

G - LA SUPERVISIONE SUI MERCATI

La forte correzione dei prezzi e l'accresciuta volatilità dei titoli azionari nel 2000 hanno accentuato l'attenzione per la stabilità e l'ordinato funzionamento dei sistemi di negoziazione e regolamento. Il rapido mutamento delle aspettative e delle condizioni di liquidità è stato tuttavia bene assorbito dai mercati finanziari.

Nei maggiori paesi industrializzati sono stati intensificati gli sforzi per pervenire alla definizione di principi condivisi, in grado di rendere le strutture dei mercati meglio capaci di rispondere efficacemente a situazioni di tensione.

In questo ambito si collocano sia le Raccomandazioni sui sistemi di regolamento delle transazioni su strumenti finanziari elaborate dalle banche centrali del Gruppo dei Dieci (G10) e dalla International Organisation of Securities Commissions, (IOSCO) sia le analisi condotte presso la Banca dei regolamenti internazionali (BRI) sulle implicazioni della contrattazione elettronica sulla stabilità e sul funzionamento del sistema finanziario.

In Europa è proseguita l'iniziativa politica e istituzionale volta ad accelerare il processo di integrazione dei mercati finanziari dell'Unione. Continuano a svilupparsi progetti industriali di concentrazione nei comparti del *trading* e del *settlement*.

Il Consiglio europeo del marzo 2001 ha approvato il rapporto del Wise Men Committee (Comitato dei saggi sulla regolamentazione dei mercati finanziari europei), costituito dall'Ecofin nel luglio dello scorso anno. Il rapporto identifica nella carenza di regole comuni, nelle difformità delle legislazioni nazionali e nella frammentazione dell'industria del trading e del post-trading le cause principali che ostacolano l'integrazione dei mercati finanziari (cfr. il capitolo: L'attività normativa e la vigilanza sulle società di gestione).

Anche le strutture italiane di negoziazione e di regolamento hanno mantenuto un ordinato funzionamento. Hanno assicurato continuità alla formazione dei prezzi e ai processi di ricomposizione dei portafogli.

Nel corso del 2000 i mercati italiani hanno migliorato gli assetti regolamentari; hanno introdotto nuovi servizi; hanno aumentato la loro apertura internazionale. La piazza finanziaria nazionale si è rafforzata e ha definito strategie condivise.

Sono state emanate, in attuazione delle disposizioni del Testo unico della finanza, nuove discipline in materia di servizi di liquidazione e di compensazione e garanzia su strumenti derivati.

Borsa Italiana, MTS ed e-MID hanno ampliato la gamma dei servizi introducendo ulteriori strumenti e modalità operative, hanno visto aumentare i partecipanti esteri in accesso remoto. La Cassa di compensazione e garanzia è impegnata nella realizzazione di un servizio di controparte centrale sulle transazioni a pronti concluse sui comparti della borsa. La Monte Titoli, divenuta il quarto depositario centrale europeo, sta predisponendo un servizio di prestito titoli e una nuova procedura di compensazione e liquidazione su base netta.

Nel maggio di quest'anno il Comitato di indirizzo strategico per lo sviluppo della piazza finanziaria italiana ha pubblicato le conclusioni del proprio lavoro. Il documento auspica che vengano perseguite, dalle varie componenti dell'industria finanziaria nazionale, strategie mirate a sviluppare, mediante adeguate soluzioni organizzative, le sinergie potenziali con l'obiettivo di accrescere l'efficienza dei servizi, contribuendo così anche al rafforzamento e all'integrazione del mercato europeo dei capitali.

Al Comitato, coordinato dal Ministro del Tesoro, hanno partecipato, oltre alla Banca d'Italia e alla Consob, le società di gestione dei mercati e delle strutture di supporto, le associazioni di categoria degli intermediari e degli emittenti. L'attività del Comitato si è indirizzata ad assicurare che le iniziative dei diversi soggetti si esplicino in un ambito sinergico, favorendo la proiezione internazionale dei mercati italiani, la loro efficienza e competitività.

La via indicata per il perseguimento di queste finalità strategiche comprende, tra l'altro, l'integrazione tra MTS, EuroMTS ed e-MID; la realizzazione di joint venture tra Società interbancaria per l'automazione (SIA) e componenti della piazza finanziaria nazionale; la valorizzazione del ruolo della Cassa di compensazione e garanzia; la partecipazione attiva delle società-mercato alla governance di Monte Titoli e Cassa, con l'obiettivo anche di far acquisire a queste ultime un ruolo di rilievo nel processo di consolidamento delle strutture europee di post-trading.

LA SORVEGLIANZA SUGLI SCAMBI

Nel corso del 2000 si sono rafforzate alcune tendenze della struttura e del funzionamento dei mercati, stimulate dalla tecnologia e da nuove pratiche operative: si estende il ricorso a sistemi di negoziazione su base multilaterale, aumenta l'accesso diretto ai mercati da parte di investitori finali, si ampliano le modalità e gli strumenti disponibili per la gestione dei portafogli e dei rischi.

La negoziazione su base multilaterale attraverso l'utilizzo di piattaforme elettroniche, in sostituzione del tradizionale mercato over-the-counter a carattere bilaterale, aumenta l'efficienza e la trasparenza degli scambi, riducendo gli svantaggi informativi degli operatori di contenute dimensioni.

Le modalità di contrattazione elettronica si vanno estendendo anche ai rapporti tra gli intermediari e la clientela istituzionale; tra le maggiori iniziative figurano i circuiti inglesi Bondclick e Tradeweb, nonché il mercato italiano Bondvision, di prossima attivazione da parte della MTS Spa.

Il crescente utilizzo di Internet ha reso possibile accedere ai mercati oltre gli orari tradizionali (after hours) e favorito l'introduzione di strumenti finanziari appositamente disegnati per gli investitori che operano on-line.

L'affermarsi di circuiti di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati presenta rilevanti implicazioni per l'ordinato ed efficiente funzionamento del sistema finanziario. A livello internazionale è stato avviato un ampio dibattito per individuare forme appropriate di regolamentazione e di vigilanza su queste nuove entità, a tutela dell'integrità del mercato e della trasparenza delle negoziazioni.

Negli Stati Uniti la Securities and Exchange Commission (SEC), dopo aver disciplinato tra il 1998 e il 1999 l'attività degli Alternative Trading Systems (ATS) in termini di accesso alle negoziazioni, parità di trattamento degli operatori e trasparenza, ha avviato una consultazione finalizzata a definire misure che rafforzino la concorrenza tra i diversi circuiti e migliorino gli standard operativi di questi ultimi attraverso la loro interconnessione. Anche la Commissione europea si propone di affrontare la tematica della regolamentazione degli ATS nell'ambito della più ampia revisione della Direttiva sui servizi di investimento (ISD).

In Europa la moneta unica ha stimolato la concorrenza tra i sistemi di negoziazione di strumenti finanziari. L'obiettivo di ridurre i costi per gli intermediari, di migliorare l'efficienza dei circuiti di scambio e la necessità di

una presenza su scala europea hanno sollecitato iniziative di consolidamento tra le borse azionarie. La mancanza di un quadro regolamentare europeo di riferimento nonché la difficoltà di definire assetti organizzativi idonei a garantire un'equilibrata distribuzione degli oneri e dei benefici risultano al momento di ostacolo all'affermarsi di un sistema pienamente integrato.

Le borse di Parigi, Bruxelles e Amsterdam hanno dato vita, mediante fusione, ad Euro-next, società di diritto olandese che gestisce attualmente i tre mercati nazionali. Il mercato svizzero ha concluso un accordo con il circuito inglese Tradepoint per la realizzazione di Virt-x. L'annunciato progetto iX di fusione tra le borse di Londra e Francoforte è stato invece abbandonato dopo aver suscitato un'ampia discussione a livello europeo.

La concorrenza tra circuiti di negoziazione non si è tradotta in spinte alla concentrazione nel comparto obbligazionario europeo, dato l'ampio potenziale di crescita rappresentato dalle dimensioni dell'over-the-counter; si è registrata piuttosto la diffusione di nuove piattaforme elettroniche di contrattazione sotto forma di mercato regolamentato o di ATS.

Al mercato regolamentato inglese Coredeal e a e-Speed, gestito da un broker internazionale, si sono aggiunti nel corso del 2000 nuovi circuiti; tra questi Eurex Bond - piattaforma realizzata da Eurex AG per la negoziazione di titoli di Stato tedeschi - e Broker-Tec, interdealer broker posseduto da un consorzio di grandi operatori internazionali per le contrattazioni di obbligazioni europee e americane.

Le società-mercato italiane hanno continuato a espandere la gamma di servizi offerti e a favorire l'accesso in forma remota ai mercati nazionali.

In un contesto di forte crescita dell'attività complessiva e, in particolare, dell'interesse per i derivati azionari, la borsa ha attivato le contrattazioni serali (*after hours*), ha introdotto il contratto miniFib e ha trasferito su una nuova piattaforma tecnologica le contrattazioni sui covered warrant. Lo scorso aprile è stato inoltre avviato il Segmento titoli con alti requisiti (STAR).

Il miniFib, avviato nel luglio 2000, è caratterizzato da un valore pari a un quinto del contratto Fib30 ed è finalizzato a richiamare l'interesse degli investitori finali. L'attività in derivati azionari è aumentata nel 2000 in misura significativa, con fortissimi incrementi degli scambi su covered warrant e su opzioni relative a singole azioni. Nel primo trimestre dell'anno in corso la tendenza all'aumento è proseguita.

STAR si rivolge alle piccole e medie imprese, che hanno attualmente una limitata presenza nei portafogli degli intermediari. Con la creazione di un mercato ad hoc per queste società, si vuole aumentare la visibilità e la liquidità degli emittenti e facilitare l'accesso degli investitori alle informazioni sulle società quotate. La qualifica di STAR viene attribuita ai possessori di requisiti aggiuntivi, in tema di liquidità, trasparenza e corporate governance, rispetto alle ordinarie condizioni di ammissione alla quotazione di borsa.

L'MTS Spa ha confermato la propria strategia di espansione internazionale basata sulla costituzione in altri paesi di società che utilizzano la piatta-

forma SIA e che sono partecipate dall'emittente sovrano e da intermediari locali. Inoltre l'MTS Spa si propone di realizzare in Italia un nuovo mercato regolamentato dei titoli di Stato che prevede la presenza di investitori istituzionali italiani ed esteri.

Alla società MTS Amsterdam, costituita nell'agosto del 1999, si sono aggiunte nel corso del 2000 MTS France, MTS Belgium, MTS Portugal; nel gennaio scorso sono state avviate le negoziazioni su MTS Japan. Nuovi progetti per la costituzione di analoghe società sono stati annunciati in Germania, Spagna e Stati Uniti.

Mediante l'utilizzo di una piattaforma Internet il nuovo mercato italiano denominato Bondvision consentirà a società di gestione del risparmio e a imprese di assicurazione di operare in acquisto e in vendita, mediante aste competitive, con gli operatori principali del mercato.

L'e-MID Spa ha introdotto la possibilità di scambiare fondi con lotti minimi elevati (modalità *large deal*) e ha creato un circuito per la negoziazione di contratti derivati su tassi di interesse (e-MIDER).

Anche al fine di ampliare ulteriormente la presenza di operatori internazionali sul proprio circuito, l'e-MID Spa è in procinto di introdurre nell'anno in corso una nuova piattaforma di contrattazione multivalutaria.

Il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato

Il comparto a pronti. - Nel 2000 le contrattazioni medie giornaliere in titoli di Stato si sono ulteriormente ridotte. Dalla seconda metà dell'anno, tuttavia, gli scambi hanno invertito la tendenza discendente in atto sin dal 1998; nei primi mesi del 2001 si sono riportati sui valori medi della prima metà del 1999. La crescita dei volumi si è accompagnata a una ripartizione più equilibrata dell'attività tra i titoli trattati (tav. aG1).

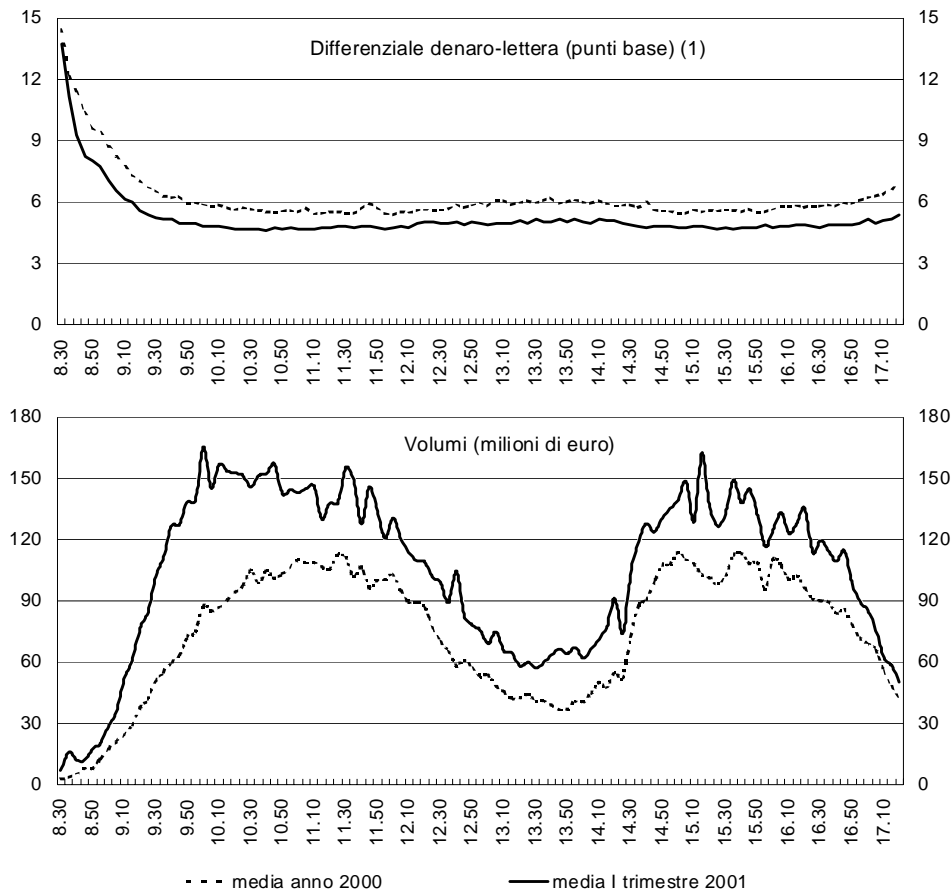
Complessivamente nel 2000 il volume giornaliero degli scambi si è attestato attorno a una media di 7.900 milioni di euro, inferiore del 17 per cento a quella dell'anno precedente. Nel primo trimestre del 2001 le negoziazioni giornaliere sono state pari a 11.000 milioni di euro. Alla fine dell'anno i BTP hanno rappresentato il 72 per cento del totale (76 nel 1999), i CCT il 16 per cento (13), i BOT e CTZ il 9 per cento (8), i Bund l'1,8 per cento (3). La quota delle negoziazioni sui cinque titoli più liquidi si è sostanzialmente mantenuta sui valori del 1999 (44 contro il 45 per cento); è diminuita al 42 per cento nel primo trimestre del 2001.

Dallo scorso mese di aprile l'MTS Spa ha concentrato sull'EuroMTS le contrattazioni sui Bund.

In termini di efficienza operativa e di liquidità, il mercato ha compiuto ulteriori progressi, misurabili da una riduzione del differenziale medio denaro-lettera (fig. G1).

Fig. G1

MTS: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA E VOLUMI SCAMBIATI
(andamenti infragiornalieri)



(1) Dall'analisi vengono eliminate le quotazioni con spread superiore ai 200 pb.

Tale differenziale è diminuito a 6 centesimi, dai 9 dell'ultimo trimestre del 1999. Nel primo trimestre del 2001, in presenza di volumi di contrattazione più elevati, si è ulteriormente ridotto a 4,5 centesimi

Anche nel 2000 le operazioni di fusione e acquisizione tra intermediari finanziari e i recessi di alcuni operatori di piccole dimensioni hanno determinato una riduzione del numero degli aderenti al mercato. Sono aumentati il numero e la quota di mercato degli intermediari esteri. È cresciuta la concentrazione degli scambi per operatore.

Gli aderenti al mercato sono passati da 214 nel 1999 a 188 nel 2000; il numero degli operatori principali è sceso di due unità, portandosi a 26. Gli intermediari in accesso remoto sono passati da 19 a 27, di cui 16 operatori principali. La quota di mercato degli operatori principali non residenti è più che raddoppiata, dal 19 al 44 per cento. I cinque operatori maggiori hanno intermediato il 37 per cento degli scambi (30 per cento nel 1999), i primi dieci quasi il 60 per cento (53 per cento).

Gli specialisti in titoli di Stato erano 16 alla fine del 2000; sono divenuti 18 lo scorso aprile. La loro quota di mercato, discesa nel corso del 2000 dal 65 al 59 per cento in seguito alla crescente attività svolta dai due operatori principali divenuti specialisti nei primi mesi del 2001, è risalita al 72 per cento nei primi mesi dell'anno in corso. Il contributo degli operatori specialisti all'efficienza e alla liquidità del mercato si è confermato molto significativo in termini di spread e di volumi negoziati.

Lo spread medio è stato sensibilmente inferiore a quello quotato dagli altri operatori principali. Gli specialisti hanno negoziato un numero medio giornaliero di titoli circa doppio di quello trattato dagli altri operatori principali e hanno quotato un numero di titoli pari a circa una volta e mezzo. Gli specialisti italiani si sono confermati più attivi dei non residenti in termini di volumi negoziati anche se questi ultimi hanno significativamente migliorato il loro comportamento in termini di differenziale denaro-lettera e numero di titoli quotati e trattati.

Il comparto dei pronti contro termine. - Nel 2000 i volumi scambiati su entrambi i segmenti, general collateral e special repo, sono aumentati; nei primi mesi dell'anno in corso si è registrato un ulteriore significativo incremento. L'attività ha continuato a concentrarsi sulle scadenze più brevi (tav. aG2).

Gli scambi medi giornalieri si sono attestati attorno ai 22.000 milioni di euro, a fronte dei 19.800 milioni registrati nel 1999; nuovi massimi si sono registrati nei primi mesi dell'anno in corso, con punte di oltre 30.000 milioni di euro. Lo spot-next si è confermata la scadenza più liquida, costituendo circa l'80 per cento delle transazioni, seguita dal tom-next con il 17.

I fondi comuni di investimento, dalla cui partecipazione al mercato pronti contro termine dell'MTS si attendeva un impulso alle contrattazioni sullo special repo, con finalità di prestito titoli, hanno realizzato l'11 per cento dell'intero volume degli scambi (9 punti in meno rispetto al 1999), quasi totalmente sul comparto general collateral (93 per cento).

Nell'ambito dei due comparti, il maggiore incremento dei volumi giornalieri si è realizzato nel general collateral (10 per cento), a conferma del crescente utilizzo dello strumento nella gestione della liquidità da parte delle tesorerie. Le contrattazioni si sono concentrate nelle prime ore della giornata e i tassi sulle scadenze a breve termine sono risultati in media sugli stessi livelli di quelle corrispondenti dell'e-MID.

Il segmento special repo, cresciuto del 7 per cento, ha prontamente segnalato le situazioni di scarsa disponibilità di singoli titoli. Solo in una circostanza si sono determinate forti ripercussioni sui prezzi del segmento a pronti.

Immediatamente dopo l'asta BOT di fine giugno sono emerse difficoltà nella ricopertura delle posizioni assunte sul grey market da parte di alcuni operatori esteri. Le tensioni si sono esaurite dopo l'emissione di una tranche supplementare da parte del Ministero del Tesoro (750 milioni di euro). Sull'evento hanno influito, oltre a una complessiva sottostima

della domanda degli investitori finali, alcune connotazioni strutturali del mercato secondario dei Bot, che risulta fortemente concentrato su pochi intermediari e non prevede obblighi di quotazione da parte degli operatori principali dell'MTS. L'estensione al Bot semestrale delle riaperture d'asta in favore degli specialisti ha contribuito ad attenuare gli effetti di possibili sottostime della domanda finale.

Il grey market. - Nel corso del 2000 l'attività sui titoli di Stato italiani nei giorni precedenti la loro emissione è cresciuta, confermando l'interesse degli operatori per questo segmento di mercato, che consente anche di aggiustare agevolmente le posizioni definite in sede d'asta.

Il volume totale scambiato è ammontato a circa 29.000 milioni di euro rispetto ai circa 12.000 milioni di euro dei sette mesi di attività del 1999. I titoli che hanno fatto registrare la maggiore concentrazione degli scambi sono risultati i Bot con il 70 per cento delle negoziazioni e i BTP con il 24 per cento. Gli scambi hanno continuato a realizzarsi quasi esclusivamente nell'ultimo giorno di contrattazione, coincidente con il giorno d'asta.

Altri segmenti del mercato obbligazionario

L'EuroMTS. - Il volume degli scambi a pronti si è mantenuto sui livelli del 1999. Il comparto pronti contro termine, avviato nell'ottobre del 1999, ha mostrato una rapida crescita nel 2000 per contrarsi poi, fortemente, nei primi tre mesi dell'anno in corso.

I volumi medi giornalieri a pronti sono stati pari a 3.100 milioni di euro, poco al di sopra di quelli del 1999. I titoli italiani hanno rappresentato il 48 per cento del totale degli scambi (38 nel 1999), quelli tedeschi il 16 per cento come i titoli francesi (nel 1999 rispettivamente 32 e 24 per cento). L'attività media giornaliera nel comparto pronti contro termine è cresciuta, nel corso del 2000, da 60 a 880 milioni di euro concentrandosi sul segmento special repo (98 per cento). Nel periodo maggio-dicembre l'86 per cento degli scambi ha visto l'interposizione di una clearing house.

Dal mese di marzo dello scorso anno è stata introdotta la possibilità per gli operatori principali attivi sia su EuroMTS sia sugli MTS nazionali di esporre quantità diverse per i titoli quotati in parallelo. La partecipazione al mercato è stata ampliata prevedendo l'ammissione di market makers non azionisti, di operatori specialisti su un solo segmento di mercato e di semplici dealer.

Il mercato delle emissioni corporate. - L'andamento delle contrattazioni sul segmento delle obbligazioni private in euro ha registrato, lo scorso anno, andamenti differenziati tra MTS ed EuroMTS. Il livello d'attività sull'MTS/Corporate è risultato modesto, mentre il circuito Eurocredit/MTS, avviato in maggio, ha evidenziato una rapida crescita dei volumi.

Sull'MTS/Corporate sono attualmente quotati tre titoli derivanti dalla cartolarizzazione dei crediti dell'INPS e dell'INAIL e cinque titoli emessi dalla Banca europea degli investimenti; nel 2000 la media giornaliera è risultata di poco superiore ai 9 milioni di euro. Le negoziazioni sul circuito Eurocredit/MTS - ove sono quotati 26 titoli - sono all'incirca raddoppiate tra maggio e dicembre, con una media giornaliera di scambi attorno ai 275 milioni di euro. Nei primi tre mesi di quest'anno le negoziazioni giornaliere sono salite a 900 milioni di euro.

Gli MTS nazionali. - I circuiti nazionali che utilizzano la piattaforma dell'MTS e nei quali la società di gestione italiana detiene partecipazioni di minoranza sono divenuti cinque.

MTS/Amsterdam, e MTS/Belgium hanno fatto registrare nel 2000 una media giornaliera di scambi pari a circa 300 milioni di euro; MTS/France, che ha iniziato la sua attività nel mese di aprile dello scorso anno, ha gradualmente raggiunto i 500 milioni di euro; MTS/Portugal, l'ultimo mercato creato nel 2000, ha raddoppiato nel mese di dicembre la media giornaliera di volumi registrata nei primi mesi di attività (da 200 a 400 milioni di euro).

L'attività over-the-counter. - Il mercato over-the-counter (OTC) continua a rappresentare una quota significativa dell'attività complessiva in titoli di Stato italiani. Anche in considerazione dello sviluppo di circuiti alternativi di scambio, si pone l'esigenza di verificare costantemente se il processo di formazione dei prezzi dei titoli di Stato si realizza in misura determinante all'interno del mercato regolamentato, caratterizzato da maggiore trasparenza ed efficienza. Sulla base delle evidenze raccolte, sull'MTS si concentra larga parte dell'attività all'ingrosso degli operatori italiani.

La Banca d'Italia ha inviato agli operatori principali dell'MTS un questionario per rilevare i dati relativi all'attività all'ingrosso svolta sul mercato secondario di titoli pubblici e privati (volumi negoziati, tipologia dei titoli scambiati, circuiti di negoziazione, tipologia e residenza della controparte). Dall'esame dei dati finora disponibili, riguardanti 13 operatori residenti - che coprono il 50 per cento circa dell'attività complessivamente svolta sull'MTS - è emerso che nel primo trimestre del 2001 tre quarti degli scambi in titoli di Stato italiani effettuati da questi operatori sono stati realizzati sul mercato regolamentato. La distribuzione tra MTS e OTC appare coerente con il diverso grado di liquidità dei titoli: i dati evidenziano una maggiore negoziazione "fuori mercato" dei BOT (con una quota pari al 41 per cento degli scambi complessivi) rispetto a quella dei CCT e BTP (con quote rispettivamente del 24 e 22 per cento). Il 99 per cento delle negoziazioni OTC è svolto ancora attraverso il tradizionale canale telefonico e il 63 per cento viene realizzato con altri operatori residenti. Le controparti delle transazioni sono costituite prevalentemente da banche e SIM (55 per cento) e società di gestione del risparmio (21 per cento); solo il 5 per cento viene negoziato con imprese di assicurazione e fondi pensione.

Il mercato interbancario dei depositi

Sull'e-MID la media giornaliera degli scambi nel 2000 è risultata in sensibile crescita rispetto all'anno precedente. Nel primo trimestre del 2001

le negoziazioni si sono stabilizzate su tali livelli. È proseguita la tendenza alla concentrazione degli scambi sulla scadenza overnight (tav. aG3).

La media giornaliera degli scambi è cresciuta dell'11 per cento rispetto al 1999, portandosi a circa 15.700 milioni di euro. L'attività sull'overnight è passata dai 9.600 milioni di euro del 1999 agli oltre 12.000 milioni dello scorso anno; la concentrazione degli scambi su tale scadenza è aumentata dal 68 al 76 per cento. Sono risultate stabili le negoziazioni sul contratto tom-next, la scadenza più trattata dopo quella overnight (pari al 13 per cento del totale).

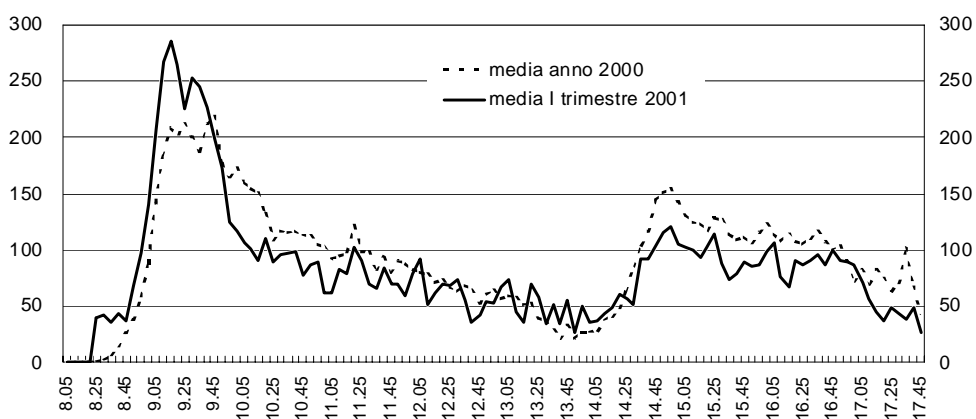
Nel mese di settembre è stata introdotta, sulle scadenze brevi, la modalità *large deal*, che prevede importi minimi di negoziazione pari a 100 milioni di euro rispetto agli 1,5 della modalità ordinaria. Con la nuova modalità si persegue l'obiettivo di attrarre sull'e-MID l'attività dei maggiori intermediari internazionali, che operano per grandi ammontari sul tradizionale mercato over-the-counter.

Sul segmento large deal, la media giornaliera degli scambi è stata pari a circa 3.600 milioni di euro, equivalenti a un quarto del volume complessivo delle negoziazioni sulle scadenze ammesse. Gli intermediari esteri hanno effettuato nel segmento il 72 per cento della loro attività totale.

La distribuzione dell'attività sull'e-MID nell'arco della giornata seguita a registrare i maggiori volumi nella prima parte della mattinata e del pomeriggio (fig. G2).

Fig. G2

MID - VOLUMI SCAMBIATI SULLA SCADENZA OVERNIGHT
(andamenti infragiornalieri; milioni di euro)



Il tasso overnight sull'e-MID ha prontamente risposto alle variazioni dei tassi ufficiali della Banca centrale europea, e si è mosso costantemente in linea con il tasso Eonia. L'e-MID si è confermato uno strumento efficiente per la redistribuzione della liquidità fra i partecipanti. Con la crescente partecipazione di operatori esteri aumenta la capacità del mercato di riflettere le

condizioni di liquidità dell'intera area dell'euro. Il grado di concentrazione degli scambi per operatore è risultato stabile.

La volatilità del tasso overnight è stata contenuta anche nelle fasi di più intensa attività del mercato, dimostrando l'elevata liquidità dell'e-MID. Essa è aumentata considerevolmente in alcune sedute precedenti la chiusura del periodo di mantenimento della ROB, in particolare nel corso delle ultime ore di negoziazione.

È stata osservata la presenza di un differenziale, pari in media a 3,7 punti base, tra il tasso overnight sull'e-MID - rilevato dai tassi "lettera" praticati dalle maggiori banche italiane - e il tasso Eonia. Gli scostamenti rispetto alla media hanno mostrato una contenuta persistenza nel tempo.

Nel corso del 2000 i partecipanti al mercato interbancario sono diminuiti da 214 a 199 soprattutto per effetto delle operazioni di concentrazione; si sono ridotti a 170 alla fine di marzo 2001. I primi dieci operatori hanno totalizzato il 34 per cento degli scambi. Gli operatori esteri in accesso remoto sono cresciuti da 3 a 14, e divenuti 18 alla fine dello scorso mese di marzo. Questi intermediari, che a fine anno detenevano una quota di mercato pari all'8 per cento, hanno utilizzato l'e-MID soprattutto per l'impiego di fondi overnight su un ristretto numero di controparti di grande dimensione.

Il comparto dei derivati sui tassi di interesse

Anche nel 2000 il future su titoli di Stato più scambiato sul mercato dell'euro è stato il contratto sul Bund decennale quotato all'Eurex. Si è registrata una ripresa di attività sul MATIF. Nel comparto dei derivati su tassi di interesse a breve termine i maggiori volumi di negoziazione sono stati ancora realizzati sul LIFFE.

Nel 2000 il 75 per cento degli scambi sui future sui titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è avvenuto sul mercato di Francoforte; tale percentuale ha superato l'80 per cento nel primo trimestre del 2001. Nel 2000 le "posizioni aperte" sul future sull'OAT decennale quotato sul MATIF sono cresciute di oltre il 350 per cento, favorite dal minore grado di correlazione tra i rendimenti dei titoli di Stato europei e dall'impegno assunto agli inizi dell'anno da alcuni grandi intermediari francesi a sostenere gli scambi.

Le contrattazioni sui mercati italiani dei derivati in titoli di Stato (MIF e MTO) si sono ulteriormente contratte nel corso del 2000, fino a cessare nei primi tre mesi del 2001.

Nell'ambito di una strategia finalizzata ad ampliare la gamma dei prodotti offerti, l'e-MID Spa ha creato nel novembre 2000 un mercato telematico (e-MIDER) per la negoziazione di Overnight Indexed Swaps (OIS) sul tasso Eonia.

La media giornaliera dei volumi scambiati sul mercato è stata pari a 2.700 milioni di euro, riducendosi a circa 1.100 milioni nel corso dei primi tre mesi del 2001. Gli scambi si sono concentrati su un numero ristretto di operatori italiani e la scadenza più utilizzata è stata quella a una settimana (34 per cento).

I SISTEMI DI GESTIONE ACCENTRATA, REGOLAMENTO, GARANZIA

All'inizio dell'anno in corso sono state oggetto di un'ampia consultazione internazionale diciotto Raccomandazioni sull'architettura, il funzionamento e la sorveglianza dei sistemi di regolamento dei titoli, predisposte da un gruppo di lavoro costituito dalle banche centrali del G10 e dallo IOSCO. Esse mirano a promuovere la convergenza delle strutture di supporto ai mercati verso standard di efficienza e affidabilità atti a contenere i rischi di instabilità.

Le Raccomandazioni, la cui pubblicazione definitiva è prevista entro l'anno, sono state formulate seguendo un approccio funzionale per facilitarne l'applicazione in contesti istituzionali differenti. Esse concernono gli aspetti fondamentali dei sistemi di regolamento dei titoli, tra cui il quadro normativo, la gestione dei rischi, la definitività dei regolamenti, il requisito del delivery versus payment, l'accesso, i meccanismi di governo, la regolamentazione e la supervisione. L'attuazione delle Raccomandazioni è affidata all'iniziativa congiunta dei gestori dei sistemi e delle autorità di vigilanza.

Nel quadro della progressiva integrazione dei mercati finanziari internazionali ha assunto crescente rilevanza la richiesta - avanzata soprattutto da grandi operatori di matrice anglossassone - di un'estensione dell'utilizzo delle controparti centrali. La struttura di governo (mutualistica o orientata al profitto), la specializzazione per mercato ovvero la concentrazione della funzione presso un unico organismo, le implicazioni in termini di stabilità sistemica sono alcuni fra i più rilevanti aspetti sui quali si concentra l'attenzione delle autorità e degli intermediari.

Le principali argomentazioni adottate a sostegno della richiesta di estendere l'uso delle controparti centrali vengono individuate, in generale, nei benefici derivanti dalla riduzione dei rischi di controparte, in termini di possibile minore assorbimento di capitale in seguito al netting effettuato dalla clearing house, nonché di riduzione dei costi di back-office.

Un altro tema all'attenzione delle autorità monetarie è quello della valutazione delle condizioni che rendono preferibile l'utilizzo della moneta di banca centrale ovvero quella di banca commerciale per il regolamento delle transazioni in titoli. All'assenza di rischi di credito e di liquidità, che caratterizza la moneta di banca centrale, vengono contrapposti i minori vincoli

all'accesso e la facilità di utilizzo, per i regolamenti multivalutari, della moneta di banca commerciale.

In Europa le spinte alla razionalizzazione produttiva – che avevano preso vigore nel comparto dei servizi di *post-trading* dopo l'adozione della moneta unica – si sono concretate nel corso del 2000 nella realizzazione di alcune concentrazioni e joint venture tra depositari centrali di titoli. Si va sviluppando un'intensa concorrenza, che stimola la ricerca dell'efficienza attraverso l'ampliamento della gamma dei servizi offerti, la revisione degli assetti organizzativi, l'integrazione con altri soggetti della filiera produttiva dei mercati finanziari.

I depositari centrali tedesco (Clearstream Banking Frankfurt) e lussemburghese (Clearstream Banking Luxembourg) sono ora controllati da un'unica società, Clearstream International, a sua volta posseduta dalla Deutsche Börse AG e da Cedel Bank. Sono in corso le operazioni volte ad adottare un'unica piattaforma tecnologica, Creation, a suo tempo sviluppata dal depositario lussemburghese. Euroclear Bank ha perfezionato l'acquisizione del depositario francese Sicovam (ora Euroclear France), cui seguirà l'integrazione nel gruppo dei depositari belga (Cik) e olandese (Necigef). Nel marzo del 2000 i depositari inglese, Crest, e svizzero, Sis, hanno lanciato il progetto The settlement network, attraverso cui si propongono di offrire ai mercati un sistema integrato per il regolamento delle operazioni.

Anche nel rapporto del Comitato dei saggi vengono sottolineate le implicazioni negative derivanti dall'eccessivo numero dei sistemi europei di clearing e di settlement, in particolare frammentazione della liquidità e aumento dei costi. Appare verosimile la realizzazione di forme di integrazione cross-border tra le strutture dei vari paesi, ma resta l'opportunità di mantenere una separazione tra la gestione dei sistemi di regolamento e quella dei servizi di compensazione e garanzia.

In concreto, le scelte dei gestori dei sistemi si riconducono a due modelli di riferimento. Il primo prevede l'integrazione verticale delle diverse componenti della filiera produttiva, in genere attraverso il controllo delle strutture di post-trading da parte delle società che gestiscono i mercati (Clearstream, Euroclear). Nel secondo l'integrazione si realizza tra le strutture di supporto che svolgono funzioni strettamente connesse (The settlement network).

In Italia, nello scorso anno il settore del regolamento dei titoli è stato oggetto di interventi di ampio respiro, di natura sia organizzativa sia regolamentare (cfr. il capitolo: L'attività normativa e la vigilanza sulle società di gestione).

I servizi di gestione accentrata

Dall'11 dicembre la Monte Titoli Spa ha assunto la responsabilità della gestione accentrata dei titoli di Stato, prima svolta dalla Banca d'Italia. Nel gennaio scorso la Banca d'Italia ha perfezionato la vendita della partecipazione nel suo capitale.

Alla fine del 2000 la Monte Titoli è divenuta il quarto depositario europeo per massa amministrata. È ulteriormente cresciuto il numero degli aderenti; sono stati attivati tre collegamenti con i depositari centrali svizzero, lussemburghese e olandese.

Il valore dei titoli in custodia presso Monte Titoli era di circa 2.200 miliardi di euro, rispetto ai 7.424 miliardi di Euroclear, ai 7.420 di Clearstream e ai 3.080 miliardi dell'inglese Crest. Nel 2000 il numero degli aderenti è passato da 1243 a 1582 unità.

Al valore nominale, i titoli azionari e i titoli obbligazionari privati hanno mostrato un incremento di circa il 13 per cento; molto elevato è stato l'aumento di warrant e covered warrant, cresciuti di oltre otto volte. L'ammontare di titoli esteri detenuti da Monte Titoli presso i depositari centrali di emissione è stato di circa 2,8 milioni di euro (tav. aG4). Il numero di trasferimenti effettuati direttamente fra gli aderenti è stato di oltre 1.100.000, con un incremento del 66,5 per cento rispetto al 1999.

Il regolamento delle transazioni in titoli

In Italia sono attualmente operanti due sistemi di regolamento delle transazioni in titoli: il servizio di compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari, gestito dalla Banca d'Italia (cfr. il capitolo della sezione H: *L'offerta diretta di servizi di pagamento*), e Express, sistema di regolamento lordo in tempo reale, gestito dalla Monte Titoli.

Express è entrato in attività il 20 novembre dello scorso anno. Le sue caratteristiche principali, oltre al regolamento per singola operazione, sono: acquisizione delle transazioni esclusivamente attraverso sistemi automatici di riscontro e rettifica; regolamento del contante in moneta di banca centrale attraverso BI-REL; applicazione del principio della consegna contro pagamento (*delivery versus payment*); gestione delle temporanee incapacienze in titoli attraverso un sistema di code.

Da dicembre, successivamente al riconoscimento della sua conformità agli standard del Sistema europeo delle banche centrali (SEBC), Express è utilizzato per il regolamento delle operazioni di politica monetaria; esso può inoltre essere impiegato per le transazioni effettuate al di fuori dei mercati regolamentati.

In media le operazioni giornaliere sono state circa 300, per un ammontare di oltre 3.300 milioni di euro. Le transazioni di politica monetaria costituiscono il 13 per cento circa del numero delle transazioni regolate e il 47 per cento del controvalore. I valori massimi si registrano costantemente nelle giornate di regolamento delle operazioni di politica monetaria.

Il controvalore delle transazioni riguardanti i titoli di Stato si ripartisce in misura pressoché uniforme tra le operazioni di politica monetaria e quelle stipulate fuori dei mercati regolamentati (tavv. G1 e aG5).

EXPRESS: OPERAZIONI PER TIPOLOGIA DI STRUMENTO FINANZIARIO
(valori in miliardi di lire, in corsivo milioni di euro)

Tipo titolo	Numero operazioni	Numero operazioni (in perc.)	Controvalore	Controvalore (in perc.)
Azioni	18.078	67,0	33.863 <i>(17.489)</i>	5,7
Obbligazioni	495	1,8	8.236 <i>(4.253)</i>	1,4
Titoli di Stato	8.262	30,6	553.862 <i>(286.046)</i>	92,9
Warrant	132	0,5	91 <i>(47)</i>	0,0
Totale . . .	26.967	100	596.052 <i>(307.835)</i>	100

Fonte: Monte Titoli Spa; periodo 20 novembre 2000, 30 marzo 2001.

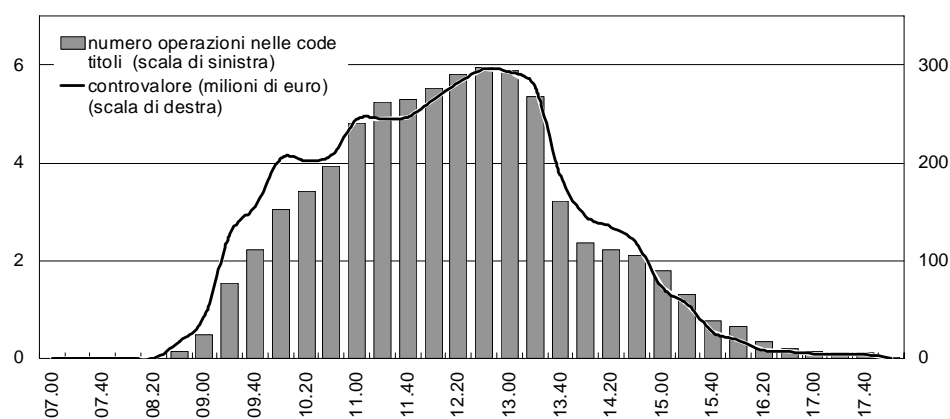
Alla fine del marzo scorso aderivano al sistema 90 intermediari, tra banche e SIM. Si rileva un'elevata concentrazione delle operazioni per aderente; i cinque soggetti più attivi in Express regolano il 74 per cento delle negoziazioni in controvalore, corrispondenti all'84,5 per cento del numero.

Nei primi mesi di operatività Express ha mostrato una regolarità di funzionamento adeguata agli standard richiesti per l'esecuzione delle operazioni di politica monetaria.

Le operazioni che, non trovando copertura immediata nei conti dei partecipanti, sono confluite nel sistema delle code in titoli sono state sinora il 3,4 per cento. Il numero delle transazioni in coda si accresce nella prima parte della giornata per diminuire significativamente dopo la chiusura della Liquidazione dei titoli. Trascurabile è il numero delle transazioni cancellate (fig. G3).

Fig. G3

EXPRESS: DISTRIBUZIONE ORARIA DELLE OPERAZIONI IN CODA
(andamenti infragiornalieri, dati medi)



Fonte: Monte Titoli Spa.

Presso la Monte Titoli è in via di predisposizione un sistema di liquidazione titoli su base netta (progetto Express II), il cui regolamento operativo dovrà essere sottoposto al vaglio della Banca d'Italia e della Consob entro il prossimo ottobre. La Monte Titoli sta lavorando alla definizione del progetto insieme con le società di gestione dei mercati, le associazioni degli intermediari, la Cassa di compensazione e garanzia e la SIA.

I servizi di compensazione e garanzia

L'attività della Cassa di compensazione e garanzia si è concentrata sui derivati del comparto azionario, beneficiando del forte incremento delle negoziazioni sul mercato di Borsa; si sono progressivamente esauriti gli scambi sui derivati sui titoli di Stato.

Le posizioni aperte sull'IDEM sono aumentate del 72 per cento circa rispetto alla fine del 1999; la consistenza media giornaliera dei margini iniziali è aumentata del 73 per cento. Dallo scorso dicembre, in seguito all'esaurimento delle negoziazioni, la Cassa ha cessato di regolare presso la clearing house francese Clearnet le operazioni concluse sul MATIF dai propri aderenti.

Il numero degli aderenti alla Cassa è diminuito sia per le fusioni tra intermediari sia per l'accentramento, all'interno di alcuni gruppi bancari, delle attività di clearing presso un unico soggetto (tav. aG6).

La forte crescita dei volumi scambiati sul mercato azionario ha determinato un incremento di oltre il 50 per cento delle garanzie costituenti il Fondo di garanzia della liquidazione, passato dai 40,2 milioni di euro della fine del 1999 agli oltre 61 milioni di euro del dicembre 2000. La riduzione del periodo di liquidazione per i titoli azionari, da cinque a tre giorni, ha comportato la diminuzione di circa il 12 per cento del Fondo di garanzia dei contratti (da 76,2 a 66,8 milioni di euro).

In analogia alle linee di sviluppo delle principali piazze europee, la Cassa è impegnata nell'elaborazione di un progetto volto a introdurre la funzione di controparte centrale anche per il mercato a pronti.

L'ATTIVITÀ NORMATIVA E LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ DI GESTIONE

Importanti sviluppi a livello comunitario e nazionale hanno contraddistinto, nel 2000, il quadro di riferimento della disciplina dei mercati e delle strutture di supporto.

Il Consiglio europeo di Lisbona del marzo 2000 ha posto tra gli obiettivi prioritari dell'Unione nei prossimi anni la rimozione degli ostacoli all'effettiva realizzazione del mercato europeo dei capitali. Il Comitato dei Saggi, ha indicato le modalità attraverso cui dare concreta attuazione alle linee di intervento definite nel Financial Services Action Plan predisposto dalla Commissione europea.

In Italia le autorità hanno proseguito l'azione volta a completare il quadro di riferimento delineato dal Testo unico della finanza (TUF) attraverso l'emanazione di normative secondarie - per i servizi di liquidazione, compensazione e garanzia, gestione accentrata - la definitiva privatizzazione della Monte Titoli, l'attribuzione a un soggetto privato, la Monte Titoli stessa, della gestione accentrata dei titoli di Stato e dei servizi di liquidazione.

Il quadro di riferimento comunitario

Nello scorso mese di febbraio è stato presentato il Rapporto finale del Comitato dei saggi, costituito con il mandato di condurre un'indagine sullo stato di sviluppo e integrazione dei mercati finanziari europei e di avanzare proposte per facilitare tale integrazione. Il rapporto è stato approvato nel mese di marzo dal Consiglio europeo di Stoccolma.

Il Comitato dei saggi raccomanda la realizzazione, entro il 2004, delle principali misure previste nel Financial Services Action Plan. Tra le priorità vengono indicate la generalizzazione del principio del mutuo riconoscimento per i mercati regolamentati e l'affinamento degli strumenti di supervisione, al fine di presidiare i rischi di instabilità derivanti dalla maggiore interconnessione tra mercati.

Le carenze del sistema comunitario di produzione e di applicazione delle norme rappresentano tuttavia secondo il Comitato dei saggi un serio ostacolo alla realizzazione tempestiva e uniforme delle misure necessarie per la costituzione del mercato europeo dei capitali integrato.

Vengono pertanto raccomandati sia il ricorso più frequente ai regolamenti comunitari in sostituzione delle direttive sia uno snellimento del processo di produzione normativa, anche attraverso il ricorso alla “comitologia”, vale a dire mediante la predisposizione della normativa attuativa e di dettaglio da parte della Commissione assistita da speciali comitati.

Si delineano due distinti processi normativi: formulazione dei principi quadro attraverso la normale dialettica Commissione-Consiglio-Parlamento; elaborazione della normativa di dettaglio da parte della Commissione assistita da un European Securities Committee (ESC) e da un European Securities Regulators Committee (ESRC). Il primo dei due organismi, composto da rappresentanti governativi, si configura come un comitato di regolamentazione mentre il secondo, che includerebbe i regolatori nazionali, avrebbe natura di organo consultivo della Commissione.

È stata nel frattempo avviata una consultazione con le autorità nazionali e gli operatori di mercato sull'aggiornamento, previsto dal Financial Services Action Plan, della direttiva sui servizi di investimento (93/22/CEE).

L'attività normativa in Italia

Gli interventi attuativi del TUF mirano a fornire un organico quadro normativo di tutta la filiera produttiva dei mercati. Nel 2000 con due distinti provvedimenti la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, ha disciplinato i servizi di regolamento delle operazioni su strumenti finanziari derivati e non, rispettivamente ai sensi degli articoli 70 e 69, comma 1 del TUF.

I provvedimenti definiscono i requisiti dei gestori, i criteri di accesso, i principali aspetti di funzionamento e organizzazione dei servizi, i presidi a tutela della stabilità dei sistemi. Entrambi delegano ai soggetti gestori l'individuazione delle modalità tecniche e delle caratteristiche di dettaglio della fornitura dei servizi.

L'esercizio congiunto da parte della Monte Titoli Spa delle funzioni strettamente interconnesse di depositario centrale e di gestore della liquidazione costituisce un importante elemento di razionalizzazione dell'offerta dei servizi di regolamento. La privatizzazione della società attua i principi fissati dal legislatore di gestione imprenditoriale dei servizi e di separazione fra responsabilità operative da un lato, regolamentazione e vigilanza dall'altro.

Nella Monte Titoli Spa sono state riunite la gestione accentrata degli strumenti finanziari privati e quella dei titoli di Stato. La prima funzione era già riconosciuta alla società dalla legge 19 giugno 1986, n. 289, ma è stata reiterata nell'ambito del nuovo assetto nor-

mativo dall'autorizzazione Consob-Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 80 del TUF. L'attribuzione della seconda ai sensi dell'articolo 90 del TUF ha comportato il passaggio dei titoli di Stato dal CAT-Banca d'Italia alla Monte Titoli.

Il 30 ottobre la Monte Titoli è stata autorizzata allo svolgimento dei servizi di liquidazione. Nel termine di un anno dalla data dell'autorizzazione la società dovrà presentare il regolamento operativo del servizio di compensazione e di liquidazione su base netta. Sino all'avvio di quest'ultimo la Banca d'Italia continuerà a svolgere il servizio di liquidazione su base netta ai sensi del proprio Provvedimento dell'aprile 1997.

In applicazione dell'articolo 204 del TUF, la Banca d'Italia ha provveduto a cedere la quota detenuta nel capitale della Monte Titoli Spa (44 per cento). L'asta per la vendita ha avuto luogo a fine dicembre 2000; il regolamento è avvenuto in data 23 gennaio 2001.

È in corso di pubblicazione il decreto di recepimento della direttiva comunitaria sul “carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli” (cosiddetta *settlement finality*).

Nell'ambito di sistemi designati dalle autorità, le transazioni sono “definitive”, quindi non soggette alle procedure concorsuali e destinate a essere comunque regolate, se “immesse nel sistema” prima del momento di apertura della procedura d'insolvenza, ovvero prima che l'insolvenza stessa sia conosciuta dal gestore del sistema.