



**IL POTERE DI INTERVENTO DELLA BANCA D'ITALIA SU
STRUMENTI FINANZIARI, DEPOSITI STRUTTURATI
E ATTIVITÀ/PRATICHE FINANZIARIE COLLEGATE:
QUADRO GIURIDICO, ANALITICO E METODOLOGICO**

(aprile 2022)

Indice

Introduzione.....	2
1. Le attività per l'analisi e la valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria degli strumenti finanziari.....	3
1.1 La selezione degli strumenti finanziari potenzialmente rischiosi (modulo A).....	3
1.2 Le analisi di approfondimento sugli strumenti finanziari potenzialmente rischiosi (modulo B)	6
2. L'indagine sui depositi strutturati offerti dalle banche italiane.....	9
3. L'attività di <i>market intelligence</i> interna alla Banca d'Italia.....	10
4. Il controllo dei rischi di antiriciclaggio e di finanziamento del terrorismo.....	11
5. L'organizzazione interna della Banca d'Italia per lo svolgimento delle analisi e per l'adozione delle misure.....	11
Appendice A – Regolamento delegato UE/2017/567 della Commissione europea del 18 maggio 2016.....	13
Appendice B – Glossario.....	17
Appendice C – Esempio di selezione degli strumenti finanziari potenzialmente rischiosi per la stabilità finanziaria (modulo A).....	20
Appendice D – Esempio di analisi di approfondimento sugli strumenti finanziari potenzialmente rischiosi per la stabilità finanziaria (modulo B).....	26

Introduzione

Il regolamento UE/2014/600 (MiFIR), entrato in vigore il 3 gennaio 2018, ha attribuito alle autorità di vigilanza nazionali, e in alcuni casi all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) e all'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA), il potere di vietare o limitare:

- a) la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di strumenti finanziari e depositi strutturati;
- b) determinate attività e pratiche finanziarie collegate¹.

Questo “potere di intervento sui prodotti” (*product intervention power*)² può essere attivato se dalle analisi poste in essere dalle autorità competenti emergono rischi rilevanti per la tutela degli investitori, per il regolare funzionamento e per l'integrità dei mercati finanziari e delle merci, per la stabilità del sistema finanziario o di una sua parte. Per guidare la valutazione di questi rischi la normativa individua un'ampia serie di criteri³.

Prima di esercitare il potere di intervento le autorità sono tenute a verificare che non sia possibile fronteggiare i rischi attraverso altre misure di vigilanza e che la misura sia proporzionata e non discriminatoria. Il potere di intervento può essere esercitato attraverso misure temporanee o permanenti (queste ultime consentite solo alle autorità competenti nazionali) nei confronti delle banche, delle imprese di investimento e dei gestori del mercato⁴.

In Italia, l'art. 7-bis del [Testo unico della finanza](#) (TUF) ha attribuito il potere di intervento alla Banca d'Italia per preservare la stabilità del sistema finanziario nazionale e alla Consob per quanto riguarda la tutela degli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci. Ciascuna autorità potrà esercitare il potere di intervento dopo avere sentito l'altra. Il TUF richiede alle due autorità di coordinare l'esercizio delle funzioni e di stabilire le modalità di cooperazione e di scambio delle informazioni rilevanti attraverso un apposito protocollo di intesa⁵.

Il potere di intervento attribuito alla Banca d'Italia persegue dunque un obiettivo diverso (la stabilità del sistema finanziario nazionale) rispetto a quelli a cui sono volti i controlli in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali e di correttezza degli intermediari nei rapporti con la clientela. Questi ultimi riguardano peraltro esclusivamente i prodotti e i servizi bancari e finanziari (come conti correnti, depositi, finanziamenti, servizi di pagamento) e non anche quelli aventi finalità di investimento, soggetti ai controlli della Consob.

¹ Queste riguardano, ad esempio, le modalità di collocamento, le strategie di distribuzione, i meccanismi di incentivazione collegati alla distribuzione di prodotti finanziari.

² In seguito, per brevità, “potere di intervento”.

³ Per ulteriori approfondimenti, cfr. l'art. 21 del regolamento delegato UE/2017/567 della Commissione europea, il cui testo è riportato nell'Appendice A.

⁴ Non rientrano nel perimetro di applicazione del potere di intervento i soggetti diversi da quelli specificatamente indicati dalla normativa europea. Pertanto non è possibile applicare il potere di intervento agli [intermediari vigilati dalla Banca d'Italia](#) diversi dalle banche e dalle SIM, come ad esempio le SGR e gli intermediari finanziari iscritti nell'apposito albo previsto dall'art. 106 del [Testo unico bancario](#) (TUB).

⁵ Il protocollo di intesa, attualmente in fase di negoziato, regolerà in particolare: (a) le modalità con cui effettuare lo scambio di informazioni tra le due autorità; (b) il termine entro il quale ciascuna autorità è tenuta al rilascio del parere in caso di proposta di attivazione di una misura di intervento da parte dell'altra; (c) le modalità di attuazione e di revisione del protocollo stesso.

Questo documento descrive le modalità di svolgimento delle analisi e delle valutazioni dei rischi svolte dalla Banca d'Italia a supporto dell'eventuale esercizio del potere di intervento. Fornisce inoltre, a titolo di esempio, alcuni risultati di tali attività. Per le analisi e le valutazioni più recenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Il "potere di intervento" della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate.*

1. Le attività per l'analisi e la valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria degli strumenti finanziari

La Banca d'Italia ha sviluppato un quadro metodologico per identificare e valutare le aree di rischio per la stabilità finanziaria che possono riguardare gli strumenti finanziari commercializzati, distribuiti o venduti in Italia o a partire dall'Italia. A tal fine sono stati prima identificati i criteri rilevanti per l'esercizio del potere di intervento a fini di stabilità finanziaria, a partire dalla lista complessiva degli elementi riportati nella normativa. Successivamente tali criteri sono stati associati ad apposite metriche e metodologie per l'analisi e la valutazione dei rischi. Il quadro analitico viene costantemente aggiornato e affinato per tenere conto, tra l'altro, delle nuove basi informative che dovessero rendersi disponibili.

L'approccio analitico per identificare e valutare i rischi relativi agli strumenti finanziari è organizzato in due moduli, svolti in maniera sequenziale: (a) nel primo (modulo A) è utilizzata una procedura automatizzata per produrre una prima selezione degli strumenti finanziari potenzialmente rischiosi per la stabilità del sistema finanziario italiano in base a una valutazione della loro complessità e del loro ammontare in circolazione; (b) il secondo (modulo B) prevede lo svolgimento di un'analisi dettagliata dei rischi posti dagli strumenti finanziari identificati con il modulo A o segnalati ad esempio da attività di *market intelligence*. Pur se basato su elementi quantitativi, il modulo B non è completamente automatizzato, in quanto in questa fase è possibile integrare le analisi quantitative con valutazioni di natura discrezionale, ad esempio sulla congruità degli effetti attesi dall'imposizione di divieti o limitazioni rispetto ai rischi identificati.

L'attività di analisi basata sull'applicazione dei due moduli viene svolta dalla Banca d'Italia almeno due volte l'anno e si conclude con la redazione di un documento di sintesi sui rischi per la stabilità finanziaria che può includere eventuali proposte su misure di intervento. Oltre alle valutazioni sulle caratteristiche di rischio specifiche degli strumenti finanziari, le decisioni sull'utilizzo del potere di intervento devono tenere conto anche di considerazioni quali l'esistenza di strumenti e misure alternativi di intervento e l'adeguatezza dell'eventuale misura da adottare rispetto ai rischi identificati⁶.

1.1 La selezione degli strumenti finanziari potenzialmente rischiosi (modulo A)

Per il primo stadio dell'analisi è stata sviluppata una procedura con un alto grado di automazione per identificare gli strumenti finanziari che, sulla base di caratteristiche di complessità e ammontare dei

⁶ Il regolamento MiFIR richiede che l'autorità competente, prima di esercitare il potere di intervento, verifichi che: (a) i requisiti normativi esistenti non siano sufficienti a fronteggiare i rischi riscontrati; (b) una migliore vigilanza non consenta di fronteggiare il problema in modo più efficace (art. 42, comma 2, lett. b e lett. c). La normativa richiede inoltre che la misura sia proporzionata, in rapporto ad esempio alla natura dei rischi identificati, al livello di sofisticazione degli investitori e al suo probabile impatto.

volumi negoziati, sono valutati come potenzialmente rischiosi per la stabilità finanziaria e selezionati per possibili ulteriori approfondimenti.

Le tipologie di strumenti finanziari prese in considerazione dal modulo A fanno riferimento all'elenco presente nel TUF⁷ che riporta le seguenti categorie: (a) valori mobiliari; (b) strumenti del mercato monetario; (c) quote di un organismo di investimento collettivo; (d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*futures*), *swaps*, contratti a termine (*forwards*) e altri contratti su strumenti derivati; (e) strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito; (f) contratti finanziari differenziali; (g) quote di emissioni.

Per individuare e analizzare i suddetti strumenti finanziari con riferimento al mercato italiano vengono utilizzate le segnalazioni statistiche e di vigilanza che le banche e gli altri intermediari vigilati inviano alla Banca d'Italia⁸ e le informazioni provenienti dall'Anagrafe titoli e dalle segnalazioni ex art. 129 TUB⁹.

La tavola 1 riporta l'elenco dettagliato degli strumenti finanziari presi in considerazione, divisi nelle macrocategorie titoli e derivati, insieme alle fonti informative associate. La classificazione proposta è più granulare rispetto a quella indicata dal TUF¹⁰, grazie all'integrazione delle segnalazioni statistiche e di vigilanza con il database Anagrafe titoli. La disponibilità di una lista dettagliata permette di condurre analisi su specifici segmenti di mercato e di esercitare il potere di intervento in maniera circoscritta ai rischi eventualmente identificati.

Nel modulo A uno strumento finanziario è considerato potenzialmente rischioso se è complesso e se il nozionale in circolazione è superiore a una soglia specifica per ogni strumento. I criteri di selezione sono applicati come segue.

Complessità. – A ogni tipologia di strumento finanziario viene assegnato un indicatore di complessità (0/1) in base alla linearità del *pay off* e alla natura delle eventuali attività sottostanti. Uno strumento finanziario è considerato complesso se si verifica uno dei seguenti casi:

- a) il *pay off* è più articolato di quello di un'opzione *plain vanilla* (come ad es. in alcuni *certificates*);
- b) il *pay off* o l'attività di riferimento sottostante sono strutturati (come ad es. nelle obbligazioni strutturate);
- c) l'eventuale attività sottostante è rappresentata da un derivato (quindi il grado di derivazione è pari o superiore a 2, come ad es. nelle opzioni su *swaps*).

Nella tavola 1 è riportato il grado di complessità attribuito alle diverse categorie di strumenti finanziari in base ai criteri appena menzionati. Questi criteri vengono rivisti periodicamente, per tenere conto delle modifiche che possono intervenire nelle caratteristiche delle nuove emissioni.

⁷ Per ulteriori dettagli, cfr. l'Allegato 1, sezione C, del TUF, che recepisce l'Allegato 1, sezione C della direttiva UE/2014/65 relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID2).

⁸ Per le analisi vengono utilizzate le segnalazioni individuali degli intermediari, più dettagliate e complete rispetto a quelle consolidate.

⁹ Per approfondimenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Disposizioni in materia di segnalazioni a carattere consuntivo relative all'emissione e all'offerta di strumenti finanziari](#).

¹⁰ I contratti finanziari differenziali costituiscono un'eccezione, in quanto sono inclusi nell'elenco fornito dal TUF ma non nella classificazione fornita dalla circolare 154/1991 della Banca d'Italia. Informazioni più granulari sono disponibili nei dati EMIR.

Volumi. – Per ogni classe di prodotto finanziario complesso si analizzano i volumi in circolazione (prevalentemente valori nominali per i titoli e valori nozionali per i derivati). In particolare viene calcolata la serie storica del valore dello strumento considerando gli ultimi 5 anni e si identifica come soglia rilevante il 90° percentile della distribuzione storica. Gli strumenti finanziari complessi con volumi superiori al valore soglia sono selezionati per approfondimenti analitici nel modulo B.

Tavola 1
**Classificazione degli strumenti finanziari
 potenzialmente oggetto del potere di intervento (1)**

Macrocategoria	Complessità	Strumenti finanziari	Fonte dei dati
Titoli	non complessi	azioni carta commerciale (<i>commercial papers</i>) <i>covered bonds</i> diritti <i>exchange-traded funds</i> fondi comuni di investimento obbligazioni diverse da quelle strutturate o subordinate titoli di Stato esteri titoli di Stato italiani	Matrice dei conti (2) e Anagrafe titoli
	complessi	titoli cartolarizzati, distinti tra autocartolarizzazioni e altre cartolarizzazioni (3) <i>credit-linked notes</i> obbligazioni strutturate obbligazioni subordinate, distinte tra obbligazioni subordinate <i>additional tier 1</i> (AT1, note anche come <i>contingent convertibles</i> , CoCo) e altre obbligazioni subordinate	Matrice dei conti (2) e Anagrafe titoli
		<i>certificates</i> <i>covered warrants</i> <i>exchange-traded commodities</i> <i>exchange-traded notes</i>	Matrice dei conti (2), Anagrafe titoli e segnalazioni ex art. 129 TUB
Derivati (3)	non complessi	<i>forwards</i> <i>futures</i> <i>forward rate agreements</i> (FRA) opzioni <i>plain vanilla</i> <i>interest rate swaps</i> altri <i>swaps</i>	Matrice dei conti (2)
	complessi	<i>credit default swaps</i> altri derivati creditizi altre opzioni altri contratti derivati	Matrice dei conti (2)

(1) Per le definizioni dei singoli strumenti finanziari, cfr. il *Glossario* nell'Appendice B. – (2) In futuro potrebbero essere utilizzate anche le segnalazioni di vigilanza delle SGR, dei fondi comuni di investimento e delle SIM. – (3) Nelle operazioni di autocartolarizzazione, la banca che origina la transazione acquista tutti i titoli emessi dalla società veicolo utilizzata per l'operazione (*special purpose vehicle*, SPV). I titoli vengono mantenuti in portafoglio per essere all'occorrenza utilizzati come collaterale in operazioni di rifinanziamento presso la banca centrale. Le attività rimangono in bilancio, mentre i titoli sottostanti vengono iscritti fuori bilancio per evitare la duplicazione degli attivi. – (3) La ripartizione in categorie dei derivati verrà aggiornata sulla base dei dati di cui al regolamento UE/2012/648 (EMIR), disponibili da luglio 2021.

Per svolgere le analisi sulla complessità e sui volumi per entrambe le macrocategorie dei titoli e degli strumenti derivati elencati nella tavola 1 vengono utilizzate diverse basi informative. Per quanto riguarda i titoli, si utilizzano le informazioni a livello di singola emissione tratte dalle segnalazioni di

vigilanza di banche disciplinate dalla circolare 272/2008 della Banca d'Italia (Matrice dei conti)¹¹. Attraverso il codice ISIN le informazioni provenienti dalle basi dati appena menzionate vengono integrate con quelle desumibili dall'Anagrafe titoli e dalle segnalazioni ex art. 129 TUB. Il perimetro dell'analisi comprende, per il momento, l'insieme dei titoli di debito depositati in Italia e di quelli emessi da soggetti residenti. La disponibilità di una base informativa ricca e articolata consente di svolgere l'analisi anche su categorie più granulari per quel che riguarda gli strumenti classificati come titoli. Per i derivati invece l'informazione negli schemi segnaletici di vigilanza è di norma riportata in forma aggregata, con riferimento non al singolo contratto ma alla più generica tipologia di strumento, alla natura economica del sottostante, alla direzione della posizione assunta¹². Per questi strumenti il perimetro di analisi include i soli contratti stipulati dalle banche residenti. In alcuni casi il livello di aggregazione delle informazioni non consente di svolgere l'analisi della serie storica dei volumi: in particolare i contratti derivati molto complessi sono raggruppati nella generica categoria "altri derivati" su cui non sono al momento disponibili informazioni più dettagliate. Per superare tali carenze sono in corso attività di analisi per l'utilizzo dei dati contenuti nel database EMIR¹³.

L'elevata granularità delle informazioni disponibili nel database EMIR, come ad esempio quelle relative alla tipologia di contratto, alle modalità di esercizio del contratto, alla tipologia di sottostante, al codice CFI (*classification of financial instruments*), al tipo di valutazione (*mark-to-market, mark-to-model*, secondo la metodologia delle controparti centrali), permetteranno di identificare le diverse tipologie di esposizioni in derivati, nonché di determinare il grado di ingegnerizzazione finanziaria di questi strumenti. L'analisi dell'evoluzione delle esposizioni nel tempo, delle caratteristiche degli strumenti e delle controparti delle transazioni permetterà di avere utili informazioni sui rischi per la stabilità finanziaria che possono provenire dagli strumenti derivati in circolazione in Italia.

Un esempio di applicazione del modulo A è riportato nell'Appendice C. Per le analisi e le valutazioni più recenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Il "potere di intervento" della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate](#).

1.2 Le analisi di approfondimento sugli strumenti finanziari potenzialmente rischiosi (modulo B)

Per il secondo stadio delle analisi (modulo B) è stata sviluppata una procedura per la valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria posti dagli strumenti identificati attraverso la selezione automatizzata del modulo A o attraverso altre vie (ad es. *market intelligence*). Nel modulo B vengono considerati congiuntamente sia i rischi cui sono esposti i detentori degli strumenti finanziari (investitori istituzionali o al dettaglio), sia quelli cui sono esposti gli emittenti e i distributori degli strumenti.

Dato che l'indagine è funzionale a individuare gli strumenti rischiosi per la stabilità sistemica che potrebbero essere oggetto di una proposta di attivazione del potere di intervento, ci si è focalizzati sui

¹¹ In futuro potrebbero essere utilizzate anche le segnalazioni di vigilanza delle società di gestione del risparmio e dei fondi comuni di investimento (circolare 189/1993 della Banca d'Italia) e quelle delle società di intermediazione mobiliare (circolare 148/1991 della Banca d'Italia).

¹² Ad esempio, l'esposizione degli intermediari su una tipologia di strumento derivato può essere espressa come "posizione lunga di opzioni su merci per finalità di *hedging*".

¹³ Il regolamento EMIR ha introdotto, a carico delle controparti di un contratto derivato, una serie di obblighi al fine di ridurre il rischio dei mercati derivati e migliorarne la trasparenza. Per maggiori informazioni, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Regolamento EMIR](#).

criteri identificati dal regolamento delegato che rilevano ai fini della stabilità finanziaria (cfr. la lista nell'Allegato A). Tra i criteri da valutare vi sono quelli relativi alla complessità dello strumento (criterio a), alla dimensione del mercato (criterio b), alle caratteristiche di leva finanziaria (criterio e), ai fattori di rischio e rendimento (criterio f) e alla liquidità (criterio g). Vi è inoltre un criterio specifico relativo alla distribuzione di uno strumento finanziario come fonte di finanziamento per l'emittente o gli enti finanziari (criterio t). Un ulteriore criterio fa riferimento alla possibilità che un prodotto finanziario o un'attività/pratica collegata rappresentino rischi rilevanti per l'infrastruttura di mercato o dei sistemi di pagamento (criterio u).

Come guida per l'approfondimento, è stata predisposta una tassonomia dei rischi per la stabilità finanziaria, incluse le relative variabili e gli indicatori da analizzare per ciascuno strumento finanziario. La tavola 2 identifica le principali aree da considerare, che riguardano: (a) la complessità; (b) le caratteristiche di rischio dello strumento; (c) le caratteristiche del mercato di riferimento; (d) le caratteristiche dell'emittente; (e) la liquidità del mercato. Per ciascuna di queste macroaree l'analisi si focalizza su alcune variabili indicative (ad es. indici di leva, indicatori di volatilità dei prezzi degli strumenti e del sottostante mercato/strumento, indici di rendimento, volumi e indici di concentrazione degli strumenti detenuti, indicatori di liquidità).

Il modello B propone uno schema analitico aperto, considerato che l'eterogeneità degli strumenti finanziari potenzialmente oggetto di attenzione non consente la costruzione ex ante di un modello quantitativo di analisi unico e non si presta all'adozione di procedure automatizzate. Metodologie specifiche per analizzare e valutare i rischi posti da determinati strumenti finanziari sono quindi identificate e disegnate ad hoc di volta in volta dagli esperti coinvolti nelle analisi.

L'Istituto dispone di un ampio insieme di informazioni per effettuare le analisi sulla rischio degli strumenti. Per quanto riguarda i titoli di debito e di capitale, i dati disponibili tramite le segnalazioni di vigilanza – relative alle circolari 272/2008 (Matrice dei conti, banche), 189/1993 (fondi armonizzati), 148/1991 (SIM) e i relativi schemi segnaletici (circolare n. 154/1991) – costituiscono una base informativa sufficientemente ricca, che viene integrata con i dati dell'Anagrafe titoli, le segnalazioni ex art. 129 del TUB, e i dati di mercato delle piattaforme Bloomberg e Refinitiv.

Per quanto riguarda gli strumenti derivati invece i dati attualmente disponibili nelle segnalazioni di vigilanza dell'Istituto non hanno caratteristiche di granularità sufficienti a consentire un'analisi dei rischi che possa dare fondamento all'eventuale applicazione del potere di intervento, dal momento che tali misure andrebbero a incidere su un segmento di mercato troppo ampio rispetto ai rischi effettivi. In particolare, come accennato in precedenza, i contratti derivati con strutture complesse sono spesso segnalati nella generica categoria "altri derivati", per i quali non sono al momento disponibili informazioni di dettaglio necessarie per la valutazione del rischio sistemico. Per tale ragione sono in corso attività per lo sfruttamento dei dati contenuti nel database EMIR.

Un esempio di applicazione del modulo B ai *certificates* è riportato nell'Appendice D. Per le analisi e le valutazioni più recenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [*Il "potere di intervento" della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate.*](#)

Indicatori e variabili da analizzare per le possibili tipologie di rischi

Tipologia di rischio	Indicatori e variabili	Fonte dei dati
Complessità dello strumento	giudizio di complessità	Matrice dei conti (1), Anagrafe titoli, segnalazioni ex art. 129 TUB e dati EMIR (2)
	indice di leva finanziaria	Segnalazioni ex art. 129 e dati EMIR (2)
	uso dello strumento (<i>speculazione/hedging</i>)	Matrice dei conti (1)
	presenza dello strumento su un mercato regolamentato (quotato/non quotato)	Anagrafe titoli e segnalazioni ex art. 129 TUB
Rischiosità dello strumento	volatilità dello strumento	Bloomberg e Refinitiv
	volatilità del sottostante	
	variazione percentuale del prezzo dello strumento negli ultimi 6 mesi	
	variazione percentuale del prezzo del sottostante negli ultimi 6 mesi	
	rating creditizio dell'emittente/controparte	
	rating creditizio del sottostante	
	rendimento stimato all'emissione	Segnalazioni ex art. 129 TUB
	valuta dello strumento	Anagrafe titoli e dati EMIR (2)
	livello di collateralizzazione	Dati EMIR (2)
Caratteristiche del mercato	presenza di margini	
	presenza di controparti centrali	
	volume all'emissione	Matrice dei conti (1), Anagrafe titoli, segnalazioni ex art. 129 TUB e dati EMIR (2)
	volume in circolazione	
	valore di mercato dello strumento	Bloomberg, Refinitiv e dati EMIR (2)
indice di concentrazione (Gini/Herfindahl-Hirschman)	Matrice dei conti (1)	
Caratteristiche dell'emittente	peso medio dello strumento nel portafoglio di intermediari sistemici	
	numero di intermediari in possesso dello strumento	
	distanza dal default	Bloomberg e Refinitiv
	merito di credito	
leva finanziaria		
redditività del capitale proprio (<i>return on equity, ROE</i>)		
Liquidità del mercato	redditività dell'attivo (<i>return on assets, ROA</i>)	
	<i>bid-ask spread</i> dello strumento	Bloomberg e Refinitiv
	<i>bid-ask spread</i> del sottostante	
	volume medio delle negoziazioni dello strumento	
	volume medio delle negoziazioni del sottostante	
tassi di riscatto dello strumento (in caso di estinzione anticipata)	Matrice dei conti (1), Anagrafe titoli e dati EMIR (2)	

(1) In futuro potrebbero essere utilizzate anche le segnalazioni di vigilanza delle SGR, dei fondi comuni di investimento e delle SIM. – (2) Dati di cui al regolamento EMIR.

2. L'indagine sui depositi strutturati offerti dalle banche italiane

Poiché le informazioni relative ai depositi strutturati offerti dalle banche italiane alla propria clientela non sono attualmente oggetto di segnalazione di vigilanza da parte degli intermediari¹⁴, all'inizio del 2021 è stata condotta una specifica indagine rivolta a tutte le banche, che potrà essere ripetuta in futuro quando ritenuto appropriato.

Il deposito strutturato è definito al comma 6-decies dell'art. 1 del TUF come un deposito il cui rendimento è collegato a fattori quali:

- un indice o una combinazione di indici, eccetto i depositi a tasso variabile il cui rendimento è direttamente legato a un tasso di interesse quale l'Euribor o il Libor;
- uno strumento finanziario o una combinazione di strumenti finanziari;
- una merce o combinazione di merci o di altri beni infungibili, materiali o immateriali, o
- un tasso di cambio o una combinazione di tassi di cambio.

La rilevazione prevedeva la raccolta di informazioni di natura quantitativa e qualitativa sui depositi strutturati con riferimento alla data del 30 settembre 2020.

Per quanto riguardava le informazioni quantitative, sono stati richiesti agli intermediari: (a) gli importi nominali di depositi strutturati sottoscritti dalla clientela per tipologia di deposito strutturato; (b) il numero di prodotti con diverse caratteristiche. Se gli importi sottoscritti totali erano superiori a cinque milioni di euro era richiesta anche la loro suddivisione per tipologia di sottoscrittore e di prodotto. Le informazioni qualitative riguardavano, tra l'altro, la possibilità di rimborso anticipato, la presenza di eventuali penali associate, la struttura del rendimento.

Il questionario era rivolto a tutte le banche italiane e alle succursali di banche estere, iscritte all'albo di cui all'art. 13 del TUB, per un totale di 467 intermediari. Al questionario hanno risposto 390 banche, che al 30 settembre 2020 rappresentavano il 96 per cento del totale dei depositi¹⁵.

Sulla base delle informazioni ricevute, soltanto quattro banche offrivano alla clientela depositi strutturati, per un totale di circa 25 milioni di euro. Tutti gli altri intermediari che hanno partecipato alla rilevazione hanno affermato di non avere mai offerto alla propria clientela, dal 2018, depositi della specie. Nel complesso i depositi strutturati delle banche italiane che offrono questo tipo di prodotti rappresentano soltanto lo 0,3 per cento del totale dei loro depositi.

Data l'esiguità del loro importo, i depositi strutturati non rappresentano al momento un fattore di rischio ai fini della stabilità finanziaria. La Banca d'Italia continuerà comunque a seguire gli sviluppi del mercato per la valutazione di eventuali interventi.

¹⁴ Nel 2018 l'EBA, nell'ambito delle attività per l'analisi del mercato dei depositi strutturati, aveva condotto per il tramite delle autorità nazionali di vigilanza un'indagine volta a raccogliere – per un campione rappresentativo di banche e Stati membri – informazioni sui volumi in circolazione (cfr. EBA, *Report on cost and past performance of structured deposits*, gennaio 2019).

¹⁵ Per “totale depositi” si intende depositi e certificati di deposito.

3. L'attività di *market intelligence* interna alla Banca d'Italia

Al fine di raccogliere informazioni su potenziali aree di rischio non facilmente identificabili attraverso le analisi delle basi dati – come ad esempio i rischi riconducibili agli ambiti dell'innovazione finanziaria oppure alle attività e alle pratiche finanziarie, che non hanno una definizione esplicita nella normativa – periodicamente l'Istituto svolge un'indagine alla quale partecipano le strutture interne coinvolte in attività di *market intelligence* o in altre attività istituzionali da cui possono risultare indicazioni utili per l'eventuale esercizio del potere di intervento¹⁶.

La rilevazione raccoglie informazioni di provenienza interna o esterna (ad es. notizie della stampa specializzata, newsletter di analisti privati, analisi e approfondimenti di società di investimento) su fattispecie potenzialmente meritevoli di approfondimento per l'eventuale esercizio del potere di intervento, con particolare riferimento ai potenziali impatti sulla stabilità finanziaria.

Il perimetro delle segnalazioni comprende strumenti finanziari e attività/pratiche finanziarie come di seguito definite.

Strumenti finanziari. – L'elenco dettagliato degli strumenti finanziari è quello riportato nella tavola 1. Nell'identificazione delle fattispecie potenzialmente rilevanti, le strutture segnalanti tengono conto delle seguenti caratteristiche (non esaustive) degli strumenti finanziari: grado di complessità dello strumento, dimensione del mercato di riferimento, caratteristiche di leva finanziaria, profilo di rischio-rendimento, liquidità, modalità di distribuzione dello strumento finanziario come fonte di finanziamento per l'emittente, possibilità che un prodotto finanziario possa determinare rischi rilevanti per i mercati, per le infrastrutture di mercato o per un comparto del sistema finanziario. Per maggiori dettagli, cfr. l'elenco riportato nell'Allegato A (art. 21 del regolamento delegato UE/2017/567).

Uno specifico interesse è relativo alle informazioni desumibili dai piani di emissione degli strumenti finanziari di cui le strutture di supervisione dovessero venire a conoscenza nell'ambito delle regolari attività di vigilanza sugli intermediari creditizi e finanziari.

Attività e pratiche finanziarie. – Le attività/pratiche finanziarie che possono essere oggetto di una misura di intervento non sono state definite nel regolamento MiFIR. L'assenza di una definizione è dovuta all'estrema difficoltà di identificare a priori tutte le ipotesi che possono scaturire con l'innovazione finanziaria.

In relazione a ciò, quando si parla di attività/pratiche finanziarie nel sondaggio si fa riferimento alle seguenti casistiche.

- a) Per la supervisione sugli intermediari bancari e finanziari, vengono valutate le strategie e le modalità di collocamento di strumenti finanziari potenzialmente rischiosi, anche in relazione al tipo di clientela a cui sono destinati.

Questo profilo è già presidiato dalla disciplina in materia *product governance*, volta ad assicurare l'adeguatezza dello strumento finanziario rispetto alle caratteristiche e alle esigenze del tipo di clientela cui è rivolto, dal momento della sua creazione fino a quello della distribuzione¹⁷.

Possono tuttavia verificarsi casi residuali, ad esempio con riferimento ai meccanismi di

¹⁶ Rientrano tra queste attività: l'analisi della struttura e dell'andamento dei mercati finanziari, la supervisione degli intermediari finanziari e creditizi e delle infrastrutture di mercato, le operazioni di mercato e l'analisi dei rischi di portafoglio.

¹⁷ La supervisione di questa disciplina è di competenza della Consob.

incentivazione collegati alla distribuzione di strumenti finanziari o relativi all'uso di canali di distribuzione tecnologici.

- b) Per la supervisione sui mercati, si valutano i comportamenti che possono esporre gli intermediari e i gestori del mercato a effetti di contagio, determinando una concentrazione di rischi in specifici settori oppure presso intermediari o infrastrutture di mercato.

Un'eventuale concentrazione di rischi nel sistema finanziario potrebbe scaturire anche da attività/pratiche finanziarie innovative che, in quanto tali, non sono ancora censite e regolamentate. In questo caso, la misura di intervento è applicabile dopo avere verificato che tali comportamenti non siano tra quelli considerati dalle discipline sugli abusi di mercato e sullo *short-selling*.

4. Il controllo dei rischi di antiriciclaggio e di finanziamento del terrorismo

Tra i criteri rilevanti per l'applicazione del potere di intervento a fini di stabilità finanziaria vi è anche quello relativo alla possibilità che un prodotto finanziario presenti caratteristiche tali da incoraggiarne l'utilizzo per scopi di criminalità organizzata, riciclaggio o finanziamento del terrorismo (cfr. il criterio p nell'Allegato A). Per tenere conto di tali aspetti è stata instaurata una collaborazione bidirezionale specifica tra l'unità responsabile del potere di intervento e l'Unità di informazione finanziaria per l'Italia (UIF).

La collaborazione prevede che la prima unità possa chiedere alla seconda eventuali informazioni per gli aspetti di competenza su specifici strumenti finanziari identificati dal quadro analitico come potenzialmente rischiosi. L'interazione, al contrario, può anche originarsi da segnalazioni da parte della UIF di strumenti finanziari di cui dovesse venire a conoscenza nell'ambito dell'attività di analisi finanziaria e/o ispettiva per l'identificazione di operazioni di riciclaggio o di finanziamento al terrorismo.

5. L'organizzazione interna della Banca d'Italia per lo svolgimento delle analisi e per l'adozione delle misure

Al fine di sfruttare le capacità di analisi e le procedure per valutare i rischi per la stabilità finanziaria già esistenti all'interno dell'Istituto, l'esercizio delle competenze relative al potere di intervento sono state collocate presso il Servizio Stabilità finanziaria del Dipartimento Economia e statistica. L'unità responsabile per il potere di intervento, la Divisione Analisi e coordinamento stabilità finanziaria, svolge il ruolo di accentramento e di punto di raccolta delle informazioni necessarie per lo svolgimento delle analisi e di punto di contatto per le interazioni con le altre strutture della Banca e con l'esterno.

In considerazione del carattere trasversale del processo e della necessità di coinvolgere sistematicamente diverse funzioni, sono stati potenziati i meccanismi interni di coordinamento. In primo luogo è stato attribuito al Comitato di coordinamento per la stabilità finanziaria (CCSF)¹⁸ il compito di promuovere il raccordo delle informazioni e di discutere le analisi e le eventuali misure di intervento, in

¹⁸ Il Comitato di coordinamento per la stabilità finanziaria svolge compiti di collegamento per le attività di analisi e documentazione interna ed esterna e di coordinamento dei rapporti con le sedi internazionali interessate in tema di stabilità finanziaria. Con riferimento all'attivazione di misure macroprudenziali e del potere di intervento, formula valutazioni in merito alle proposte di attivazione per la successiva adozione delle stesse da parte del Direttorio; può anche assumere autonomamente l'iniziativa per l'avvio delle misure, coinvolgendo le strutture competenti.

analogia con i compiti già assegnati per attivare le misure macroprudenziali. È stato inoltre creato un gruppo di lavoro interdipartimentale, cui partecipano rappresentanti di diversi Servizi dell'Istituto, con l'obiettivo di affinare gli strumenti analitici disponibili e assicurare l'afflusso delle informazioni necessarie allo svolgimento delle analisi; il gruppo è anche una sede per il confronto di esperti di diverse funzioni, attivabile prontamente in caso di urgenza.

In caso di esercizio del potere di intervento, la misura verrebbe adottata attraverso le seguenti fasi:

- 1) valutazione della proposta di intervento da parte del CCSF;
- 2) trasmissione al Direttorio dell'appunto istruttorio e della bozza di provvedimento – da assumere in via ordinaria o d'urgenza – corredato dal parere del CCSF;
- 3) consultazione preventiva della Consob, dell'ESMA, dell'EBA e delle altre autorità interessate ai sensi del regolamento MiFIR;
- 4) consultazione pubblica sulla misura di intervento, ove necessario;
- 5) a seguito della valutazione dei pareri e delle eventuali osservazioni espresse dalle autorità coinvolte, sottoposizione al Direttorio dell'adozione definitiva della misura di intervento.

Qualora risulti necessario agire attraverso una procedura d'urgenza (ai sensi dell'art. 42, par. 4, del regolamento MiFIR) si seguirebbero soltanto le prime tre fasi (la consultazione delle autorità europee e delle altre autorità interessate sarebbe però sostituita da una notifica)¹⁹.

In caso di adozione di una misura di intervento rivolta a una pluralità di destinatari verrebbe seguita la procedura disciplinata nel [regolamento della Banca d'Italia del 9 luglio 2019](#), di attuazione dell'art. 23 della L. 262/2005 (Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari), che prevede il ricorso agli strumenti della *better regulation*. Verrebbero quindi svolte preventivamente sia una consultazione pubblica sia un'analisi di impatto.

Laddove invece la misura di intervento fosse sia rivolta a singoli intermediari si procederebbe con le regole previste nel [regolamento della Banca d'Italia del 21 luglio 2021](#) sui procedimenti amministrativi, che prevede tra l'altro il diritto di partecipazione al procedimento degli interessati attraverso la presentazione di memorie e documenti pertinenti alla misura in corso di adozione²⁰.

¹⁹ Le misure adottate con procedura d'urgenza non possono avere una durata superiore a tre mesi.

²⁰ Per maggiori dettagli, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Procedimenti amministrativi e diritto di accesso](#).



Appendice A

Regolamento delegato UE/2017/567 della Commissione europea del 18 maggio 2016

che integra il regolamento UE/2014/600 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le definizioni, la trasparenza, la compressione del portafoglio e le misure di vigilanza in merito all'intervento sui prodotti e alle posizioni.

Articolo 21

Criteri e fattori che le autorità competenti devono tenere in considerazione ai fini dei poteri di intervento sui prodotti *(sono evidenziati in corsivo i criteri di rilievo per le valutazioni a fini di stabilità finanziaria)*

1. Ai fini dell'art. 42, paragrafo 2, lettera a), del regolamento UE/2014/600, le autorità competenti valutano la rilevanza di tutti i fattori e i criteri elencati al paragrafo 2, e tiene in considerazione tutti i fattori e criteri rilevanti nel determinare quando la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o depositi strutturati o strumenti finanziari o depositi strutturati con determinate caratteristiche specifiche o una tipologia di attività o pratica finanziaria fa insorgere un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario di almeno uno Stato membro.

Ai fini del primo comma, le autorità competenti possono determinare l'esistenza di un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o di una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario di almeno uno Stato membro sulla base di uno o più di tali fattori e criteri.

2. I fattori e i criteri che le autorità competenti devono valutare per determinare l'esistenza di un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o di minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci e alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario di almeno uno Stato membro includono i seguenti:

a) *il grado di complessità di uno strumento finanziario o tipo di attività finanziaria o pratica finanziaria in relazione al tipo di clienti, valutato conformemente alla lettera c), coinvolto nell'attività o pratica finanziaria o alla quale lo strumento finanziario o il deposito strutturato è commercializzato o venduto, tenuto conto in particolare:*

- *del tipo di attività sottostanti o di riferimento e del grado di trasparenza delle attività sottostanti o di riferimento;*
- *del grado di trasparenza dei costi e degli oneri connessi allo strumento finanziario, al deposito strutturato, all'attività finanziaria o alla pratica finanziaria e, in particolare, alla mancanza di trasparenza risultante da livelli multipli di costi e oneri;*
- *della complessità del calcolo del rendimento, tenendo conto se il rendimento dipenda dal rendimento di uno o più attività sottostanti o di riferimento, a loro volta influenzato da altri fattori, o se esso dipenda non solo dai valori delle attività sottostanti o di riferimento alla data iniziale e alle scadenze, ma anche dai valori durante la vita del prodotto;*
- *della natura e della portata dei rischi;*
- *se il prodotto o il servizio è abbinato ad altri prodotti o servizi;*
- *della complessità dei termini e delle condizioni;*

- b) *l'entità delle potenziali conseguenze negative, considerando in particolare:*
- *il valore nozionale dello strumento finanziario o di un'emissione di depositi strutturati;*
 - *il numero dei clienti, degli investitori o dei partecipanti al mercato interessati;*
 - *la percentuale relativa del prodotto nei portafogli degli investitori;*
 - *la probabilità, entità e natura di ogni danno, incluso l'ammontare della perdita potenzialmente subita;*
 - *la durata prevista delle conseguenze negative;*
 - *il volume dell'emissione;*
 - *il numero degli intermediari interessati;*
 - *la crescita del mercato o delle vendite;*
 - *l'ammontare medio investito da ogni cliente nello strumento finanziario o nel deposito strutturato; o*
 - *il livello di copertura definito nella direttiva UE/2014/49, nel caso di depositi strutturati;*
- c) *la tipologia di clienti coinvolti in un'attività finanziaria o pratica finanziaria o a cui uno strumento finanziario o un deposito strutturato è commercializzato o venduto, considerando in particolare:*
- *se il cliente è un cliente al dettaglio, un cliente professionale o una controparte qualificata;*
 - *le competenze e le abilità dei clienti, inclusi il livello di istruzione, l'esperienza con strumenti finanziari o depositi strutturati simili o con pratiche di vendita analoghe;*
 - *la situazione economica dei clienti, inclusi reddito e patrimonio;*
 - *gli obiettivi finanziari principali dei clienti, inclusi il risparmio per la pensione e il finanziamento dell'acquisto di un'abitazione;*
 - *se il prodotto o il servizio è venduto a clienti al di fuori del mercato di riferimento o se il mercato di riferimento non è stato adeguatamente identificato; o*
 - *l'ammissibilità alla copertura da parte di un sistema di garanzia dei depositi, nel caso di depositi strutturati;*
- d) *il grado di trasparenza di uno strumento finanziario, un deposito strutturato o un tipo di attività finanziaria o pratica finanziaria, considerando in particolare:*
- *la tipologia e la trasparenza del sottostante;*
 - *i costi e gli oneri nascosti;*
 - *l'utilizzo di tecniche che attirano l'attenzione dei clienti ma non riflettono necessariamente l'idoneità o la qualità globale del prodotto, dell'attività finanziaria o della pratica finanziaria;*
 - *la natura dei rischi e la trasparenza dei rischi;*
 - *l'utilizzo di nomi di prodotti o di terminologia o di altre informazioni fuorvianti in quanto implicano livelli maggiori di sicurezza o rendimento rispetto a quelli possibili o probabili, o che sottintendono caratteristiche del prodotto che non esistono; o*
 - *nel caso dei depositi strutturati, se è comunicata l'identità dei soggetti presso cui è costituito il deposito che potrebbero essere responsabili del deposito del cliente;*
- e) *le particolari caratteristiche o componenti del deposito strutturato, dello strumento finanziario, dell'attività finanziaria o della pratica finanziaria, inclusa la leva incorporata, considerando in particolare:*
- *l'effetto di leva inerente al prodotto;*
 - *l'effetto di leva dovuto ai finanziamenti;*
 - *le caratteristiche delle operazioni di finanziamento tramite titoli; o*
 - *il fatto che il valore del sottostante non è più disponibile o affidabile;*



- f) *l'esistenza e il grado di disparità tra il rendimento o il profitto previsto per gli investitori e il rischio di perdita in relazione allo strumento finanziario, al deposito strutturato, all'attività finanziaria o alla pratica finanziaria, considerando in particolare:*
- *i costi di strutturazione di tale strumento finanziario, deposito strutturato, attività finanziaria o pratica finanziaria e altri costi;*
 - *la disparità in relazione al rischio trattenuto dall'emittente; o*
 - *il profilo di rischio/rendimento;*
- g) *i costi e la facilità con cui gli investitori sono in grado di vendere lo strumento finanziario in questione o cambiare strumento finanziario, o uscire dal deposito strutturato, considerando in particolare, dove applicabile a seconda che il prodotto sia uno strumento finanziario o un deposito strutturato:*
- *il differenziale denaro-lettera (bid-ask spread);*
 - *la frequenza della disponibilità di negoziazione;*
 - *la dimensione dell'emissione e la dimensione del mercato secondario;*
 - *la presenza o l'assenza di fornitori di liquidità o di market maker per il mercato secondario;*
 - *le caratteristiche del sistema di negoziazione; o*
 - *qualsiasi altro ostacolo all'uscita o il fatto che il ritiro anticipato non è ammesso;*
- h) *la determinazione dei prezzi e dei costi associati di un deposito strutturato, di uno strumento finanziario, di un'attività finanziaria o di una pratica finanziaria, considerando in particolare:*
- *l'uso di oneri nascosti o secondari; o*
 - *gli oneri che non riflettono il livello del servizio fornito;*
- i) *il grado di innovazione di uno strumento finanziario o un deposito strutturato, di un'attività finanziaria o una pratica finanziaria, considerando in particolare:*
- *il grado di innovazione correlato alla struttura di uno strumento finanziario, un deposito strutturato, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria, incluse l'incorporazione (embedding) e l'attivazione (triggering);*
 - *il grado di innovazione correlato al modello di distribuzione o alla lunghezza della catena di intermediazione;*
 - *la portata della diffusione dell'innovazione, incluso se uno strumento finanziario, un deposito strutturato, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria sono innovativi per particolari categorie di clienti;*
 - *il fatto che l'innovazione determini effetto leva;*
 - *la mancanza di trasparenza del sottostante; o*
 - *l'esperienza pregressa di mercato con strumenti finanziari, depositi strutturati o pratiche di vendita simili;*
- j) *le pratiche di vendita associate a uno strumento finanziario o a un deposito strutturato, considerando in particolare:*
- *i canali di comunicazione e distribuzione utilizzati;*
 - *i materiali informativi, di commercializzazione o promozionali associati all'investimento;*
 - *gli scopi presunti dell'investimento; o*
 - *se la decisione di acquistare segue uno o due acquisti precedenti;*
- k) *la situazione finanziaria ed economica dell'emittente di uno strumento finanziario o di un deposito strutturato, considerando in particolare:*
- *la situazione finanziaria dell'emittente o di qualsiasi garante; o*
 - *la trasparenza della situazione economica dell'emittente o del garante;*



- l) se le informazioni riguardo a uno strumento finanziario o a un deposito strutturato fornite dal produttore o dal distributore sono insufficienti o inattendibili, il che impedisce ai partecipanti al mercato ai quali è rivolto di prendere una decisione informata, tenendo conto della natura e della tipologia dello strumento finanziario o del deposito strutturato;
- m) se uno strumento finanziario, un deposito strutturato, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria costituiscono un rischio elevato per l'esecuzione delle operazioni concluse dai partecipanti o dagli investitori nel mercato rilevante;
- n) *se un'attività finanziaria o una pratica finanziaria compromette significativamente l'integrità del processo di formazione del prezzo nel mercato in questione, cosicché il prezzo o il valore dello strumento finanziario o del deposito strutturato in questione non è più determinato dalle legittime forze di mercato della domanda e dell'offerta, o cosicché i partecipanti al mercato non possono più fare affidamento sui prezzi formati in quel mercato o sui volumi di negoziazione come base per le proprie decisioni di investimento;*
- o) *se uno strumento finanziario, un deposito strutturato, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria rende l'economia dell'Unione vulnerabile a rischi;*
- p) *se le caratteristiche di uno strumento finanziario o un deposito strutturato lo rendono particolarmente suscettibile all'utilizzo per scopi di criminalità finanziaria e in particolare se tali caratteristiche potrebbero potenzialmente incoraggiare l'utilizzo dello strumento finanziario o del deposito strutturato per:*
- frode o disonestà;
 - comportamenti scorretti o abuso delle informazioni in relazione al mercato finanziario;
 - ricettazione dei proventi di attività criminali;
 - finanziamento del terrorismo; o
 - facilitamento del riciclaggio di denaro;
- q) *se un'attività finanziaria o una pratica finanziaria rappresentano un rischio particolarmente elevato per la resilienza o il regolare funzionamento dei mercati e delle loro infrastrutture;*
- r) *se uno strumento finanziario, un deposito strutturato, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria potrebbero portare a una significativa e artificiale disparità tra i prezzi di un derivato e quelli del mercato sottostante;*
- s) *se uno strumento finanziario, un deposito strutturato, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria rappresenta un particolare rischio di perturbazione per gli enti finanziari considerati importanti per il sistema finanziario dello Stato membro della rilevante autorità competente, in particolare considerando la strategia di copertura perseguita dagli enti finanziari in relazione all'emissione del deposito strutturato, inclusi gli errori nella determinazione del prezzo della garanzia del capitale alla scadenza o i rischi di reputazione posti dal deposito strutturato o pratica o attività per gli enti finanziari;*
- t) *la rilevanza della distribuzione di uno strumento finanziario o un deposito strutturato come fonte di finanziamento per l'emittente o gli enti finanziari;*
- u) *se uno strumento finanziario, un deposito strutturato, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria rappresenta rischi particolari per l'infrastruttura del mercato o dei sistemi di pagamento, inclusi i sistemi di negoziazione, di compensazione e di regolamento; o*
- v) *se uno strumento finanziario, un deposito strutturato, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria potrebbe minare la fiducia degli investitori nel sistema finanziario.*



Appendice B

Glossario

Altre opzioni. Opzioni diverse dalle altre tipologie descritte.

Altri contratti derivati. Contratti derivati diversi dalle altre tipologie descritte.

Altri derivati creditizi. Contratti derivati diversi dai *credit default swaps* il cui valore finale dipende dal merito di credito di uno o più soggetti.

Altri swaps. Contratti derivati del tipo *swap* diversi dalle altre tipologie descritte.

Autocartolarizzazioni. Operazioni di cartolarizzazione nelle quali i titoli emessi dalle società veicolo (*special purpose vehicle*, SPV) vengono riacquistati dall'*originator*.

Azioni. Strumenti finanziari che rappresentano una frazione del capitale sociale di una società e che conferiscono all'investitore la qualità di socio e i diritti patrimoniali (ad es. la partecipazione agli utili) e/o amministrativi (ad es. il diritto di voto nelle assemblee) collegati. La remunerazione delle azioni è legata all'andamento economico della società che le emette. Le azioni possono essere negoziate nei mercati regolamentati.

Carta commerciale (*commercial papers*). Strumenti di finanziamento a breve termine, con durata generalmente inferiore o uguale a un anno.

Cartolarizzazioni. Operazioni mediante le quali una società (detta *originator*) trasforma attività finanziarie o reali non negoziabili (ad es. i finanziamenti concessi da una banca) in titoli di debito negoziabili. L'operazione viene effettuata mediante la cessione delle attività a una società veicolo (*special purpose vehicle*, SPV) o mediante l'utilizzo di strumenti finanziari derivati. Il corrispettivo che la società veicolo è tenuta a pagare all'*originator* è ottenuto mediante l'emissione di titoli di debito. Le attività di proprietà della società veicolo (ad es. i crediti acquisiti dall'*originator*) sono destinati esclusivamente alla realizzazione dei diritti e degli interessi dei portatori dei titoli. In Italia la materia è regolata principalmente dalla L. 130/1999.

Certificates. Titoli di debito che comprendono una componente derivativa e negoziabili sul mercato dei capitali. I *certificates* si dividono in quattro tipologie principali: (a) *certificates* a capitale totalmente o parzialmente protetto, prodotti meno rischiosi simili alle obbligazioni strutturate; (b) *certificates yield enhancement*, prodotti a capitale non protetto che mirano a generare un rendimento maggiore rispetto ai rendimenti obbligazionari, con rischio comparabile alle attività sottostanti in caso di condizioni di mercato avverse; (c) *certificates participation*, prodotti a capitale non protetto che replicano l'andamento di uno o più sottostanti, possono presentare una protezione condizionata in caso di condizioni di mercato avverse o una leva in caso di condizioni favorevoli; (d) *leverage certificates*, prodotti a leva utilizzati prevalentemente con ottiche di investimento speculative e di breve periodo.

Covered bonds. Obbligazioni garantite da attività destinate, in caso di insolvenza dell'emittente, al prioritario soddisfacimento dei diritti degli obbligazionisti. Per quanto la loro disciplina vari da paese a paese, questi strumenti si contraddistinguono per il duplice livello di protezione costituito dal portafoglio di attività poste a garanzia e dall'obbligo di rimborso in capo all'emittente. Lo schema operativo prevede la cessione da parte di una banca a una società veicolo di attivi di elevata qualità creditizia (crediti ipotecari e verso pubbliche amministrazioni) e l'emissione da parte di una banca, anche diversa dalla cedente, di

obbligazioni garantite dalla società veicolo a valere sugli attivi acquistati e costituiti in un patrimonio separato.

Covered warrants. Titoli di debito (strumenti derivati “cartolarizzati”) che comprendono una componente derivativa e sono negoziabili sul mercato dei capitali. Il valore di questi titoli è legato a una o più attività sottostanti. Sono emessi da soggetti diversi dagli emittenti delle attività cui è riferita la componente derivativa. Possono pertanto essere riferiti anche ad attività quali merci o indici.

Credit default swaps (CDS). Contratti derivati del tipo *swap* che danno il diritto, alla parte che effettua pagamenti periodici, di vendere un’obbligazione al valore nominale in caso si verifichi un evento creditizio per l’emittente.

Credit-linked notes. Obbligazioni strutturate la cui componente derivativa è un derivato di credito.

Diritti. Diritti spettanti agli azionisti per sottoscrivere nuove azioni a un certo prezzo in occasione di operazioni di aumento di capitale. Sono negoziabili sul mercato dei capitali.

Exchange-traded commodities (ETC). Titoli di debito emessi a fronte dell’investimento diretto da parte dell’emittente in materie prime o in contratti derivati su materie prime.

Exchange-traded funds (ETF). Fondi comuni di investimento che replicano l’andamento di un determinato indice di borsa; i certificati rappresentativi delle quote sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Exchange-traded notes (ETN). Titoli di debito negoziati sul mercato dei capitali.

Fondi comuni di investimento. Organismi costituiti in forma di patrimonio autonomo raccolto tra una pluralità di investitori, suddiviso in quote, istituito e amministrato da un gestore.

Forwards. Contratti derivati in genere non standardizzati simili ai *futures* ma scambiati *over-the-counter*.

Forward rate agreements (FRA). Contratti *forward*, generalmente scambiati su mercati *over-the-counter*, con cui le parti si accordano per ricevere (pagare) alla scadenza la differenza fra il valore calcolato applicando all’ammontare dell’operazione un tasso di interesse predeterminato e il valore ottenuto sulla base del livello assunto da un tasso di riferimento prescelto dalle parti.

Futures. Contratti standardizzati con cui le parti si impegnano a scambiarsi a un prezzo predefinito e a una data futura, valute, valori mobiliari o beni. Sono negoziati su sedi di negoziazione dove viene garantita la loro esecuzione.

Interest rate swaps (IRS). Contratti derivati per scambiarsi interessi a tasso fisso e a tasso variabile, calcolati sulla base dello stesso capitale nozionale.

Obbligazioni. Titoli di debito che conferiscono all’investitore (obbligazionista) il diritto a ricevere, alle scadenze predefinite, il rimborso del capitale sottoscritto e una remunerazione a titolo di interesse (cedola). Per il soggetto emittente, che può essere uno Stato o un altro ente pubblico, un organismo sovranazionale, una banca o una società di altro genere l’obbligazione rappresenta un debito. Alcune obbligazioni attribuiscono al possessore il diritto di convertirle, nei termini e con le modalità prefissate, in azioni della società emittente o di altre società. Per molte obbligazioni esiste un mercato secondario sul quale sono negoziate.

Obbligazioni strutturate. Obbligazioni che comprendono una componente derivativa, che consente al sottoscrittore di percepire un rendimento legato all'andamento di una o più attività sottostanti (ad es. azioni, indici, merci, valute).

Obbligazioni subordinate *additional tier 1* (AT1, conosciute anche come *contingent convertibles*, CoCo). Titoli di debito subordinati computabili nel capitale aggiuntivo di classe 1, così come definiti nel regolamento UE/2013/575, modificato dal regolamento UE/2019/876. Sono strumenti finanziari ibridi che, al ricorrere di determinate condizioni (*trigger events*) consentono di assorbire le perdite in una situazione di normale operatività della banca mediante conversione in capitale, riduzione in tutto o in parte del valore nominale (*write-down*) oppure cancellazione di una o più cedole.

Obbligazioni subordinate. Obbligazioni il cui rimborso nel caso di liquidazione o fallimento dell'emittente avviene successivamente a quello dei creditori ordinari.

Opzioni *plain-vanilla*. Contratti derivati che attribuiscono il diritto ma non l'obbligo di acquistare (*call option*) o di vendere (*put option*) uno strumento finanziario a un prezzo prefissato entro oppure a una data futura determinata.

Titoli di Stato esteri. Titoli di debito emessi da Stati esteri.

Titoli di Stato italiani. Titoli di debito emessi dal Tesoro italiano. Attualmente comprendono i Prestiti della Repubblica, emessi sui mercati esteri, e le seguenti tipologie di titoli emessi sul mercato interno: BOT, BTP, CCT e CTZ.

Appendice C

Esempio di selezione degli strumenti finanziari potenzialmente rischiosi per la stabilità finanziaria (modulo A)²¹

L'applicazione del modulo A viene svolta separatamente per i titoli di debito e per i derivati.

C.1 I titoli complessi

L'analisi è condotta su dati mensili per il periodo da dicembre del 2008 a settembre del 2021. I titoli qui considerati comprendono le diverse tipologie di obbligazioni e gli strumenti finanziari cartolarizzati con caratteristiche tipiche dei contratti derivati, come ad esempio i *certificates* e i *covered warrants*²².

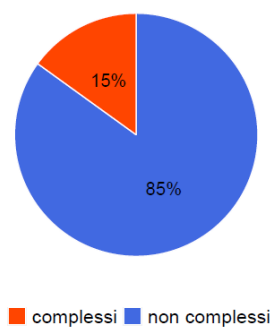
In base agli ultimi dati disponibili, soltanto il 15 per cento del totale dei titoli in circolazione si può considerare complesso (la medesima percentuale di settembre 2020), in ragione dell'elevato peso dei titoli pubblici tra quelli inclusi nel perimetro dell'analisi (fig. C.1).

Tra i titoli complessi, i più comuni alla fine di settembre del 2021 sono le cartolarizzazioni, le autocartolarizzazioni (26 per cento del totale in entrambi i casi), le obbligazioni subordinate (24 per cento) e i *certificates* (11 per cento; fig. C.2). Queste quote sono pressoché invariate rispetto a un anno prima.

Il valore complessivo dei titoli complessi in circolazione è rimasto sostanzialmente stabile negli ultimi cinque anni, ma si è osservata una contrazione delle obbligazioni strutturate, compensata da un'espansione del mercato dei *certificates* (fig. C.3). Anche le quote di mercato per settore detentore si sono mantenute stabili nel tempo, con le banche italiane che detengono circa un terzo del valore totale dei titoli complessi in circolazione.

Figura C.1

Ripartizione tra titoli complessi e non complessi (1)
(dati al 30 settembre 2021)



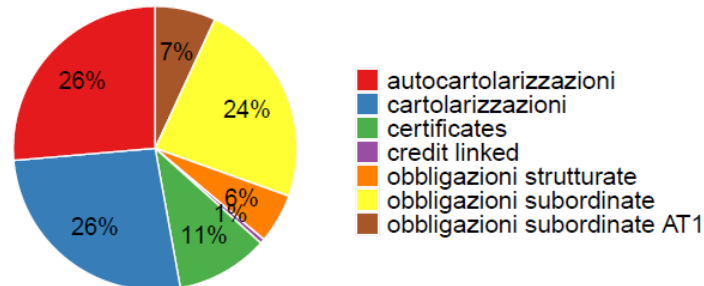
(1) Le quote sono calcolate sulla base del valore degli strumenti.

²¹ Per le analisi e le valutazioni più recenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: *Il "potere di intervento" della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate*.

²² I dati riportati in queste analisi differiscono da quelli dei conti finanziari sia per i diversi criteri di valutazione seguiti (prevalentemente al valore nominale in questo documento, al valore di mercato nei conti finanziari) sia per gli importi dei titoli di debito inclusi nell'analisi (in questo documento si considera la parte depositata in Italia e quella presente nelle segnalazioni ex art. 129 TUB o nei bilanci delle banche, con l'esclusione della Banca d'Italia e dei rapporti infragruppo; i conti finanziari coprono un aggregato più ampio, che non prevede consolidamenti infragruppo e include i titoli detenuti all'estero e quelli nel bilancio della Banca d'Italia).

Figura C.2

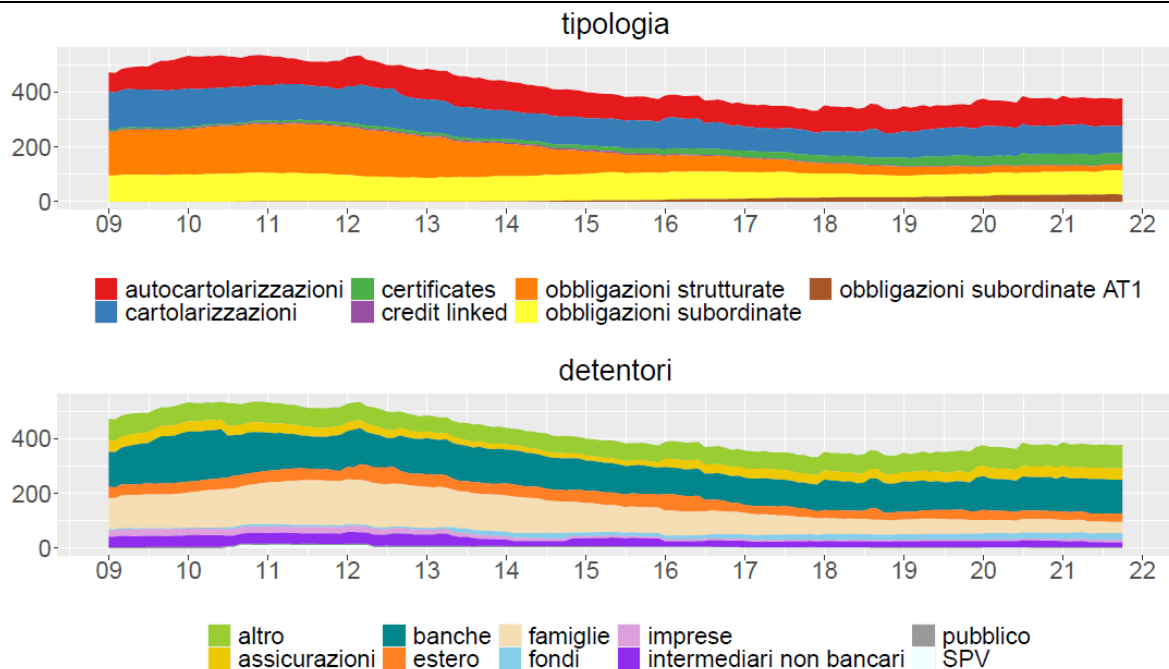
Ripartizione dei titoli complessi per tipologia (1)
(dati al 30 settembre 2021)



(1) Le quote sono calcolate sulla base del valore degli strumenti. Per le definizioni degli strumenti finanziari inclusi nella legenda, cfr. il *Glossario* nell'Appendice B. I *certificates* includono i *covered warrants*; dall'analisi sono state escluse le *exchange-traded commodities* e le *exchange-traded notes* in quanto di importo trascurabile.

Figura C.3

Importi dei titoli complessi per tipologia di strumento e per settore detentore (1)
(miliardi di euro)



(1) Per le definizioni degli strumenti finanziari inclusi nella legenda, cfr. il *Glossario* nell'Appendice B. I *certificates* includono i *covered warrants*; dall'analisi sono state escluse le *exchange-traded commodities* e le *exchange-traded notes* in quanto di importo trascurabile. La ripartizione per settore detentore rappresenta i titoli detenuti direttamente dagli appartenenti al settore indicato; non si tiene conto dei titoli detenuti indirettamente, ad esempio attraverso polizze assicurative o quote di fondi comuni di investimento. La voce "altro" nel pannello sui detentori è una voce residuale che include sia i settori di detentori diversi da quelli riportati, sia i casi in cui il settore del detentore non risulti disponibile nelle segnalazioni statistiche e di vigilanza utilizzate.

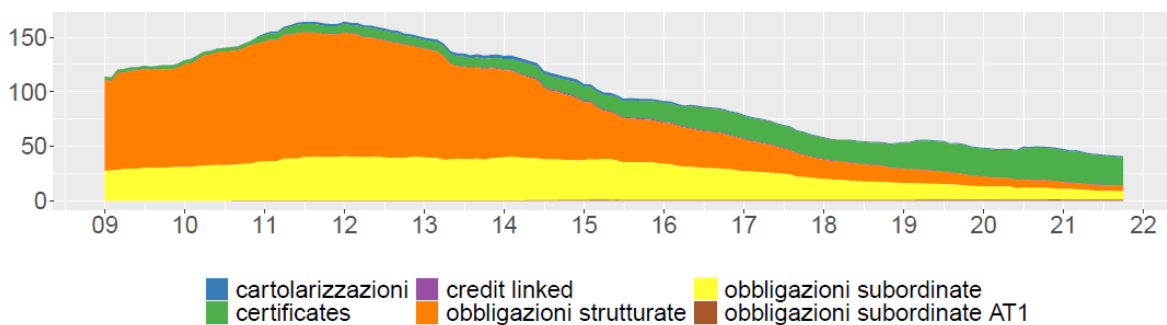
C.1.1 I titoli complessi detenuti dalle famiglie

I titoli detenuti dalle famiglie sono oggetto di particolare attenzione nelle valutazioni dei rischi per la stabilità finanziaria, perché eventuali perdite potrebbero sia indebolire la capacità del settore di rimborsare i debiti, sia creare crisi di fiducia nei confronti degli emittenti, spesso rappresentati da intermediari finanziari, o dei collocatori.

A settembre del 2021 l'ammontare dei titoli di debito detenuti dalle famiglie era pari a 207 miliardi di euro, in leggera riduzione rispetto al dato osservato alla stessa data del 2020. I titoli non complessi rappresentavano circa l'80 per cento del totale, in gran parte titoli di Stato italiani (108 miliardi) o esteri (12 miliardi) e obbligazioni ordinarie (26 miliardi). Tra i 41 miliardi di titoli complessi, i *certificates* erano lo strumento finanziario maggiormente presente (quasi 26 miliardi), seguiti dalle obbligazioni subordinate (8 miliardi) e da quelle strutturate (5 miliardi; fig. C.4).

Figura C.4

Importi dei titoli depositati complessi detenuti dalle famiglie per tipologia di strumento (1)
(miliardi di euro)



(1) Per le definizioni degli strumenti finanziari inclusi nella legenda, cfr. il *Glossario* nell'Appendice B. I *certificates* includono i *covered warrants*; dall'analisi sono state escluse le *exchange-traded commodities* e le *exchange-traded notes* in quanto di importo trascurabile. La ripartizione rappresenta i titoli detenuti direttamente dalle famiglie; non si tiene conto dei titoli detenuti indirettamente, ad esempio attraverso polizze assicurative o quote di fondi comuni di investimento.

C.1.2 Le informazioni per tipologia di titolo

Il valore soglia che determina se una categoria di titoli viene sottoposta a ulteriori analisi è pari al 90° percentile della distribuzione della serie storica mensile degli importi in circolazione di ciascuna tipologia di titolo negli ultimi cinque anni. La tavola C.1 riepiloga i volumi di titoli in circolazione e i rispettivi valori soglia alla fine di settembre del 2021; per i primi si riportano anche i dati relativi all'anno precedente.

In base a questa evidenza soltanto le obbligazioni subordinate AT1 hanno volumi superiori alla soglia di attenzione. Per le autocartolarizzazioni, le cartolarizzazioni e i *certificates* gli importi in circolazione sono leggermente inferiori alle rispettive soglie.

Tavola C.1
Importi e valori soglia per le diverse tipologie di titoli complessi (1)

	30 settembre 2021			30 settembre 2020
	importo	soglia	test	importo
Autocartolarizzazioni	99,75	101,67	0	100,31
Cartolarizzazioni	100,21	106,39	0	102,22
<i>Certificates</i>	39,76	40,35	0	40,31
<i>Credit linked notes</i>	2,05	2,56	0	2,29
Obbligazioni strutturate	21,31	47,94	0	24,43
Obbligazioni subordinate	89,15	95,25	0	88,38
Obbligazioni subordinate AT1	26,12	25,91	1	25,13

(1) I *certificates* includono i *covered warrants*; dall'analisi sono state escluse le *exchange-traded commodities* e le *exchange-traded notes* in quanto di importo trascurabile. Le colonne "importo" e "soglia" riportano dati in miliardi di euro. La colonna "test" indica se l'importo è superiore alla soglia (indicato con 1) oppure no (indicato con 0).

C.2 I derivati complessi

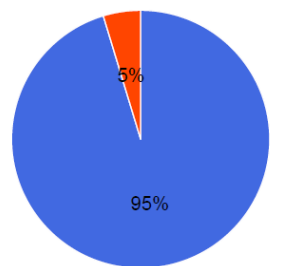
Nell'analisi degli strumenti derivati complessi il focus è limitato a quelli detenuti dalle banche, gli unici per i quali sono al momento disponibili informazioni, avvalendosi dei dati della Matrice dei conti²³. L'utilizzo del database EMIR dovrebbe permettere in prospettiva sia di estendere l'estensione dell'analisi ad altri settori detentori, sia di avere informazioni più dettagliate su questi strumenti.

A settembre del 2021 soltanto il 5 per cento degli strumenti derivati segnalati dalle banche residenti si può considerare complesso (fig. C.5), un dato in linea con quello di un anno prima. Tra i derivati complessi prevalgono i CDS, mentre sono poco diffusi i derivati diversi da quelli *plain vanilla* (altre opzioni, altri contratti derivati, altri derivati creditizi; fig. C.6).

Il valore nozionale totale dei derivati complessi (pari alla somma tra posizioni lunghe e corte) nell'ultimo anno si è ridotto del 15 per cento, a 295 miliardi di euro (fig. C.7).

Figura C.5
Derivati complessi e non complessi nei bilanci delle banche italiane (1)

(dati al 30 settembre 2021)



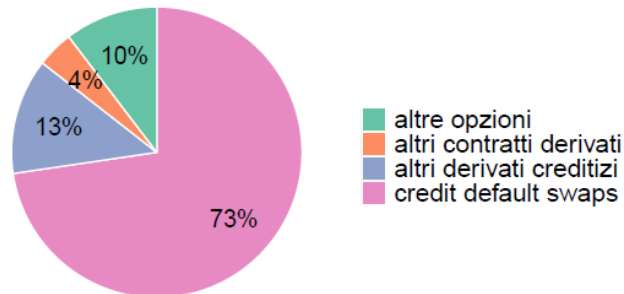
■ complessi ■ non complessi

(1) Le quote sono calcolate sulla base del valore nozionale degli strumenti, pari alla somma delle posizioni lunghe e corte.

²³ Le voci della Matrice dei conti sui derivati hanno frequenza trimestrale, mentre le voci utilizzate per i titoli di debito (titoli di terzi in deposito, titoli all'attivo e al passivo delle banche) hanno frequenza mensile.

Figura C.6

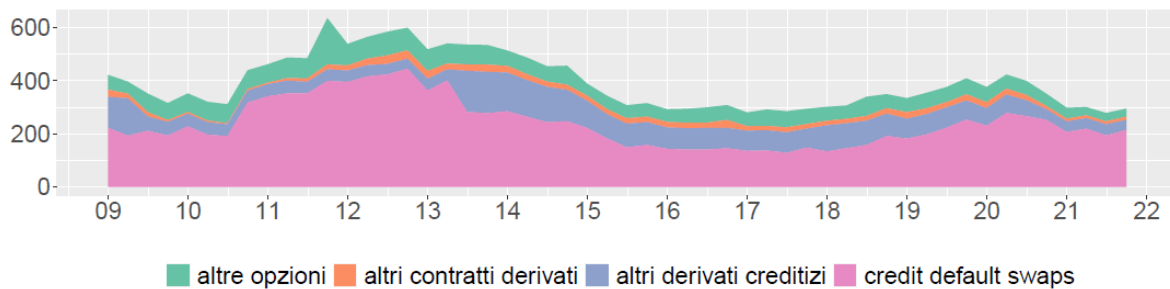
Derivati complessi nei bilanci delle banche italiane per tipologia di strumento (1)
(dati al 30 settembre 2021)



(1) Le quote sono calcolate sulla base del valore nozionale degli strumenti, pari alla somma delle posizioni lunghe e corte. Per le definizioni degli strumenti finanziari inclusi nella legenda, cfr. il *Glossario* nell'Appendice B.

Figura C.7

Valori nozionali dei derivati complessi nei bilanci delle banche italiane per tipologia di strumento (1)
(miliardi di euro)



(1) Il valore nozionale è pari alla somma delle posizioni lunghe e corte. Per le definizioni degli strumenti finanziari inclusi nella legenda, cfr. il *Glossario* nell'Appendice B.

C.2.1 Le informazioni per tipologia di strumento

Anche per i derivati il valore soglia che determina se una categoria di strumenti deve essere sottoposta a ulteriori analisi è pari al 90° percentile della distribuzione della serie storica trimestrale degli importi in circolazione di ciascuna tipologia di strumenti negli ultimi cinque anni. La tavola C.2 riepiloga il valore nozionale dei derivati in circolazione e i rispettivi valori soglia alla fine di settembre del 2021; per i primi si riportano anche i dati relativi all'anno precedente.

In base a questa evidenza al momento non occorre svolgere ulteriori analisi sui contratti derivati. Per tutte le categorie di strumenti infatti gli importi detenuti dalle banche all'ultima data disponibile risultano largamente inferiori ai livelli di attenzione nel confronto storico.



Tavola C.2

Nozionali e valori soglia per le diverse tipologie di derivati complessi (1)

	30 settembre 2021			30 settembre 2020
	nozionale	soglia	test	nozionale
<i>Credit default swaps</i>	295,28	400,64	0	351,08
Altri derivati creditizi	38,02	91,57	0	39,83
Altre opzioni	30,62	60,91	0	46,78
Altri contratti derivati	12,05	22,57	0	11,77

(1) Le colonne "nozionale" e "soglia" riportano dati in miliardi di euro. La colonna "test" indica se l'importo è superiore alla soglia (indicato con 1) oppure no (indicato con 0).

Appendice D

Esempio di analisi di approfondimento sugli strumenti finanziari potenzialmente rischiosi per la stabilità finanziaria (modulo B)²⁴

In questa Appendice viene presentato un esempio di approfondimento delle analisi dei rischi per la stabilità finanziaria che possono provenire da una particolare categoria di titoli. Viene considerato il caso dei *certificates*, strumenti che negli ultimi anni hanno registrato elevati tassi di crescita dei volumi emessi e che sono acquistati con elevata frequenza dal settore delle famiglie. Nell'esercizio sono utilizzati i dati ad agosto del 2020²⁵.

D.1 I *certificates*

I *certificates* sono strumenti finanziari derivati cartolarizzati che replicano, con o senza effetto leva, l'andamento di una o più attività sottostanti. Sono negoziati sui mercati oppure scambiati *over-the-counter*. In alcuni casi vengono collocati attraverso *private placements*.

I *certificates* si dividono in quattro tipologie principali: (1) i *certificates* a capitale totalmente o parzialmente protetto, che sono prodotti meno rischiosi simili alle obbligazioni strutturate; (2) i *certificates yield enhancement*, prodotti a capitale non protetto che mirano a generare un rendimento maggiore rispetto ai rendimenti obbligazionari, con rischio comparabile a quello delle attività sottostanti in caso di condizioni di mercato avverse; (3) i *certificates participation*, prodotti a capitale non protetto che replicano l'andamento di uno o più sottostanti, possono presentare una protezione condizionata in caso di condizioni di mercato avverse o una leva in caso di condizioni favorevoli; (4) i *leverage certificates*, prodotti a leva utilizzati prevalentemente con ottiche di investimento speculative e di breve periodo. Gli importi in circolazione relativi ai *leverage certificates* sono di gran lunga inferiori rispetto alle altre tipologie e non sono al momento disponibili informazioni sui prezzi di mercato. Per tale ragione nel seguito vengono analizzate soltanto le prime tre tipologie di strumenti finanziari.

Per analizzare in dettaglio i profili di rischio dei *certificates* in circolazione vengono svolti approfondimenti su: (a) gli emittenti e i detentori; (b) la complessità; (c) il rischio di mercato.

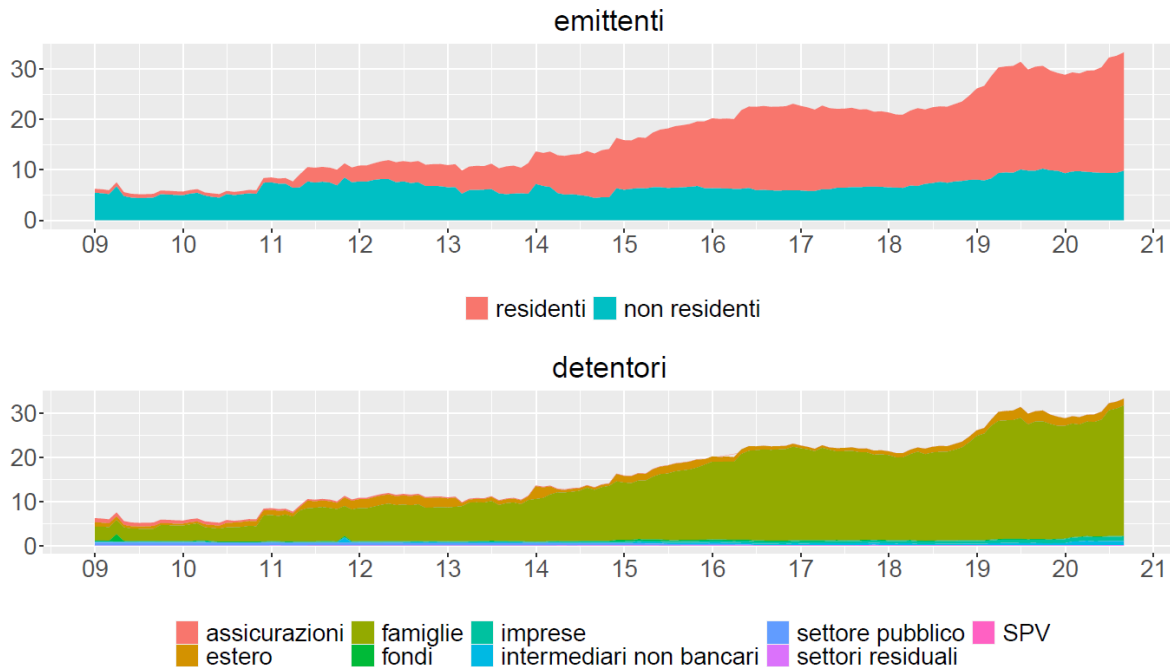
D.1.1 Gli emittenti e i detentori

Nell'agosto 2020, dopo la prima ondata di Covid-19, il valore dei *certificates* all'attivo delle banche italiane o depositati presso queste era circa 34 miliardi di euro, di cui approssimativamente i due terzi relativi a titoli emessi da intermediari italiani; i *certificates* erano detenuti quasi esclusivamente da famiglie (fig. D.1).

²⁴ Per le analisi e le valutazioni più recenti, cfr. sul sito della Banca d'Italia: [Il "potere di intervento" della Banca d'Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate](#).

²⁵ Sono stati considerati i *certificates* all'attivo delle banche italiane o depositati presso queste.

Valore dei *certificates* per residenza dell'emittente e per settore detentore (1)
(miliardi di euro)



(1) Strumenti all'attivo delle banche italiane o depositati presso banche italiane. La ripartizione per settore detentore rappresenta i titoli detenuti direttamente dagli appartenenti al settore indicato; non si tiene conto dei titoli detenuti indirettamente, ad esempio attraverso polizze assicurative o quote di fondi comuni di investimento.

D.1.2 La complessità

La complessità dei *certificates* viene valutata attraverso un indicatore sul grado di ingegnerizzazione finanziaria (GIF) che assegna a ogni singolo strumento in circolazione un numero intero compreso tra 0 (bassa complessità) e 6 (alta complessità) in base a sei caratteristiche contrattuali definite da variabili binarie: (1) assenza di garanzie sul capitale investito; (2) presenza di più di un sottostante; (3) tipologia di *payoff path-dependent*; (4) leva finanziaria massima maggiore di uno in valore assoluto; (5) valute di riferimento diverse dall'euro; (6) assenza di quotazione in un mercato regolamentato. Il valore del GIF è pari al numero delle caratteristiche di complessità presenti nello strumento. È possibile calcolare questo indicatore soltanto per i titoli per i quali sono disponibili le segnalazioni ex art. 129 TUB.

La tavola D.1 riporta le distribuzioni dei valori nozionali dei *certificates* in circolazione alla fine di agosto del 2020 per tipologia di strumento sulla base del valore assunto dal GIF. I *certificates yield enhancement* e i *certificates participation* hanno un livello medio del GIF pari rispettivamente a 3,2 e 3,3, valori più che doppi rispetto a quelli riscontrati nei titoli a capitale protetto, che hanno un livello medio pari a 1,5.

Tavola D.1
Grado di ingegnerizzazione finanziaria delle diverse tipologie di *certificates* (1)
 (miliardi di euro e indice; dati al 31 agosto 2020)

	Importo								Grado medio
	grado 0	grado 1	grado 2	grado 3	grado 4	grado 5	grado 6	totale	
Capitale protetto (2)	0,0	9,5	3,7	2,3	0,0	0,0	0,0	15,6	1,5
<i>Yield enhancement</i>	0,0	0,0	3,8	4,8	4,8	1,2	0,0	14,6	3,2
<i>Participation</i>	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	3,3
Totale	0,0	9,5	7,5	7,2	4,8	1,2	0,0	30,3	2,4

(1) Dati riferiti ai titoli depositati e per i quali sono disponibili le segnalazioni ex art. 129 TUB. Il grado medio è calcolato utilizzando come pesi i valori dei titoli in circolazione appartenenti a ciascuna categoria di strumenti. – (2) Titoli con capitale totalmente o parzialmente protetto.

D.1.3 Il rischio di mercato

I *certificates* sono prodotti fortemente esposti alle variazioni dei prezzi delle attività sottostanti. La loro rischiosità varia a seconda della struttura del prodotto, della leva finanziaria e delle garanzie offerte sul capitale. Per valutare il rischio di mercato di questi prodotti viene effettuato un esercizio di stima della perdita di valore dei titoli che subirebbero i loro possessori in uno scenario avverso di entità pari a quello registrato durante la crisi finanziaria causata dalla pandemia nel marzo 2020, quando il valore medio di quegli strumenti si è ridotto del 22,6 per cento.

Per valutare il rischio relativo alle consistenze di titoli in circolazione a una certa data può essere applicato il rendimento registrato nel mese di marzo del 2020 al valore di ogni contratto esistente alla data di riferimento. La tavola D.2 riporta i valori dei *certificates* in circolazione alla fine di agosto del 2020 prima e dopo lo shock, aggregati per categoria. A fronte di un importo totale di circa 30,3 miliardi di euro, in seguito a uno shock analogo a quello registrato a marzo di quell'anno il valore dei *certificates* si sarebbe ridotto di circa 5,8 miliardi (pari al 19,3 per cento del valore iniziale). Valori elevati del GIF tendono ad associarsi con perdite più consistenti: nel mese di marzo del 2020 la correlazione tra il GIF e il rendimento dei titoli è stata pari a -0,2. Nell'esercizio di stress test i *certificates* a capitale totalmente o parzialmente protetto subiscono una perdita media del 9,5 per cento, mentre il valore dei *certificates yield enhancement* diminuisce di oltre il 30 per cento.

Tavola D.2
Risultati di un esercizio di stress test sui *certificates* (1)
 (miliardi di euro; dati al 31 agosto 2020)

	Importo iniziale	Importo dopo lo shock	Impatto percentuale
Capitale protetto (2)	15,6	14,0	-9,5
<i>Yield enhancement</i>	14,6	10,4	-30,5
<i>Participation</i>	0,1	0,1	-14,9
Totale	30,3	24,5	-19,3

(1) Risultati di un esercizio di stress test con scenario avverso comparabile a quello osservato nel marzo 2020. Non sono stati tenuti in considerazione gli strumenti con una variazione del prezzo di mercato nel marzo 2020 pari a 0 o, in valore assoluto, maggiore del 100 per cento. – (2) Titoli con capitale totalmente o parzialmente protetto.