.

33 Gli altri OICR presenti nel risparmio amministrati retail (FIA, ELTIF, EUVECA, etc.) rappresentano una componente estremamente contenuta se paragonati agli OICVM.

34 Si ribadisce altresì il peso crescente di tale emittente nel periodo 2010 – 2023, in particolare nell'ultimo anno di osservazione, complice anche la sopracitata dinamica dei tassi di interesse, che ha inciso soprattutto sull'appetibilità dei titoli di debito.

Anche in tal caso è stata effettuata un'analisi finalizzata a ricondurre gli OICVM UE, presenti nei risparmi amministrati *retail*, ai gestori esteri, con i primi cinque soggetti che pesano per circa il 33% dei controvalori in deposito; di questi i primi due sono risultati di matrice italiana (cosiddetto *round trip*) con una quota di circa il 18,4%.

Nell'ambito degli emittenti esteri diversi dagli OICVM UE, emerge un quadro alquanto frammentato: i primi cinque soggetti presentano incidenze che, singolarmente, non eccedono il 4% e che, cumulativamente, raggiungono circa il 16%. Quanto alla loro 'natura', si tratta principalmente di enti sovranazionali, *corporate* globali di elevato *standing* (talora riconducibili, comunque, a entità italiane) e altri Stati nazionali.

Riquadro 2

INVESTIMENTI IN AZIONI EGM

Euronext Growth Milan (EGM) è il sistema multilaterale di negoziazione (MTF – *Multilateral Trading Facility*) gestito da Borsa Italiana Spa, dedicato alle piccole e medie imprese che raccolgono capitali per finanziare la crescita, tramite un percorso semplificato di ammissione alla negoziazione, requisiti ridotti di accesso e adempimenti proporzionati. Tale mercato risulta attivo dal 1° marzo 2012, a seguito dell'operazione di accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC (mercato alternativo del capitale); nel 2021, a seguito dell'acquisizione da parte di Euronext di Borsa Italiana Spa ha assunto l'attuale denominazione.

Al fine di inquadrare il peso relativo degli strumenti finanziari contenuti nell'indice FTSE Italia Growth (rappresentativo di EGM) nel risparmio amministrato *retail*, anche rispetto ad altri indici azionari di Borsa Italiana, si riporta la seguente rappresentazione:

Consistenze nei depositi retail dei titoli che compongono indici azionari italiani

(Dati in euro al 30.06.2024)

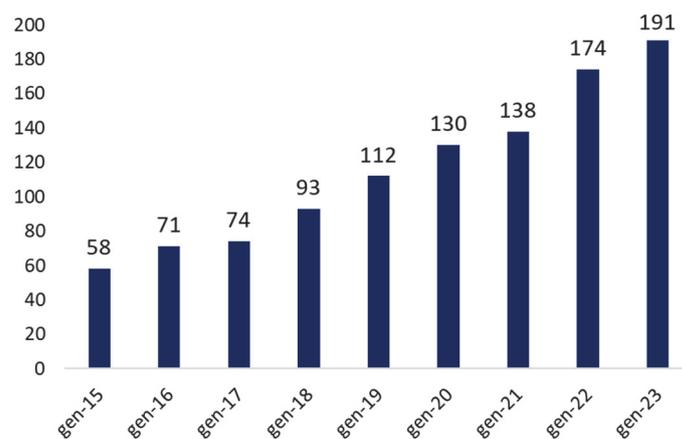
indice	Controvalori nel risparmio amministrato	di cui emittenti italiani		di cui emittenti esteri	
		controvalore	Incidenza su emittenti italiani	controvalore	Incidenza su emittenti esteri
Ftsemib	67.144.092.545	59.453.668.722	10,2%	7.690.423.823	1,7%
Ftse Italia Mid Cap	12.571.115.821	12.008.293.961	2,1%	562.821.860	0,1%
Ftse Italia Growth	4.477.962.613	4.472.733.896	0,8%	5.228.717	0,0%
Ftse Italia Small Cap	3.742.882.368	3.722.692.933	0,6%	20.189.435	0,0%

Come prevedibile in considerazione delle relative capitalizzazioni, i dati mostrano una più consistente presenza nei depositi *retail* di titoli dell'indice

FTSE MIB (relativo alle 40 azioni più liquide e capitalizzate), mentre gli indici FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia Small Cap e FTSE Italia Growth, presentano incidenze residuali rispetto ai controvalori complessivi in deposito afferenti ad emittenti italiani ed esteri.

In tale contesto, l'EGM ha fatto registrare un *trend* crescente in termini di numero di azioni quotate, passando da meno di 60 Società a gennaio 2015 sino a raggiungere quasi 200 unità a gennaio 2023, così come riportato nel seguente grafico:

Evoluzione temporale numero titoli azionari quotati su EGM



Fonte: Borsa Italiana

L'incremento del numero delle Società quotate si è riflesso anche nella dinamica delle dimensioni degli investimenti *retail* in azioni EGM: nel sottoperiodo compreso tra il 31 dicembre 2019 e il 30 giugno 2023 le relative masse sono cresciute di quasi il 50%, passando da circa 3 miliardi di euro a 4,5 miliardi di euro.

Per quanto concerne la presenza di singoli titoli EGM nei depositi *retail*, è stato riscontrato che i primi cinque strumenti finanziari appartenenti all'indice in esame rappresentano circa il 29% delle masse afferenti al medesimo indice al 30 giugno 2023.

4.5 ESPOSIZIONE AL RISCHIO LIQUIDITÀ

Il rischio di liquidità, definibile come il rischio che un dato strumento finanziario non possa essere venduto in tempi ragionevoli a un prezzo equo, con bassi costi di transazione, rappresenta uno dei principali *driver* nella scelta degli investimenti.

Tramite l'adozione di specifiche *proxy* basate sulle caratteristiche anagrafiche degli strumenti finanziari, si è cercato di identificare, in condizioni ordinarie di mercato, l'ammontare di titoli liquidi e illiquidi presenti, nelle diverse date di riferimento, nei risparmi amministrati *retail*. In una prospettiva di semplificazione è stata infatti adottata una classificazione di tipo dicotomico, individuando le caratteristiche dei prodotti illiquidi e considerando, viceversa, liquidi tutti gli altri strumenti privi di tali caratteristiche.

In particolare, al fine di classificare gli strumenti come illiquidi, si è tenuto conto dell'assenza di quotazione su mercati regolamentati³⁵ e di almeno uno dei seguenti ulteriori elementi:

- durata del titolo maggiore o uguale a tre anni;
- taglio minimo di sottoscrizione maggiore o uguale a 50.000 euro;
- importo dell'emissione pari o inferiore a 100 milioni di euro.

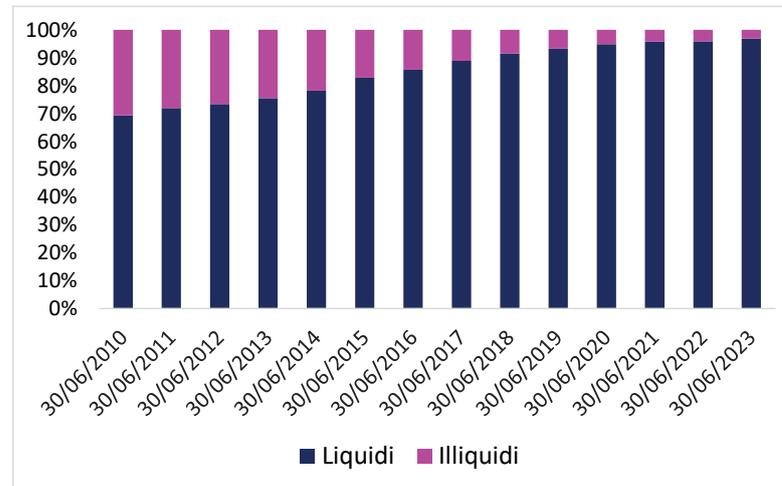
Tali criteri di identificazione sono stati applicati in maniera 'ragionata' in funzione dell'*asset class* di riferimento, ossia tenendo conto delle caratteristiche delle diverse tipologie di strumenti; a titolo esemplificativo, per le azioni non è stata valorizzata la data di scadenza in quanto strumenti finanziari tipicamente irredimibili.

Sono stati altresì considerati liquidi gli investimenti in OICVM in quanto assoggettati a una disciplina che ne assicura, per costruzione, il rapido smobilizzo nelle normali condizioni di mercato.

Avute presenti le suddette semplificazioni, il grafico che segue riporta l'evoluzione degli aggregati in esame nel periodo compreso tra il 30 giugno 2010 e il 30 giugno 2023 (Fig. 4.7).

35 La scelta di prendere in considerazione i mercati regolamentati è di natura prevalentemente prudenziale in considerazione, da un lato, della maggior quota di volumi raccolti dagli stessi rispetto ad altri sistemi di negoziazione e, dall'altro, della natura dell'analisi condotta, basata su una ricognizione a livello sistemico e non sui singoli strumenti finanziari.

Fig. 4.7 - Evoluzione incidenza strumenti finanziari classificati come liquidi e illiquidi



È evidente come la componente di titoli illiquidi, nel tempo mantenutasi sempre largamente minoritaria rispetto a quella liquida, si sia progressivamente e significativamente assottigliata nel periodo di analisi (dal 30,7% al 3,1%), rappresentando oggi una quota marginale dei portafogli amministrati *retail*³⁶.

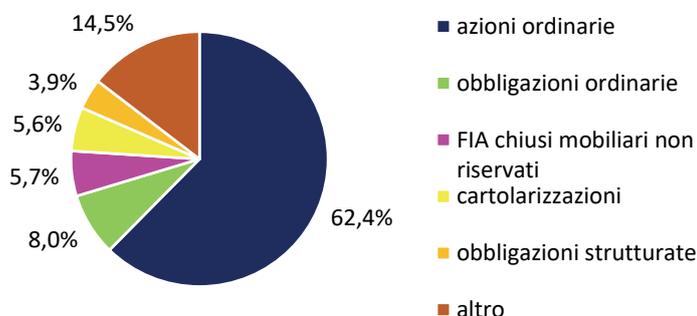
La dinamica si spiega in massima parte con le già evidenziate tendenze di fondo degli investimenti in strumenti finanziari da parte dei *retail* che hanno progressivamente privilegiato le gestioni collettive UCITS (ritenute, come detto, ai fini della ricerca, liquide) a scapito di titoli di debito ed azionari illiquidi.

Peraltro, in considerazione della sua rilevanza ai fini di *investor protection*, si è ritenuto comunque opportuno effettuare un'analisi più approfondita dell'aggregato dei titoli illiquidi.

Alla data del 30 giugno 2023 lo *stock* di titoli classificati come illiquidi ammontava a circa 32,6 miliardi di euro, pari al 3,1% dei controvalori di mercato degli strumenti in deposito. Il grafico seguente mostra la composizione categoriale degli strumenti in esame (Fig. 4.8).

³⁶ In tale sede si rammenta nuovamente come la classificazione in esame sconti delle approssimazioni legate alle scelte metodologiche effettuate e che, in particolare in un contesto di stress di mercato, l'aggregato di strumenti finanziari illiquidi possa divenire, anche significativamente, più ampio.

Fig. 4.8 - Principali tipologie di strumenti finanziari illiquidi



Emerge dunque una netta prevalenza tra gli strumenti illiquidi (circa 20,3 miliardi di euro) delle azioni ordinarie, classificate come tali principalmente per l'assenza di quotazione su mercati regolamentati.

In proposito si sottolinea come, in tale scenario, si inserisca la diffusione, in tempi recenti, del fenomeno del *delisting* (o del *downlisting*), ossia la revoca di un titolo azionario da un mercato su cui lo stesso risultava quotato (ovvero lo spostamento verso un mercato con minori requisiti).

Occorre precisare che una quota rilevante (pari a circa il 57,4%) delle azioni ordinarie illiquide presenti nei depositi *retail* sono rappresentate da titoli con diritto di voto maggiorato; tale tipologia di azioni si affianca, talvolta, a quella delle azioni ordinarie per esigenze di governo societario e, a differenza di quest'ultima, non è, generalmente, oggetto di quotazione.

A fronte di un controvalore complessivo nei depositi di azioni ordinarie illiquide come detto pari a 20,3 miliardi di euro, si è registrata la presenza di circa 1,4 miliardi di euro di azioni della specie emesse da banche italiane.

La medesima statistica, alla data 30 giugno 2010, faceva registrare volumi ben più consistenti sia di azioni ordinarie illiquide (circa 30,5 miliardi di euro), sia, in tale ambito, della componente bancaria (pari a 18,3 miliardi di euro). Al significativo calo del controvalore delle azioni bancarie illiquide nei depositi *retail*, hanno contribuito i dissesti registrati fra 2015 e 2016, nonché il più esteso assoggettamento dei corsi azionari alle dinamiche di mercato conseguenti all'apertura, a partire dal 2017, del capitale di numerose piccole banche ai mercati non regolamentati.

Per quanto concerne la categoria delle obbligazioni, i *bond* illiquidi ammontavano a 2,6 miliardi di euro al 30 giugno 2023, di cui 2,45 miliardi di euro di emissione bancaria. Anche in tale caso, si è assistito a una netta contrazione della componente obbligazionaria (ordinaria) bancaria illiquida rispetto ai 145 miliardi di euro del 30 giugno 2010, principalmente in ragione della contrazione dei volumi di emissione di prodotti della specie.

Ulteriori comparti con una quota non trascurabile di strumenti finanziari illiquidi sono i Fondi di Investimento Alternativi (Riquadro 3), le cartolarizzazioni e le obbligazioni strutturate.

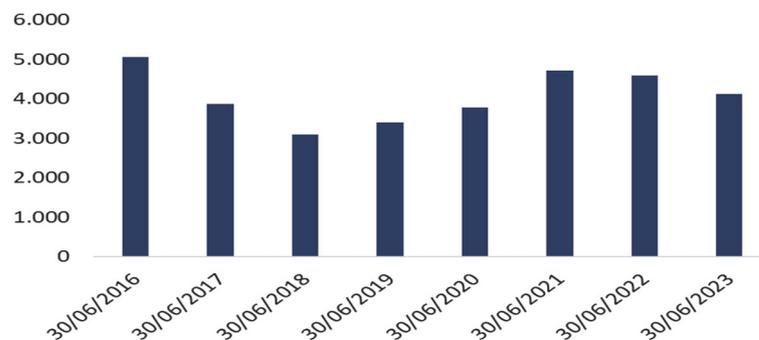
Riquadro 3

INVESTIMENTI IN FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI (FIA)

I FIA sono forme di investimento collettivo del risparmio istituiti dalla Direttiva AIFMD 2011/61/UE che godono di una maggiore flessibilità nelle scelte di investimento rispetto ai fondi UCITS, a fronte di connotati di illiquidità significativi. Rientrano in tale categoria anche i fondi di investimento immobiliare.

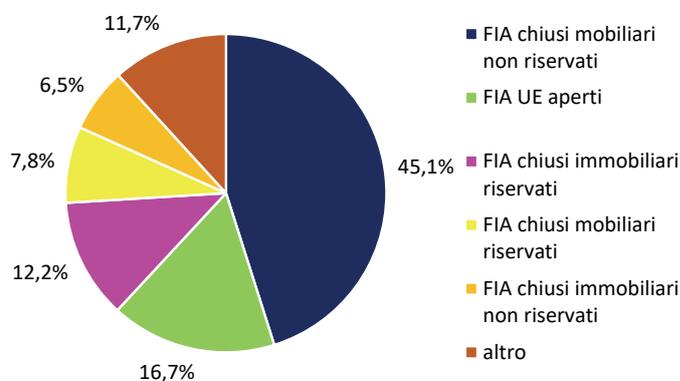
Al fine di evidenziare l'evoluzione delle masse in deposito afferenti a strumenti della specie, il seguente grafico riporta la dinamica registrata nel periodo compreso tra il 30 giugno 2016 – prima data, tra quelle analizzate, a partire dalla quale hanno trovato piena evidenza nelle Segnalazioni Statistiche i comparti afferenti a FIA – e il 30 giugno 2023.

Evoluzione temporale delle consistenze di FIA nei depositi retail
(dati in milioni di euro)



I dati mostrano una tendenziale stabilità degli investimenti in FIA, con volumi che oscillano tra i 3 e i 5 miliardi di euro; all'ultima data di osservazione i controvalori in deposito ammontavano a circa 4,1 miliardi di euro, con un peso pari allo 0,4% dell'amministrato *retail* totale. Per quanto concerne invece le tipologie di FIA in deposito al 30 giugno 2023, si è registrata la seguente ripartizione:

Ripartizione per tipologia dei FIA presenti nei depositi retail



Emerge dunque la forte componente di FIA chiusi mobiliari non riservati – pari a circa 1,8 miliardi di euro – ossia fondi, non destinati a una specifica tipologia di investitori, che prevedono la possibilità di sottoscrivere quote soltanto all’atto della costituzione del fondo stesso e, di norma, il rimborso solo alla scadenza, con l’investimento di quanto raccolto in titoli.

Per quanto concerne la specifica tipologia di FIA costituita dagli ELTIF – fondi europei per gli investimenti a lungo termine - essa risultava presente in misura marginale nei depositi *retail* al 30 giugno 2023, con consistenze pari a circa 374 milioni di euro.

4.6 PRESENZA DI STRUMENTI FINANZIARI COMPLESSI

Il grado di complessità degli strumenti finanziari rappresenta un connotato di rilievo nelle scelte di investimento e per la tutela degli investitori, in particolar modo *retail*. Prodotti sofisticati si associano, infatti, a una maggiore difficoltà di comprensione delle caratteristiche e dei meccanismi di funzionamento degli stessi, pregiudicando, in taluni casi, la possibilità di assumere decisioni di investimento consapevoli.

Si è ritenuto quindi opportuno procedere all’analisi delle dinamiche registrate nel periodo di indagine con riferimento agli *stock* di strumenti finanziari nei depositi *retail* identificati come ‘complessi’.

Per l’individuazione degli strumenti finanziari complessi sono state indagate le caratteristiche anagrafiche dei titoli in deposito e utilizzate specifiche *proxy* di “complessità” derivate dalle stesse. In dettaglio, si è considerata la presenza dei seguenti elementi:

- indicizzazione del rendimento a variabili di tipo non monetario;
- leva finanziaria;
- clausole di convertibilità;

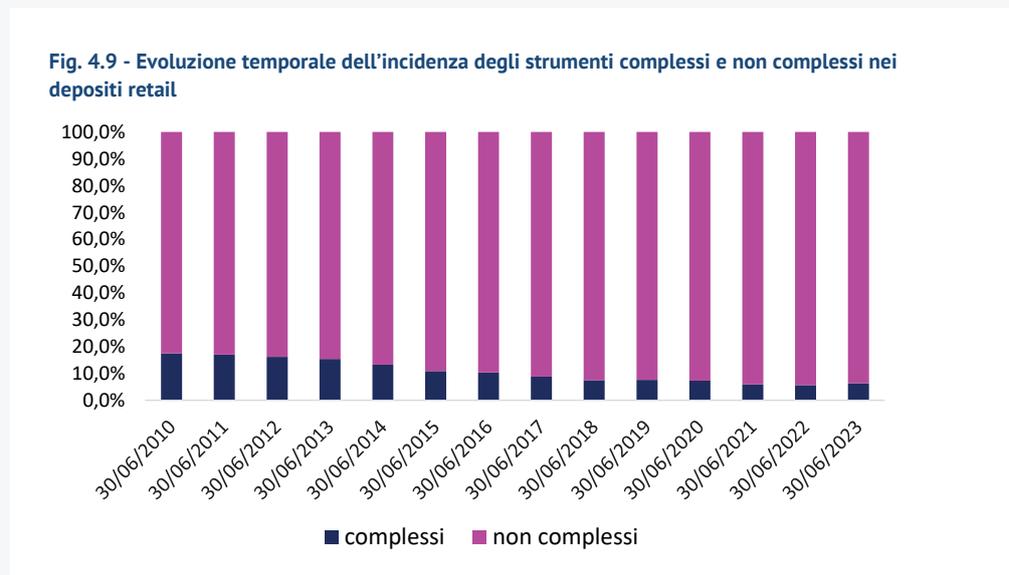
- clausole di subordinazione;
- meccanismi di cartolarizzazione;
- collegamento del rimborso ad un rischio di credito diverso da quello dell'emittente (*credit linked*);
- altri elementi di strutturazione con componenti derivative che incidono sul rimborso del capitale investito;
- forme di investimento collettivo non armonizzate.

Le principali categorie di strumenti finanziari complessi individuate sulla scorta dei citati criteri sono costituite da obbligazioni convertibili, obbligazioni subordinate, obbligazioni strutturate, *certificates*, cartolarizzazioni, fondi di investimento alternativi, ETF non armonizzati, *exchange traded commodities*, *covered warrant*.

Per converso, sono state considerate non complesse categorie di strumenti quali, ad esempio, i Titoli di Stato (italiani ed esteri), OICVM ed ETF armonizzati, azioni (ordinarie, privilegiate, di risparmio), obbligazioni ordinarie (anche indicizzate a tassi e inflazione).

Così identificate le componenti 'complessi' e 'non complessi' – tra loro complementari - si è proceduto a calcolare l'incidenza di ciascuna rispetto al risparmio amministrato *retail*.

Il grafico che segue rappresenta l'evoluzione, nell'ambito delle masse amministrate da banche per conto della clientela *retail*, di tali aggregati (Fig. 4.9).



La tabella mostra un peso contenuto dello *stock* di strumenti finanziari complessi in tutto il periodo di indagine (in un range compreso tra il 17,5% e il 6,3%), anche per effetto del rilevante ruolo assunto, come visto, dalle componenti fondi

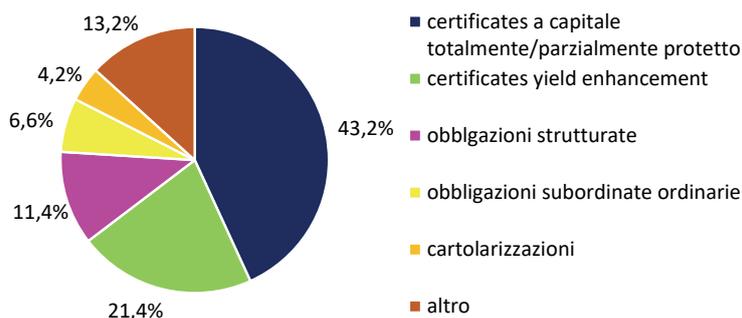
comuni di investimento e Titoli di Stato che, tipicamente, non presentano particolari profili di complessità.

Si registra inoltre un andamento in netta flessione degli strumenti finanziari complessi, sia in termini di controvalori, passati da circa 142 miliardi di euro (30 giugno 2010) a 66 miliardi di euro (30 giugno 2023), che di incidenza sull'amministrato *retail* (contrattasi, come detto, da quasi il 18% al 6% circa).

Tale calo risulta imputabile principalmente alla riduzione, nel periodo di interesse, dei controvalori investiti in obbligazioni strutturate (passate da oltre 86 miliardi di euro a 7,4 miliardi di euro) e in obbligazioni subordinate (da 23,3 miliardi di euro a 4,3 miliardi di euro), solo parzialmente compensato dalla crescita dei *certificates* (che, al 30 giugno 2023, hanno raggiunto i 42,6 miliardi di euro).

In dettaglio, il grafico seguente illustra la ripartizione per tipologia dello *stock* di strumenti finanziari complessi alla data del 30 giugno 2023 (Fig. 4.10).

Fig. 4.10 - Ripartizione per tipologia degli strumenti finanziari complessi



Dunque, nell'ambito degli strumenti finanziari in esame, un ruolo nettamente preponderante è attualmente rivestito dai *certificates* (si veda Riquadro 4), con un peso che supera il 64% dell'aggregato 'complessi'.

Riquadro 4

INVESTIMENTI IN *CERTIFICATES*

I *certificates* sono strumenti finanziari aventi le seguenti principali caratteristiche:

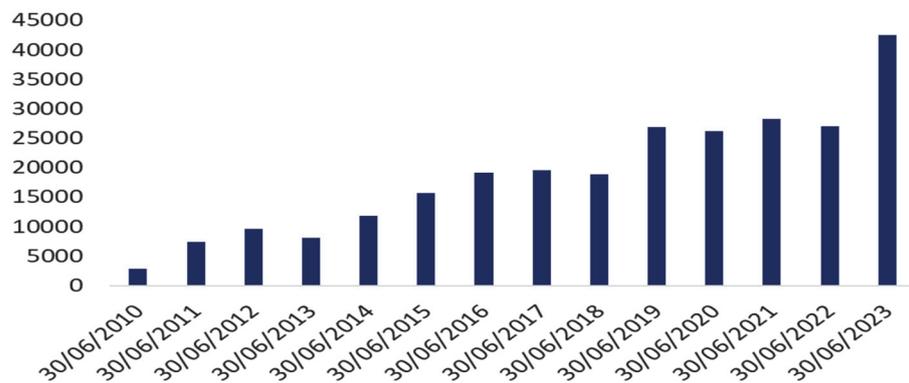
- il *payoff* è dipendente dall'andamento di uno o più *assets* sottostanti;
- il legame fra sottostante e rendimento può essere di tipo diverso a seconda del derivato incorporato nello strumento, talora connesso al mancato raggiungimento di un livello di prezzo predefinito (cosiddetta 'barriera');

- può essere presente l'effetto leva;
- può essere presente una garanzia di protezione totale/parziale del capitale investito all'emissione;
- la negoziazione avviene tipicamente su mercati regolamentati/sistemi di scambio multilaterali.

Nel novero di tale tipologia di strumenti finanziari rientrano dunque prodotti che possono presentare connotati significativamente diversi in termini di rischio/rendimento e complessità.

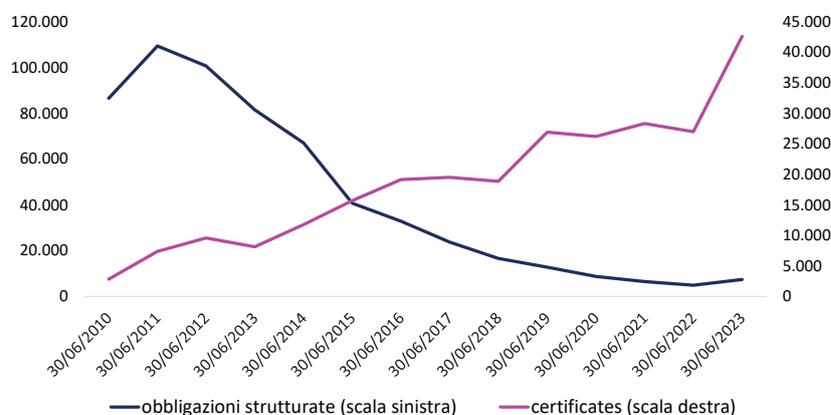
L'analisi della dinamica temporale degli investimenti *retail* mostra una crescita, nel medio-lungo termine, dei controvalori di *certificates* nei depositi, passati da circa 2,8 miliardi di euro al 30 giugno 2010 a 42,6 miliardi di euro al 30 giugno 2023 (con un'incidenza sul risparmio amministrato pari, da ultimo, al 4,1%); particolarmente significativa risulta essere la crescita, di breve periodo, verificatasi nell'intervallo giugno 2022 – giugno 2023 (+58%).

Evoluzione temporale *stock* di *certificates* nei depositi retail
(dati in milioni di euro)



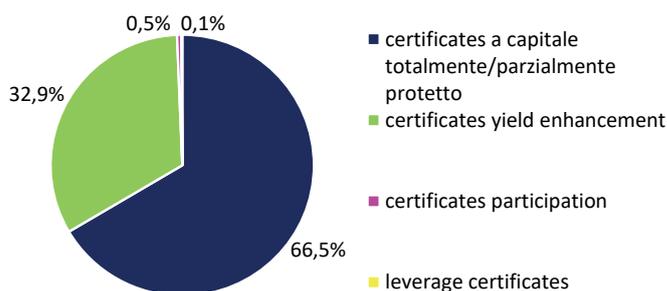
Si sottolinea, peraltro, come tale crescita sia stata accompagnata dalla citata parallela contrazione del comparto delle obbligazioni strutturate - che, per caratteristiche tecniche, risultano tipicamente assimilabili ai *certificates* a capitale totalmente protetto. Il grafico seguente evidenzia, seppur in presenza di una scala dimensionale differente, l'effetto sostituzione fra le due tipologie di strumenti in esame.

Andamento consistenze obbligazioni strutturate – certificates nei depositi retail
(dati in milioni di euro)



Per quanto concerne le tipologie di *certificates*³⁷ presenti nei depositi *retail* al 30 giugno 2023 si rileva la seguente composizione:

Ripartizione per tipologie dei certificates nei depositi retail



Emerge dunque la prevalenza delle categorie dei *certificates* a capitale totalmente/parzialmente protetto, seguiti dai *certificates yield enhancement*.

³⁷ In dettaglio, sulla base della classificazione adottata dalla Banca d'Italia nell'ambito delle citate Segnalazioni Statistiche di vigilanza, gli strumenti in esame sono raggruppabili nelle seguenti categorie:

- *certificates* a capitale totalmente/parzialmente protetto; la categoria ricomprende prodotti che consentono di effettuare un investimento nell'attività finanziaria sottostante, assicurando la protezione, più o meno completa, del capitale investito nel caso in cui vengano sottoscritti in sede di collocamento e detenuti fino a scadenza;
- *certificates yield enhancement* (ovvero anche definiti *certificates* a capitale condizionatamente protetto); nella categoria confluiscono quei prodotti che permettono di investire in particolari *assets* offrendo al contempo una garanzia parziale del capitale, subordinata al mancato raggiungimento da parte del sottostante di determinati 'livelli barriera' stabiliti in sede di emissione;
- *certificates participation*; la categoria include prodotti che, di fatto, replicano, più o meno perfettamente, l'andamento del sottostante, senza alcuna protezione del capitale;

4.7 PROFILO DI SCADENZA DEGLI INVESTIMENTI

Il profilo di scadenza degli strumenti finanziari rappresenta un elemento rilevante tanto nella prospettiva dell'investitore quanto in quella dei soggetti emittenti.

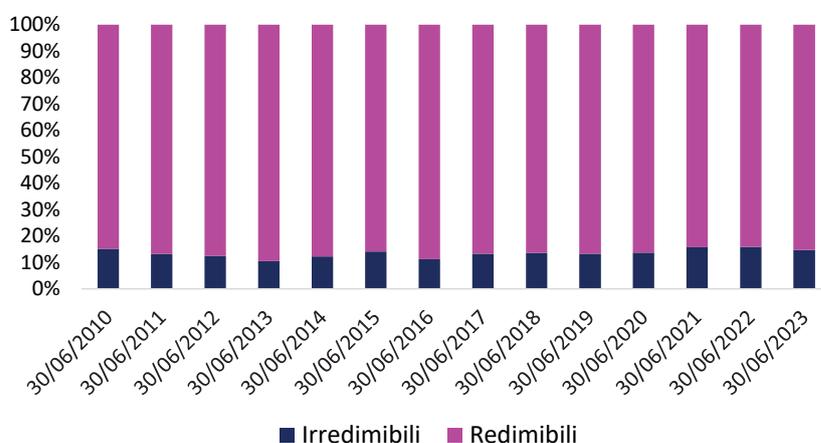
Nel primo caso, infatti, l'esposizione, più o meno concentrata, a scadenze brevi o lunghe permette all'investitore di aumentare o diminuire l'esposizione ad alcuni rischi finanziari come, ad esempio, il rischio di tasso di interesse. La durata di uno strumento finanziario può anche essere collegata al suo grado di liquidità, in quanto a scadenze più lontane nel tempo possono associarsi maggiori difficoltà nello smobilizzo dell'investimento.

Il profilo delle scadenze rileva anche per gli emittenti di strumenti finanziari, influenzando la stabilità delle fonti di finanziamento. Nel caso specifico degli intermediari bancari tale aspetto assume rilievo nella gestione della liquidità, elemento centrale nell'economia di queste imprese.

Al fine di rilevare il profilo delle scadenze degli investimenti contenuti nei portafogli amministrati *retail*, si è proceduto dapprima ad una ricognizione dell'incidenza della componente irredimibile e di quella redimibile, ricomprendendo in quest'ultima sia i titoli con scadenza anagrafica predefinita sia i titoli per loro natura rimborsabili (quali OICVM, FIA aperti ed ETF aperti) per i quali la clientela può chiedere la restituzione delle somme investite (seppur a valore di mercato) a cadenze ravvicinate. Il grafico che segue mostra la dinamica temporale delle due componenti (Fig. 4.11).

- *leverage certificates*; nella categoria sono ricompresi quei prodotti che consentono di assumere un'esposizione più che proporzionale alle variazioni di prezzo di un determinato *asset* sottostante, amplificando l'effetto dei relativi rialzi e degli eventuali ribassi.

Fig. 4.11 - Evoluzione temporale incidenza strumenti finanziari irredimibili e redimibili presenti nei depositi retail



Nel periodo compreso tra il 2010 e il 2023 si è registrata una tendenziale stabilità dei due aggregati in esame, con un’incidenza media della componente redimibile pari all’86,5%, a fronte di un peso del 13,5% per gli strumenti irredimibili. Tale stabilità si è riflessa anche nelle dinamiche dei controvalori in deposito, seppur, in tal caso, con una maggior variabilità riconducibile principalmente all’effetto mercato.

Il grafico seguente riporta, in dettaglio, la composizione dei titoli irredimibili al 30 giugno 2023 (Fig. 4.12).

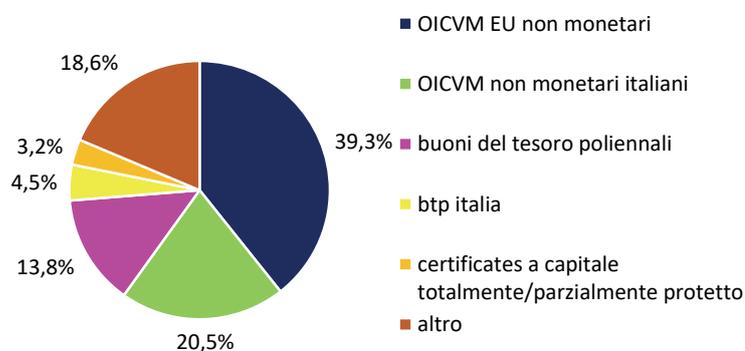
Fig. 4.12 - Titoli irredimibili: principali tipologie di strumenti finanziari nei depositi retail



Nell’ambito dei titoli irredimibili, emerge, dunque, l’assoluta prevalenza dei titoli azionari, con un’incidenza pari al 94% dell’intera categoria all’ultima data di osservazione.

In maniera complementare, il grafico seguente mostra la composizione dei titoli redimibili alla medesima data (Fig. 4.13).

Fig. 4.13 - Titoli redimibili: principali tipologie di strumenti finanziari nei depositi retail



Al 30 giugno 2023, i titoli redimibili risultavano composti in gran parte (circa il 60%) da OICVM, per oltre il 24% da Titoli di Stato italiani e per circa il 5% da strumenti finanziari di tipo *certificates*. La composizione dell'aggregato in esame è peraltro mutata nel tempo, per effetto del già segnalato fenomeno costituito dallo spostamento progressivo delle masse investite dalle obbligazioni (soprattutto bancarie) ai fondi armonizzati.

Nell'ambito dei titoli redimibili si è inoltre proceduto ad analizzare più in dettaglio gli strumenti con scadenza anagrafica definita (pari a circa 330 miliardi di euro), per rilevarne l'evoluzione degli *stock* ripartiti per specifici bucket temporali di scadenza, al fine di distinguerne le componenti a breve, medio e lungo termine (Tab. 4.4).

Tab. 4.4 - Titoli redimibili con scadenza predefinita: andamento incidenze per fascia di scadenza (fasce di scadenza in anni)

Data contabile	0 - 1,5	1,5 - 3	3 - 5	5 - 7,5	7,5 - 10	10 - 15	15 - 20	20 - 30	oltre 30
30/06/2010	29,7%	21,2%	23,6%	10,5%	6,4%	3,5%	1,7%	2,7%	0,7%
30/06/2011	25,8%	24,4%	23,5%	11,2%	6,5%	3,5%	1,7%	3,1%	0,2%
30/06/2012	28,8%	27,1%	19,4%	10,2%	5,4%	2,9%	1,9%	3,9%	0,4%
30/06/2013	31,5%	24,0%	20,7%	9,1%	4,1%	3,7%	2,1%	4,5%	0,4%
30/06/2014	26,9%	23,6%	20,4%	12,5%	3,8%	3,3%	3,0%	5,6%	0,9%
30/06/2015	25,9%	24,8%	19,1%	9,8%	6,4%	5,3%	2,3%	5,3%	1,1%
30/06/2016	27,5%	19,3%	18,0%	12,2%	7,6%	5,6%	2,9%	5,4%	1,6%
30/06/2017	24,4%	18,8%	16,5%	13,8%	9,0%	6,5%	5,7%	3,7%	1,6%
30/06/2018	20,3%	17,0%	16,5%	16,1%	9,7%	7,2%	6,2%	5,4%	1,7%
30/06/2019	17,6%	15,3%	20,1%	19,7%	6,0%	8,3%	6,2%	5,2%	1,7%
30/06/2020	14,8%	14,2%	23,1%	17,1%	8,2%	7,2%	6,9%	6,2%	2,4%
30/06/2021	14,8%	17,2%	23,3%	13,7%	8,1%	6,1%	10,1%	4,0%	2,6%
30/06/2022	15,6%	19,7%	18,1%	13,2%	10,8%	12,6%	2,8%	4,7%	2,6%
30/06/2023	22,3%	18,2%	24,4%	14,3%	4,8%	8,8%	1,8%	3,5%	1,8%

La tabella mostra una tendenza alla riduzione degli *stock* di strumenti finanziari con scadenza minore o uguale a cinque anni (i primi tre bucket temporali passano da circa il 75% dei controvalori al 30 giugno 2010 a meno del 65% al 30 giugno 2023) a favore di strumenti con scadenza maggiore di cinque anni e sino a quindici anni (incremento dal 20% al 28%); in lieve, ma più modesta, crescita risulta anche la componente a più lungo termine (scadenza maggiore di quindici anni), passata dal 5% al 7%.

Peraltro, a fronte di tale *trend* di fondo, si registra un'inversione di tendenza nei periodi più recenti, con un ritorno verso strumenti a breve termine: in particolare, nell'ultimo anno di riferimento i titoli con scadenza minore o uguale a cinque anni crescono dal 53,4% al 65%, mentre si assiste ad una contrazione dell'incidenza dei titoli con scadenze più lunghe.

Tale dinamica appare coerente con l'evoluzione dei tassi di mercato, in progressiva contrazione sino al 2022 e in netto e repentino rialzo tra l'inizio del 2022 e giugno 2023. Con il progressivo avvicinamento allo zero dei tassi di riferimento (si veda *supra* Figura 3.2), ossia tra il 2015 e il 2016, è aumentato il ritmo di sostituzione degli investimenti in strumenti finanziari a breve scadenza con quelli a scadenza più lunga, per la ricerca di saggi di rendimento più elevati; viceversa, come detto, la crescita dei tassi degli ultimi dodici mesi analizzati, ha consentito il riposizionamento degli investimenti verso scadenze più brevi, con remunerazioni comunque significative.

Al fine di evidenziare eventuali differenze in termini di vita residua delle diverse tipologie di strumenti presenti nei portafogli *retail*, si è proceduto ad analizzare il profilo di scadenza, al 30 giugno 2023, per le principali (in termini di controvalori) categorie di titoli³⁸ (Tab. 4.5).

³⁸ Le restanti tipologie sono state raggruppate nella voce 'Altre categorie'.

Tab. 4.5 - Titoli redimibili con scadenza predefinita: incidenze per fasce di scadenze e tipologia di strumenti finanziari
(fasce di scadenza in anni)

Tipologia strumenti finanziari	0 - 1,5	1,5 - 3	3 - 5	5 -7,5	7,5 - 10	10 - 15	15 - 20	20 - 30	Oltre 30
BTP	14,8%	15,2%	22,9%	19,1%	5,4%	13,7%	2,3%	4,5%	2,1%
certificates capitale tot./ parz.protetto	10,1%	23,6%	43,3%	20,3%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
obbligazioni ordinarie	20,1%	31,9%	39,4%	3,8%	2,2%	1,1%	0,5%	0,0%	0,9%
buoni del tesoro ordinari	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
certificates yield enhancement	22,4%	45,5%	29,4%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
titoli stato estero a m-l (>18 mesi)	34,7%	14,4%	10,4%	6,4%	4,3%	9,0%	7,7%	10,4%	2,5%
obbligazioni strutturate	8,2%	17,5%	53,5%	2,9%	17,7%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
obbligazioni con rimborso anticipato	16,9%	27,8%	30,3%	5,9%	6,9%	5,3%	3,2%	3,5%	0,2%
obbligazioni (org. intern.)	29,6%	19,7%	31,4%	7,4%	2,6%	7,0%	0,9%	1,3%	0,0%
obbligazioni sub. ordinarie	13,3%	33,4%	16,6%	10,9%	7,6%	1,0%	0,0%	14,1%	3,1%
certificati di credito del tesoro tv	40,8%	38,6%	0,0%	20,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
cartolarizzazione	6,8%	10,0%	2,7%	10,4%	22,0%	28,3%	4,9%	14,1%	0,8%
altre categorie	25,5%	19,4%	6,4%	6,3%	17,0%	1,4%	4,1%	8,4%	11,5%
totale amministrato retail	22,3%	18,2%	24,4%	14,3%	4,8%	8,8%	1,8%	3,5%	1,8%

I dati mostrano come i Buoni Ordinari del Tesoro caratterizzati, per costruzione, da scadenze inferiori all'anno, e i CCT, con emissioni risalenti, facciano rilevare durate non superiori ai primi due bucket di scadenza; le altre tipologie di strumenti finanziari, invece, sono presenti nei portafogli amministrati con una distribuzione che tende ad annullarsi per i bucket superiori ai dieci anni.

Significativa eccezione a questo fenomeno, risultano le cartolarizzazioni, i titoli di Stato esteri e le obbligazioni subordinate, con una quota rilevante di scadenze superiore ai quindici anni (oscillante tra il 17% e il 25%); d'altro canto, le obbligazioni ordinarie e i *certificates yield enhancement* presentano la quasi totalità degli strumenti in scadenza entro i cinque anni.

4.8 INCIDENZA DI STRUMENTI FINANZIARI IN CONFLITTO DI INTERESSE

Nell'alveo delle indagini condotte a valere sulla composizione dei depositi *retail*, è stata oggetto di specifico focus la presenza e la relativa quantificazione - in termini di incidenza sul totale - di strumenti finanziari connotati da situazioni di potenziale conflitto di interesse fra il cliente depositante e la banca depositaria.

Al fine di definire il perimetro di tale fattispecie, in una prospettiva di semplificazione alla luce dei dati a disposizione, sono state prese in considerazione le seguenti circostanze connesse a specifiche tipologie di strumenti finanziari che possono in astratto determinare situazioni della specie³⁹:

- strumenti emessi dalla medesima banca che agisce da depositario per la clientela;
- strumenti emessi da ente controllante o altro soggetto appartenente al Gruppo della banca depositaria;
- strumenti finanziari che normalmente prevedono la percezione di *inducements* (anche di tipo ricorrente) per il distributore/depositario⁴⁰.

Ciò posto, la tabella seguente illustra l'evoluzione temporale degli strumenti finanziari in conflitto (Tab. 4.6).

39 Si ha presente che l'approccio adottato tende a semplificare la complessa e articolata realtà operativa: a titolo esemplificativo, nella presente rilevazione sono inclusi, in un'ottica peraltro prudenziale, anche quegli strumenti presenti in deposito per effetto di operazioni effettuate dalla clientela, di propria iniziativa, in regime di esecuzione di ordini e/o ricezione e trasmissione di ordini.

40 In tale ambito sono tipicamente ricomprese le tipologie di strumenti finanziari che formano oggetto di accordi di collocamento tra emittente e banca, quest'ultima nel ruolo di distributore, quali: OICVM, FIA e *certificates*. Questi strumenti sono normalmente oggetto di accordi di distribuzione tra emittente e distributore con il pagamento di incentivi, anche in modo ricorrente, da parte del primo verso il secondo.

Tab. 4.6 - Evoluzione temporale strumenti finanziari in conflitto e non in conflitto nei depositi retail

data contabile	titoli in conflitto		titoli non in conflitto
	titoli emessi da banche, ente controllante o altro soggetto appartenente al gruppo	titoli che prevedono inducements*	
30/06/2010	32,4%	8,7%	59,0%
30/06/2011	33,5%	13,5%	53,0%
30/06/2012	38,4%	11,1%	50,5%
30/06/2013	39,3%	16,0%	44,8%
30/06/2014	36,1%	19,7%	44,2%
30/06/2015	33,3%	25,2%	41,5%
30/06/2016	30,6%	29,2%	40,3%
30/06/2017	27,9%	33,8%	38,3%
30/06/2018	23,2%	40,0%	36,8%
30/06/2019	22,9%	39,6%	37,5%
30/06/2020	21,6%	38,9%	39,5%
30/06/2021	18,4%	46,1%	35,5%
30/06/2022	22,3%	42,4%	35,3%
30/06/2023	21,2%	37,3%	41,5%

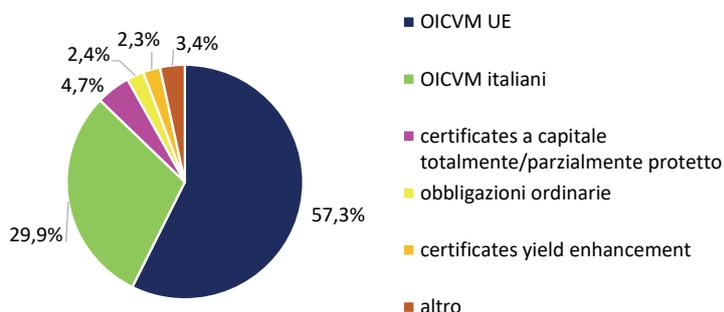
* Include titoli non già ricompresi nella colonna "Titoli emessi da banche, ente controllante o altro soggetto appartenente al gruppo".

L'analisi dei dati ha permesso di evidenziare che, tra il 30 giugno 2010 e il 30 giugno 2023, l'incidenza sul totale amministrato dello *stock* di strumenti finanziari in conflitto è cresciuta dal 41% al 58,5%, con controvalori passati da 333 miliardi di euro a circa 606 miliardi di euro; parallelamente, lo *stock* di strumenti non in conflitto si è ridotto da 478,5 miliardi di euro (59%) a 430 miliardi di euro (41,5%).

La composizione dei titoli in conflitto si è peraltro progressivamente spostata verso strumenti che prevedono il pagamento/ricezione di incentivi (dall'8,7% al 37,3%), a discapito di strumenti emessi direttamente da banche, enti controllanti o altri soggetti appartenenti al medesimo Gruppo (in calo dal 32,4% al 21,2%).

Al fine di approfondire il fenomeno, è stata indagata la composizione per tipologia dell'aggregato strumenti finanziari in conflitto alla data del 30 giugno 2023 (Fig. 4.14).

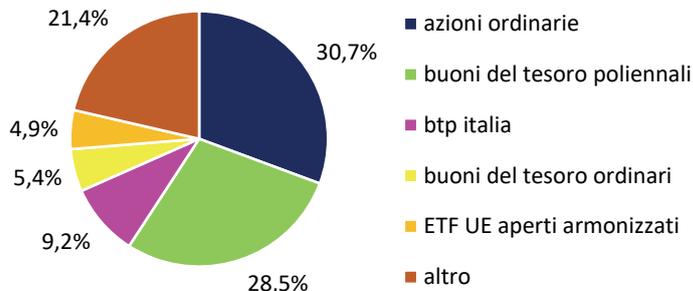
Fig. 4.14 - Strumenti finanziari in conflitto: ripartizione per tipologie



Tra gli strumenti finanziari in conflitto, gli OICVM pesano complessivamente per l'87,7% (circa 532 miliardi di euro), i *certificates* il 7% (43,6 miliardi di euro), le obbligazioni bancarie il 2,7% (16,3 miliardi di euro) e le azioni bancarie l'1,9% (11,5 miliardi di euro).

Per quanto riguarda invece gli strumenti finanziari non in conflitto, il grafico seguente ne rappresenta la composizione per principali categorie (Fig. 4.15).

Fig. 4.15 - Strumenti finanziari non in conflitto: ripartizione per tipologie



I titoli non in conflitto sono riconducibili primariamente a Titoli di Stato italiani, ai quali fanno capo circa 349 miliardi di euro (50,4%), ad azioni (ordinarie, speciali, privilegiate, di risparmio) per circa 133 miliardi di euro (31%), ad obbligazioni⁴¹ (ad esempio, ordinarie, subordinate, strutturate) per 28,4 miliardi di euro (6,6%) e ad ETF⁴² per 21,4 miliardi di euro (5%).

41 Diverse da quelle emesse da organizzazioni internazionali.

42 Si veda il riquadro 5.

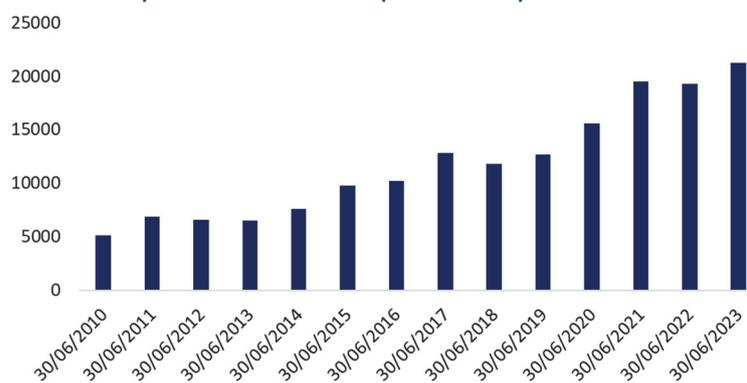
Riquadro 5

INVESTIMENTI IN *EXCHANGE TRADED FUNDS* (ETF)

Gli ETF sono prodotti del risparmio gestito, generalmente negoziati in mercati regolamentati sin dalla fase di mercato primario, nati come strumenti di replica passiva, a basso costo, di un dato *benchmark*. Sono entrati stabilmente nei portafogli degli investitori italiani a partire dai primi anni 2000 e, successivamente, si è assistito alla progressiva diversificazione delle tipologie di questi prodotti, con la creazione di ETF che presentano uno stile di gestione attivo rispetto ai sottostanti ai quali sono comunque ancorati.

Nell'ambito del risparmio amministrato *retail*, la categoria degli ETF ha presentato la seguente dinamica:

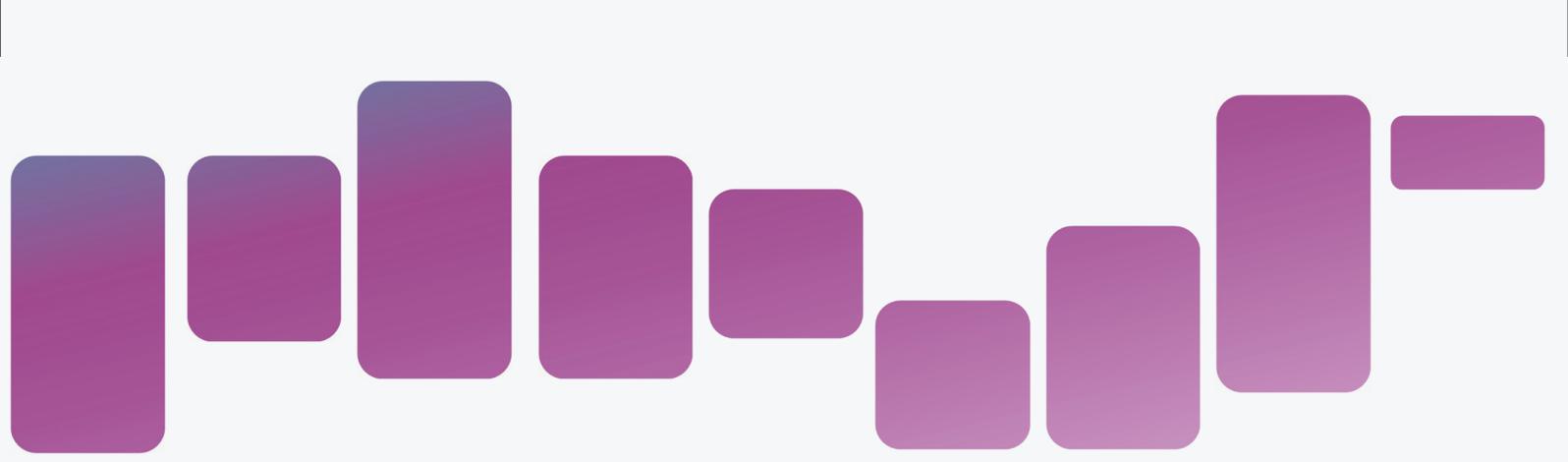
Evoluzione temporale consistenze di ETF presenti nei depositi retail



Dati in milioni di euro

Dal 30 giugno 2010 al 30 giugno 2023 gli ETF sono passati quindi da circa 5,2 miliardi di euro a 21,3 miliardi di euro, con un'incidenza sul totale amministrato *retail* che, all'ultima data di riferimento, si collocava attorno al 2%. Per quanto concerne le principali tipologie di strumenti della specie, si evidenzia come, alla data contabile del 30 giugno 2023, il 99,4% risulta riferibile a ETF UE aperti armonizzati.

Il peso relativo ancora contenuto di tale *asset class*, pur come detto in crescita nel medio-lungo periodo, appare connesso alle modalità di accesso da parte della clientela e alla struttura dei costi: si tratta, tipicamente, di strumenti finanziari negoziati di propria iniziativa dagli investitori tramite le piattaforme di *trading* messe a disposizione dagli intermediari, caratterizzati da commissioni di gestione contenute e dall'assenza di *inducements*.



Conclusioni

Il presente lavoro ha sviluppato un'analisi delle principali caratteristiche degli investimenti della clientela *retail* in strumenti finanziari, con l'obiettivo di evidenziare, anche su base storica, fenomeni rilevanti, contribuendo a tratteggiare alcuni aspetti del mercato domestico.

I depositi di strumenti finanziari custoditi e amministrati dagli intermediari per conto dei loro clienti costituiscono il precipitato dell'operatività nei servizi di investimento dei depositanti medesimi. Tale analisi assume rilievo anche in una prospettiva di vigilanza in quanto, può riflettere, a livello sistemico, condotte degli operatori tese a orientare le decisioni della clientela.

Alla luce di quanto rappresentato con riguardo ai tratti distintivi degli investimenti in strumenti finanziari della clientela *retail* presenti nei depositi detenuti presso il settore bancario domestico, sono stati riscontrati, nel periodo di analisi, una serie di elementi caratterizzanti.

Con riferimento all'esposizione al rischio valuta è emerso che gli strumenti finanziari in deposito sono denominati in euro mediamente nel 93,6% dei casi, con una percentuale in leggera contrazione nel periodo 2010-2023 (dal 96,6% al 92,5%) in favore degli investimenti in strumenti denominati in dollari americani (dal 2,4% al 6,6%). Altre valute rivestono carattere marginale (circa l'1%) e, al 30 giugno 2023, sono risultate rappresentate, principalmente, da franco svizzero e sterlina inglese.

Dall'analisi del rischio Paese si è registrato che lo *stock* di strumenti finanziari emessi da soggetti italiani ha rappresentato, storicamente, una componente particolarmente rilevante del risparmio amministrato, seppur in calo nel periodo 2010-2023 (dal 79,4% al 56,2%). La componente estera, cresciuta parallelamente nel ridotto intervallo temporale, è mutata nel tempo con la contrazione di investimenti in emittenti di Paesi quali Stati Uniti d'America, Francia e Paesi Bassi e l'incremento considerevole di quelli insediati in Lussemburgo e Irlanda, prevalentemente per effetto della crescita degli OICVM UE rivenienti da quelle nazioni, prese a base da società di gestione internazionali.

I settori economici di appartenenza degli emittenti che presentano le maggiori consistenze di strumenti finanziari sono risultati il Tesoro dello Stato (passato dal 22,6% al 38,1%), il settore 'fondi comuni di investimento mobiliare, SICAV e SICAF' (cresciuto dal 9,7% al 31,6%) e il sistema bancario (seppur in forte calo dal 50,8% al 13,9%). Per gli emittenti esteri rileva, invece, maggiormente il settore 'fondi comuni non monetari dei paesi area euro' (in crescita dal 35% al 82%).

Relativamente all'esposizione al rischio emittente, alla data 30 giugno 2023, tra gli emittenti italiani - escludendo il comparto OICVM - gli strumenti finanziari afferiscono principalmente alla Repubblica Italiana (55,4%) e, in misura nettamente inferiore, ad altri soggetti di primario *standing*. Per quanto concerne gli emittenti esteri, parimenti escludendo gli OICVM, emerge un quadro alquanto frammentato: i primi cinque soggetti presentano incidenze che, singolarmente, non eccedono il 4% e che, cumulativamente, raggiungono circa il 16%.

Nel periodo giugno 2010 - giugno 2023 lo *stock* di strumenti finanziari convenzionalmente classificati come illiquidi è passato da un'incidenza del 30,7% al 3,1%. All'ultima data di osservazione, tra gli illiquidi, la categoria prevalente risultava quella delle azioni ordinarie (62,4%) costituita in particolare da azioni a diritto di voto maggiorato.

Per quanto riguarda, invece, gli strumenti finanziari che, per caratteristiche, presentano profili di complessità, essi rappresentano una quota residuale del risparmio amministrato *retail*, con un'incidenza pari a circa il 6,3% al 30 giugno 2023 (contro il 17,5% registrato alla data del 30 giugno 2010); a livello tipologico figurano, tra i prodotti complessi, in misura largamente prevalente, i *certificates* (oltre il 64% della categoria).

Dall'analisi del profilo di scadenze del portafoglio è emerso che, nell'arco temporale di analisi, la quota di titoli redimibili ha mantenuto un ruolo preminente attestandosi su valori medi attorno all'86%, a fronte del 14% rappresentato da strumenti irredimibili. Al 30 giugno 2023 i principali strumenti redimibili erano costituiti da OICVM (60%) e Titoli di Stato (24%), mentre tra gli irredimibili figuravano, in netta prevalenza, le azioni (94%). Con riferimento agli strumenti finanziari redimibili provvisti di scadenza anagrafica, nel periodo 2010-2023, è stata osservata una tendenza alla riduzione degli *stock* con scadenza minore o uguale a cinque anni a favore di strumenti con scadenza maggiore di cinque anni e sino a quindici anni; peraltro, a fronte di tale *trend* di fondo, si è registrata un'inversione di tendenza nei periodi più recenti, con un ritorno verso strumenti a breve termine.

Nel periodo esaminato la quota di titoli con possibili situazioni di conflitto è complessivamente cresciuta dal 41% al 58,5%. In particolare, al 30 giugno 2023, il 36,3% delle masse amministrate della specie afferiva a titoli emessi dalle banche depositarie (o da soggetti appartenenti al medesimo Gruppo), il 63,7% a titoli che normalmente prevedono la percezione di *inducements*. Le principali categorie di strumenti in conflitto sono risultate gli OICVM (oltre l'87%), i *certificates* (circa il 7%) e le obbligazioni e azioni bancarie (cumulativamente, attorno al 4%).

Dalle evidenze complessivamente raccolte è stato altresì possibile trarre alcune considerazioni generali relative alle scelte degli investitori (lato domanda) e ai modelli operativi adottati dalle banche (lato offerta) nel contesto del mercato mobiliare domestico, nonché di rilievo in una prospettiva di vigilanza.

Il percorso diretto del risparmio da clienti *retail* a imprese produttive non appartenenti al settore finanziario non è risultato particolarmente sviluppato; sussiste infatti una forte componente di 'intermediazione', sia essa costituita dallo Stato, da altre tipologie di investitori istituzionali/intermediari finanziari (OICR) o dalle banche (emittenti di bond e azioni).

Parimenti è stata riscontrata una significativa e crescente quota di investimenti per i quali può configurarsi, pur sulla base di assunzioni semplificatrici e prudenziali, una situazione di conflitto di interesse fra intermediario e cliente, che attesta una struttura del modello distributivo nazionale fondato sul *self-placement*, sui rapporti di gruppo e sugli *inducements*; in tale ambito, peraltro, si è

assistito a un cambiamento nella rilevanza delle fonti di conflitto, con la significativa crescita della percezione degli *inducements* (legati a OICVM) e il calo del *self-placement* (in connessione alla riduzione del collocamento diretto di bond bancari).

La diversificazione di portafoglio appare ottenuta principalmente a mezzo di forme di investimento collettivo del risparmio, mentre la componente più tipicamente di investimento diretto risulta concentrata su emittenti/valute/Paesi di elevato *standing*.

Gli strumenti connotati da profili di complessità, da tempo rappresentati in misura contenuta nel risparmio amministrato *retail*, hanno subito una rilevante flessione che li ha condotti ad assumere un peso ancor più ridotto; in tale contesto si distinguono i *certificates*, derivati cartolarizzati, che, sostituendo, almeno in parte, le obbligazioni strutturate, hanno visto un accrescimento significativo del proprio peso, arrivando a rappresentare, allo stato, una quota molto ampia della categoria dei prodotti complessi.

Anche il rischio di liquidità nei portafogli amministrati si è progressivamente ridotto, con la decrescita dei prodotti illiquidi (in particolare bond bancari non quotati) a favore di fondi aperti, Titoli di Stato e altri prodotti quotati in mercati regolamentati (quali gli stessi *certificates*).

Nel quadro complessivo delineato con riferimento agli strumenti finanziari detenuti dalla clientela *retail* presso il sistema bancario domestico, si sottolinea l'importanza che gli intermediari bancari, alla luce della loro capacità di incidere sulle scelte di investimento dei clienti, assistano i medesimi, soprattutto con la prestazione del servizio di consulenza.

Il principio cardine della prestazione dei servizi di investimento nell'interesse del cliente deve costituire la guida per una reale tutela dell'investitore, anche in situazioni per le quali può sussistere un interesse in conflitto fra intermediario e cliente.

In tale ambito, la prospettiva di portafoglio - sancita dalla teoria finanziaria quale elemento centrale per la definizione di investimenti ottimali e che ormai permea anche la disciplina di settore - può orientare verso l'efficienza le scelte dei clienti, in un'ottica di diversificazione (in termini geografici, settoriali, valutari, di emittenti, eccetera), oggi ottenibile anche per i patrimoni di più piccole dimensioni.

In particolare, stringenti soglie di controllo del rischio di concentrazione su specifici emittenti/gruppi, costituiscono misure essenziali per la gestione del conflitto e presidio efficace al fine di ridurre l'impatto di possibili perdite su un singolo investimento.