

G - LA SUPERVISIONE SUI MERCATI

Nel corso del 2001, in una fase di generale decelerazione dell'economia mondiale, i mercati finanziari internazionali sono stati interessati da tendenze ed eventi che ne hanno messo a seria prova strutture e funzionalità. L'ulteriore ridimensionamento dei corsi azionari, gli eventi dell'11 settembre, la crisi dell'Argentina e le difficoltà finanziarie di alcune grandi società non hanno tuttavia comportato effetti negativi rilevanti nel funzionamento dei sistemi di trading e di post-trading.

Tra i maggiori mercati borsistici mondiali, solo quelli di New York sono rimasti chiusi per quattro giorni consecutivi in conseguenza delle perdite umane e delle distruzioni materiali provocate dagli attentati dell'11 settembre. Dalla riapertura, avvenuta con transazioni record e con un'ingente correzione dei corsi, il funzionamento dei mercati di New York è stato regolare e continuo. Anche in questo periodo le principali strutture di post-trading statunitensi (inclusi Fedwire e Depository Trust Company) e internazionali hanno operato, pur in presenza di rilevanti ma temporanei problemi di connessione con i sistemi delle banche situate nell'area colpita (tra cui quelli della Bank of New York, principale depositario di titoli statunitensi).

La flessibilità e la continuità di funzionamento mostrate dai mercati e dalle strutture collegate sono in larga misura il risultato dell'opera di prevenzione, stimolo e coordinamento esercitata dalle autorità di supervisione finanziaria, degli imponenti investimenti tecnologici realizzati negli anni recenti, in particolare per l'avvio dell'euro e per l'anno 2000, e delle misure di politica monetaria prese per l'occasione. L'accresciuta solidità mostrata dal sistema dei mercati e delle strutture di supporto ha poggato anche su comportamenti, di operatori e gestori, più equilibrati rispetto alle precedenti crisi finanziarie.

In risposta agli eventi dell'11 settembre, la Securities and Exchange Commission (SEC) prendeva provvedimenti straordinari per agevolare il funzionamento dei mercati finanziari (ad esempio, sono state attenuate temporaneamente alcune restrizioni al riacquisto delle azioni proprie da parte delle società quotate). La tenuta dei mercati trova spiegazione anche nel dispiegarsi sulle aspettative degli effetti stabilizzatori delle misure anticicliche decise nella prima parte dell'anno dalle autorità statunitensi.

Sui mercati italiani, al fine di assicurare un ordinato svolgimento delle negoziazioni e continuità al processo di ricomposizione dei portafogli, le autorità di supervisione hanno intensificato i contatti con operatori e società di gestione. Nelle ore immediatamente successive agli eventi, l'elevata volatilità delle quotazioni e la presenza sul mercato di numerosi operatori americani hanno spinto l'MTS a chiudere anticipatamente i propri circuiti. La borsa italiana, per decisione congiunta con le altre borse europee, restava aperta; in seguito a tale scelta e con l'intento di facilitare la redistribuzione della liquidità all'interno del sistema, anche l'e-MID rimaneva operativo, agevolando la chiusura dei processi di regolamento. Nei giorni successivi l'MTS ha progressivamente reintrodotta gli obblighi di quotazione per gli operatori, in modo da ricostituire rapidamente gli elevati livelli di liquidità del mercato. La Cassa di compensazione e garanzia, così come altre controparti centrali, ha aumentato i margini iniziali e, in un'occasione, richiamato margini infragiornalieri.

Gli eventi dell'11 settembre hanno accentuato l'attenzione delle autorità di vigilanza per identificare e presidiare le fonti di vulnerabilità insite nelle infrastrutture operative, nei sistemi informatici, nelle procedure di *recovery*. Si sono intensificati l'impegno e la cooperazione per la trasparenza di tutte le fasi in cui si articola il ciclo produttivo dei mercati finanziari, dalla negoziazione al regolamento.

Nell'anno trascorso l'interesse delle autorità ha continuato a rivolgersi alle implicazioni per la struttura e il funzionamento dei mercati finanziari che derivano dalla crescente diffusione dei sistemi di negoziazione elettronica. Gli aspetti cruciali, sotto il profilo della supervisione sui mercati, riguardano: il rischio di una frammentazione della liquidità tra diversi circuiti di negoziazione con ripercussioni negative sull'efficienza del processo di formazione dei prezzi; la tendenza degli intermediari a compensare al loro interno ordini di segno opposto raccolti dai clienti (cosiddetta *internalizzazione*); la difficoltà di distinguere chiaramente tra mercati regolamentati, altri circuiti di scambio e attività di negoziazione svolta dai singoli intermediari.

In ambito europeo il settore dei mercati mobiliari continua a essere interessato da un complesso processo normativo a cui partecipano organismi internazionali, autorità nazionali, gli stessi operatori. Il Consiglio di Barcellona del marzo 2002 ha ribadito l'esigenza di accelerare l'integrazione dei mercati finanziari attraverso una più rapida attuazione del Financial Services Action Plan. Al progetto di revisione della direttiva CEE 10 maggio 1993, n. 22, relativa ai servizi di investimento, si affiancano altre iniziative volte alla definizione di normative in materia di mercati finanziari.

Obiettivi della direttiva sono la protezione degli investitori, l'efficienza dei mercati e la creazione di un mercato finanziario unico. La proposta di riforma mira alla elaborazione di principi "di alto livello", la cui attuazione sarà delegata a discipline di dettaglio.

Nell'ottobre dello scorso anno il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e il Committee of European Securities Regulators (CESR) hanno costituito un gruppo di lavoro con il mandato di predisporre standard da applicare uniformemente nello Spazio economico eu-

ropeo all'attività di regolamento dei titoli e a quella di controparte centrale. Il gruppo ha emanato un documento di consultazione volto a raccogliere le riflessioni del settore privato sugli aspetti di maggiore rilievo: definizione degli obiettivi di rilevanza pubblica; individuazione dei soggetti interessati; determinazione dei principi fondamentali in materia di accesso e di governance dei sistemi, di misure di contenimento dei rischi, di articolazione dei cicli di regolamento.

È proseguito in Europa il processo di razionalizzazione dell'offerta dei servizi di trading e di post-trading. Le forti sinergie esistenti, la necessità di abbattere i costi e la volontà di rafforzare le posizioni delle principali società di gestione in vista della loro quotazione hanno spinto verso forme di integrazione tra circuiti di negoziazione e sistemi di regolamento.

Le società di gestione italiane si sono indirizzate soprattutto alla progettazione e alla realizzazione di nuove tipologie di servizi. Le società mercato, in particolare, hanno introdotto modifiche alle regole di funzionamento dei circuiti al fine di migliorare il processo di formazione dei prezzi e la liquidità dei titoli quotati. Sono proseguiti gli sforzi tesi ad ampliare la presenza internazionale delle strutture italiane e a migliorare la qualità dei servizi offerti.

Il rafforzamento qualitativo e dimensionale delle strutture della Piazza italiana rappresenta un contributo importante all'efficienza complessiva e alla competitività del sistema finanziario nazionale; costituisce una premessa indispensabile per una partecipazione attiva al processo di integrazione in atto in Europa.

Il quadro normativo di riferimento per le società di gestione dei mercati e delle strutture di supporto è stato da ultimo più puntualmente definito con l'emanazione da parte della Banca d'Italia e della Consob di apposite Istruzioni di vigilanza. Queste precisano gli adempimenti connessi con lo svolgimento delle attività; nel contempo, costituiscono uno strumento per l'esercizio dell'azione di vigilanza, razionalizzando i flussi informativi fra autorità e soggetti vigilati.

LA SORVEGLIANZA SUGLI SCAMBI

È proseguito nel 2001 il processo di integrazione delle strutture europee di trading e post-trading. Le principali borse hanno consolidato le proprie posizioni formando poli di aggregazioni, anche mediante acquisizioni, con altri mercati e con strutture di post-trading; la loro quotazione, sui circuiti che esse stesse gestiscono, ne ha accentuato l'orientamento al profitto.

Euronext, società di diritto olandese che gestisce i mercati di Parigi, Amsterdam, Bruxelles, ha acquisito il pieno controllo della borsa di Lisbona e del LIFFE, il mercato inglese dei derivati. La società, oltre a fornire la tecnologia ad altri sistemi di negoziazione (tra cui Beirut e Montreal), ha stipulato accordi di cross-membership con le borse di Varsavia e del Lussemburgo. La Deutsche Börse ha raggiunto intese per la gestione delle piattaforme di trading della Wiener Börse e dell'Irish Stock Exchange.

London Stock Exchange ha concluso un accordo con Euroclear al fine di sviluppare un servizio di regolamento presso tale depositario per le blue chips della borsa di Londra; la Deutsche Börse ha acquisito il pieno controllo di Clearstream Banking Luxemburg. In Spagna è stata costituita la Bolsas y Mercados Españoles, una holding che raggruppa le principali borse del paese e la società che fornisce loro i sistemi di compensazione e regolamento.

Dopo la borsa di Stoccolma nel 1998, anche quella tedesca ha effettuato l'operazione di quotazione nel febbraio dello scorso anno; le società Euronext e London Stock Exchange sono state ammesse alla quotazione nel mese di luglio.

Nei mercati obbligazionari si assiste ad alcune iniziative di consolidamento tra le piattaforme di contrattazione multilaterale, il cui numero è andato crescendo negli ultimi anni. La concorrenza ha aumentato l'offerta di nuovi servizi e la differenziazione dei circuiti in termini di regole di accesso, tipologie di partecipanti e meccanismi di negoziazione.

Nonostante l'introduzione della moneta unica, permangono ostacoli a una effettiva integrazione dei mercati mobiliari europei. Oltre all'eccessiva frammentazione delle strutture di post-trading, rilevano le differenze di natura ordinamentale, in particolare nel trattamento fiscale dei titoli e nelle procedure fallimentari. La complessità e l'onerosità di misurare adeguatamente il rischio di credito in presenza di un aumento del numero delle controparti spingono i mercati verso il rafforzamento delle forme di garanzia delle transazioni.

L'estensione dell'utilizzo di controparti centrali viene indicata come parziale correttivo delle eterogeneità esistenti negli ordinamenti nazionali e come fattore di razionalizzazione della gestione del rischio di credito: con particolare riferimento al segmento dei pronti contro termine, la presenza di una controparte centrale appare un fattore di competizione tra circuiti di scambio.

Le società mercato italiane hanno continuato ad ampliare i servizi offerti agli aderenti e introdotto modifiche ai regolamenti dei mercati volte a migliorare l'efficienza dei meccanismi di negoziazione e del processo di formazione dei prezzi.

La Borsa spa è attualmente il quarto listino europeo in termini di capitalizzazione: nel corso del 2001 ha avviato il nuovo segmento dei titoli con alti requisiti (STAR) per la quotazione di società di piccola e media capitalizzazione che soddisfano particolari requisiti in materia di governo societario e trasparenza; ha adottato nuove regole di negoziazione al fine di migliorare l'efficienza del mercato; ha avviato un progetto per l'introduzione di una controparte centrale sul mercato a pronti.

Con riguardo alle regole di negoziazione, è stata introdotta l'asta di chiusura che, concentrando gli scambi finali della giornata operativa in un determinato intervallo temporale, tende a migliorare il processo di formazione del prezzo relativo all'ultima fase di contrattazione. Sono stati resi più flessibili i meccanismi automatici di sospensione delle negoziazioni, attraverso l'introduzione del prezzo "di controllo", un parametro dinamico che permette di tenere conto in maniera più efficiente delle informazioni acquisite nel corso delle diverse fasi di contrattazione. L'abolizione dei lotti minimi di negoziazione ha contribuito ad adeguare il market model italiano a quello adottato dagli altri principali paesi europei.

L'MTS spa ha consolidato il suo ruolo in Europa come piattaforma telematica di riferimento per la negoziazione all'ingrosso dei titoli di Stato. La società di gestione ha avviato nel mese di agosto BondVision, mercato all'ingrosso dei titoli obbligazionari nel segmento dealer-to-customer, e promosso nuove iniziative sul mercato all'ingrosso delle obbligazioni corporate.

La società mercato ha intrapreso un progetto di ristrutturazione del gruppo, che ha portato all'acquisizione del pieno controllo di EuroMTS Ltd, la società inglese (già posseduta al 75 per cento) che gestisce il mercato europeo dei titoli di Stato benchmark e delle obbligazioni non governative di elevato standing creditizio. Al fine di accrescere la liquidità del nuovo mercato BondVision, la società MTS ha acquisito BondClick, la piattaforma dealer-to-customer costituita da sette grandi intermediari europei; è prevista la creazione di BondVision Usa per facilitare l'espansione negli Stati Uniti del nuovo circuito di scambio. Nell'ottobre scorso, l'EuroMTS Ltd ha acquistato una partecipazione in Coredeal, mercato regolamentato inglese nel segmento corporate.

L'e-MID spa ha introdotto nuovi prodotti, ampliato le categorie dei potenziali partecipanti al mercato e rafforzato l'azione di marketing verso gli intermediari degli altri paesi dell'area dell'euro.

Dal mese di luglio sono state avviate le negoziazioni dei depositi in dollari; è prevista nel corso del corrente anno l'estensione a prodotti denominati in altre valute (sterlina e franco svizzero). È stato raggiunto un accordo commerciale con un importante information provider per la distribuzione dei circuiti e-MID ed e-MIDER agli operatori attivi sul mercato monetario internazionale e promosso un progetto per consentire l'accesso al mercato dei depositi monetari, finora limitato alle sole banche, anche alle imprese di investimento di elevato standing.

Il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato

Il comparto a pronti. - Nel 2001 il comparto a pronti dell'MTS ha beneficiato soprattutto della ricomposizione dei portafogli a vantaggio della componente obbligazionaria. Si è registrato un aumento delle contrattazioni medie giornaliere, più intenso sui titoli indicizzati e su quelli a breve termine; è diminuita la concentrazione degli scambi per strumento finanziario (tav. aG1).

Complessivamente nel 2001 il volume medio giornaliero degli scambi è stato pari a 9.200 milioni di euro, superiore del 16 per cento a quello dell'anno precedente. IBTP hanno rappresentato il 69 per cento del totale (72 per cento nel 2000), i CCT il 20 per cento (16), i BOT e CTZ il 10 per cento (9). La ripartizione degli scambi tra i diversi titoli è risultata più distribuita rispetto agli anni passati: la quota delle negoziazioni sui cinque e sui dieci titoli più scambiati è stata pari rispettivamente al 37 e al 47 per cento contro il 44 e 56 per cento dello scorso anno.

Il differenziale medio denaro-lettera - indicatore del livello di efficienza operativa e di liquidità del mercato - è ulteriormente sceso nel 2001, passando da 6,0 a 4,8 centesimi di prezzo (fig. G1). Nel primo trimestre del 2002, sebbene in presenza di una leggera contrazione dell'attività, si è attestato a 4,1 centesimi.

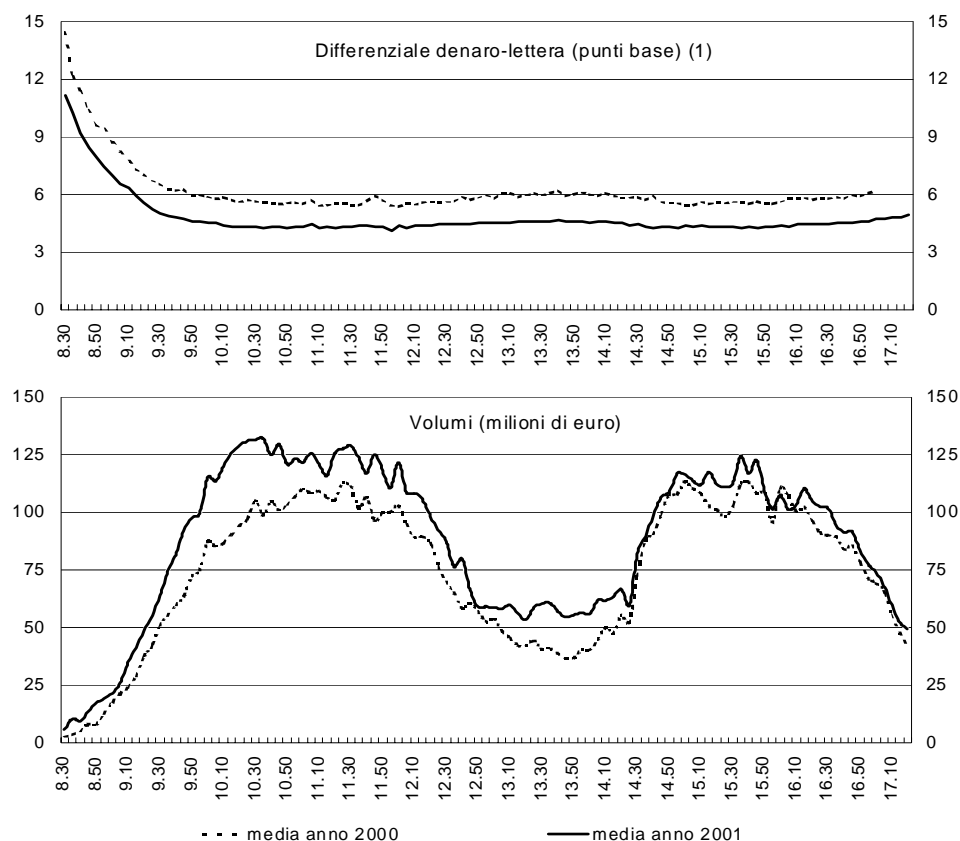
Nel 2001 è diminuito ancora il numero degli aderenti al mercato, per l'uscita di intermediari di piccole dimensioni e per l'effetto di operazioni di concentrazione bancaria. Gli aderenti in "accesso remoto", pur crescendo in numero, hanno ridotto la loro quota di mercato. Sono aumentate la concentrazione degli scambi e la percentuale delle negoziazioni effettuate tra operatori principali.

Gli aderenti al mercato sono passati da 188 nel 2000 a 175 nel 2001; gli operatori principali sono cresciuti di tre unità, portandosi a 29. Gli intermediari in "accesso remoto" sono passati da 27 a 30, di cui 16 operatori principali; la loro quota di mercato è scesa dal 44 al 38 per cento. I primi cinque operatori principali hanno intermediato il 40 per cento

degli scambi (37 per cento nel 2000), i primi dieci il 60 per cento (come nell'anno precedente). Gli operatori principali hanno negoziato tra loro oltre l'80 per cento del volume totale del mercato.

Fig. G1

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



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

Il contributo all'efficienza e alla liquidità del mercato da parte degli operatori "specialisti in titoli di Stato" è rimasto considerevole: lo spread medio è stato inferiore a quello praticato dagli altri operatori principali e la loro quota di mercato è aumentata dal 59 al 68 per cento. Gli "specialisti" italiani si sono ancora distinti come i più attivi in termini di quantità scambiate, riducendo altresì i differenziali denaro-lettera praticati e ampliando il numero dei titoli quotati e trattati.

Nell'ambito della valutazione degli specialisti in titoli di Stato effettuata dal Ministero dell'Economia e delle finanze, la Banca ha continuato a fornire i dati sull'attività svolta dagli operatori principali dell'MTS sul mercato primario e secondario dei titoli di Stato. Dal

2002, per quanto riguarda il mercato secondario, tali informazioni sono sintetizzate in una valutazione trimestrale sul contributo all'efficienza complessiva del mercato da parte di ciascun intermediario. L'attività sul mercato viene analizzata combinando i due parametri più rappresentativi (spread e volume scambiato) con quelli relativi alla numerosità dei titoli su cui vengono misurati tali indicatori. L'analisi del comportamento degli operatori viene condotta su categorie omogenee di titoli, suddivisi in sette gruppi in base al comparto di appartenenza e al grado di liquidità.

La piattaforma telematica dell'MTS è stata interessata da una forte crescita del volume delle proposte di prezzo inserite dai market maker, sia complessivamente nel corso della giornata sia nei momenti di maggiore tensione operativa. La società di gestione ha pertanto avviato un progetto finalizzato al potenziamento delle procedure informatiche per accrescere ulteriormente la capacità elaborativa del sistema.

Il comparto dei pronti contro termine. – Nel 2001 i volumi scambiati su entrambi i segmenti del mercato, general collateral e special repo, sono notevolmente aumentati. L'attività ha continuato a essere molto concentrata sulle scadenze più brevi (tav. aG2).

Gli scambi medi giornalieri hanno quasi raggiunto i 28.000 milioni di euro, a fronte dei 22.000 registrati nel 2000, ripartiti in maniera abbastanza omogenea tra general collateral (59 per cento) e special repo (41 per cento). Nel primo trimestre dell'anno in corso i volumi medi giornalieri hanno raggiunto i 33.000 milioni di euro, con punte di oltre 44.000. Lo spot-next si è confermato la scadenza più liquida, costituendo il 73 per cento delle transazioni, seguito dal tom-next con il 24 per cento. Nei primi mesi dell'anno in corso le due scadenze hanno raggiunto il 98,2 per cento dell'intero mercato, con una crescita più marcata della scadenza più breve.

Nell'ambito dei due comparti, il maggiore incremento dei volumi giornalieri rispetto al 2000 si è realizzato nel general collateral (37 per cento), a conferma dell'elevato utilizzo dello strumento nella gestione della liquidità da parte delle tesorerie. I tassi giornalieri, con l'eccezione di quello relativo alla scadenza tom-next, sono risultati in media leggermente inferiori a quelli registrati sulle corrispondenti scadenze dell'e-MID.

Il confronto tra i tassi del general collateral e dell'e-MID ha evidenziato un differenziale medio pari a 0,7 centesimi sulla scadenza tom-next, a -0,95 sulla scadenza spot-next e a -3,7 su quella ad una settimana. L'andamento, giustificato dalla crescita del rischio di controparte all'aumentare della durata del contratto, sembra mostrare che per le scadenze più brevi i costi della collateralizzazione dell'operazione sono spesso più alti dei benefici rivenienti dalla minore esposizione al rischio di controparte.

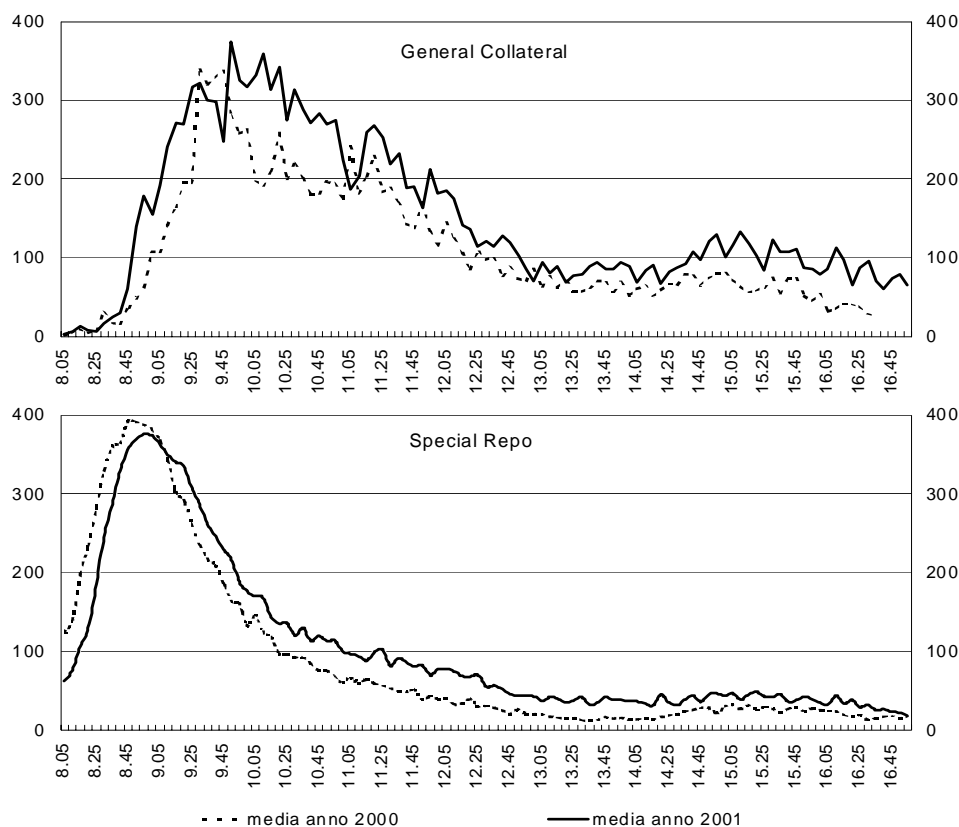
Le contrattazioni sul segmento special repo, cresciute del 17 per cento, hanno efficacemente segnalato le situazioni di scarsa disponibilità di singoli

titoli. In alcune occasioni gli operatori hanno concluso contratti a tassi molto svantaggiosi, pur di adempiere agli obblighi in sede di regolamento dei titoli.

Fenomeni di relativa scarsità sui titoli a tre e a cinque anni si sono verificati nella seconda metà dello scorso anno, anche a causa della forte volatilità registrata sui mercati dopo gli eventi dell'11 settembre. In particolare, per il titolo triennale un repentino aumento delle quotazioni avrebbe indotto alcuni intermediari ad assumere posizioni "corte" per importi considerevoli, costringendoli successivamente a ricoprirsi sul mercato pronti contro termine. Per i BTP quinquennali, il trasferimento dei titoli dai portafogli dei market maker a quelli degli investitori istituzionali, che si accentua in occasione dell'emissione di un nuovo benchmark, ha determinato spesso difficoltà di reperimento dei titoli per la ricopertura di vendite allo scoperto effettuate nei giorni precedenti le aste. Tali fenomeni si sono normalmente esauriti in coincidenza con le emissioni di nuove tranches di titoli da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze.

Fig. G2

MTS/PCT: VOLUMI SCAMBIATI PER COMPARTO
(andamenti infragiornalieri; milioni di euro)



Le contrattazioni si sono concentrate nelle prime ore della giornata (fig. G2). Tale fenomeno è particolarmente accentuato per il segmento special repo, dove gli operatori tendono normalmente a sistemare in prima mattinata

le posizioni assunte sul mercato a pronti nel corso della precedente giornata di contrattazione.

Il grey market. – Nel corso del 2001 l'attività di contrattazione nei giorni precedenti l'emissione è aumentata sensibilmente; si è confermata la propensione degli operatori a utilizzare questo segmento di mercato come complemento delle strategie di investimento perseguite in sede d'asta.

Il volume totale scambiato è ammontato a oltre 35.000 milioni di euro rispetto ai circa 29.000 milioni del 2000. Gli scambi hanno continuato a realizzarsi quasi esclusivamente nell'ultimo giorno di contrattazione, coincidente con quello d'asta. I prezzi sono stati generalmente in linea con quelli d'emissione.

Il mercato BondVision. – Il nuovo mercato regolamentato, avviato dall'MTS spa nel mese di agosto, permette ai partecipanti che hanno la qualifica di operatore principale (banche e imprese di investimento) di negoziare titoli di Stato dell'area dell'euro attraverso la rete internet direttamente con gli investitori istituzionali (imprese di assicurazione e società di gestione del risparmio) utilizzando un meccanismo di asta competitiva. L'MTS spa, attraverso un analogo circuito di scambi organizzati, consente agli operatori anche la contrattazione dei titoli obbligazionari privati.

Alla fine del primo trimestre del 2002 erano presenti 53 operatori, di cui 23 market maker. I partecipanti al mercato possono effettuare negoziazioni su oltre 500 titoli di Stato dei principali paesi europei. La media giornaliera dei volumi scambiati è stata pari a 220 milioni di euro, di cui oltre il 50 per cento ha riguardato i BTP, il 13 per cento i CCT e il 17 per cento i titoli tedeschi. I cinque operatori maggiori hanno intermediato il 63 per cento degli scambi.

Altri segmenti del mercato obbligazionario

L'EuroMTS e gli altri MTS nazionali. – Il volume degli scambi a pronti dei titoli di Stato benchmark sul circuito EuroMTS è cresciuto rispetto all'anno precedente in linea con quanto avvenuto sul mercato italiano, mentre il comparto dei pronti contro termine si è ulteriormente assottigliato. Le contrattazioni sui titoli in euro emessi da organismi sovranazionali e agenzie governative sono aumentate in misura significativa.

I volumi medi giornalieri a pronti sono stati pari a 3.800 milioni di euro, rispetto ai 3.100 dello scorso anno. I titoli italiani hanno rappresentato il 42 per cento del totale degli scambi (48 nel 2000). In leggera contrazione sono risultati i titoli tedeschi, mentre sono cresciuti gli scambi sui titoli degli altri paesi. Dal mese di gennaio dello scorso anno è stata

introdotta la possibilità di negoziare anche titoli di Stato greci. L'attività media giornaliera nel comparto pronti contro termine è diminuita a 128 milioni di euro dai 344 del 2000, quasi tutta concentrata sul segmento special repo. I volumi medi giornalieri del comparto dei titoli sovranazionali sono passati nel corso dell'anno da meno di 400 a oltre 1.000 milioni di euro.

I circuiti nazionali dell'area dell'euro che utilizzano la piattaforma dell'MTS e nei quali la società di gestione italiana detiene partecipazioni di minoranza sono divenuti cinque con la costituzione nello scorso mese di aprile di MTS/Finland, partecipata attraverso MTS/Belgium. Nel corso dell'anno è previsto l'avvio di MTS/Spain e di MTS/Germany, quest'ultimo attualmente divisione operativa di EuroMTS Ltd. I volumi sono risultati in crescita su quasi tutti i circuiti.

MTS/Amsterdam ha fatto registrare nel 2001 una media giornaliera di scambi pari a oltre 500 milioni di euro, mentre MTS/Belgium ha raggiunto gli 850 milioni di euro, con una forte crescita nella seconda metà dell'anno. MTS/France, che utilizza la controparte centrale Clearnet per le negoziazioni a pronti, si è attestata attorno ai 700 milioni di euro. MTS/Portugal, nel suo primo effettivo anno di contrattazione, ha raggiunto i 400 milioni di euro.

Il mercato delle emissioni corporate. - Il livello delle contrattazioni sulle obbligazioni private in euro nei mercati gestiti dal gruppo MTS è rimasto sostanzialmente sui valori dello scorso anno, facendo registrare una leggera contrazione su MTS/Corporate e una discreta crescita sul circuito Eurocredit/MTS. Nel mese di febbraio 2002 ha preso avvio il mercato Coredeal/MTS, creato dalla joint venture tra la EuroMTS Ltd e l'International Securities Market Association (ISMA).

Sull'MTS/Corporate sono quotati titoli derivanti dalle cartolarizzazioni dei crediti e dei proventi pubblici e alcune obbligazioni emesse dalla Banca europea degli investimenti; nel 2001 la media giornaliera è risultata pari a 135 milioni di euro, concentrati sui titoli sovranazionali. Le negoziazioni sul circuito Eurocredit/MTS sono raddoppiate, con una media giornaliera di scambi passata dai 275 milioni di euro del 2000 ai 440 milioni del 2001. Sul mercato Coredeal/MTS sono negoziati 43 titoli obbligazionari privati benchmark dell'area dell'euro, ovvero con più di 3 milioni di euro in circolazione e con almeno due anni di vita residua; ogni titolo deve essere quotato da almeno cinque market maker.

L'attività over-the-counter. - L'esame dei dati sull'attività all'ingrosso over-the-counter (OTC) effettuata dagli operatori principali del MTS ha confermato che il mercato regolamentato rappresenta la piattaforma sulla quale si concentra la negoziazione di titoli di Stato italiani e all'interno della quale si realizza, in larga misura, il processo di formazione dei prezzi. I due segmenti evidenziano una significativa correlazione della loro attività e la distribuzione dei titoli negoziati tra i due mercati appare coerente con il diverso grado di liquidità. Per quanto riguarda le modalità di negoziazione, prevale ancora l'utilizzo del canale telefonico per le contrattazioni che non

avvengono sul mercato regolamentato; l'utilizzo di sistemi elettronici è maggiore tra gli operatori non residenti.

L'analisi è stata condotta su un campione di 21 operatori principali, la cui attività rappresenta oltre l'80 per cento di quella complessivamente svolta sull'MTS, mettendo a confronto l'operatività sul mercato regolamentato con quella sul mercato OTC svolta nell'intero arco del 2001, sia sul comparto cash sia su quello dei pronti contro termine.

Nel comparto cash, le transazioni over-the-counter coprono il 38 per cento del totale: il 36 per cento degli scambi in BTP e CCT, il 50 di quelli in BOT e CTZ. Oltre il 70 per cento delle negoziazioni è stato effettuato con banche e imprese di investimento; gli scambi con le società di gestione del risparmio e con gli altri investitori istituzionali sono risultati pari rispettivamente al 13 e al 17 per cento del totale.

Nel comparto dei pronti contro termine, le operazioni OTC rappresentano il 47 per cento del totale. Le transazioni fino a una settimana sono pari all'87 per cento del totale (99,6 per cento sull'MTS), mentre la restante parte riguarda operazioni con scadenze fino a un mese (7 per cento), fino a tre mesi (3 per cento) e oltre tre mesi (3 per cento).

Il mercato interbancario dei depositi

Nel 2001 gli scambi sull'e-MID si sono mantenuti sui livelli dell'anno precedente; dal mese di novembre si è osservato un incremento dei volumi, grazie soprattutto alle transazioni registrate sul segmento large deal, che consente la negoziazione di depositi di importo rilevante (tav. aG3). Le contrattazioni sono state effettuate prevalentemente sulla scadenza overnight.

I volumi medi giornalieri del mercato interbancario sono stati pari a 15.400 milioni di euro nel 2001 e a 16.900 milioni nei primi tre mesi del 2002. Il controvalore medio giornaliero dei contratti conclusi sulla scadenza overnight si è mantenuto su valori poco superiori ai 12.000 milioni di euro; la concentrazione degli scambi su tale scadenza è risultata pari al 79 per cento e ha raggiunto l'84 per cento nel primo trimestre dell'anno in corso. I volumi medi giornalieri sono rimasti invariati anche sulla scadenza tom-next, la seconda del mercato in termini quantitativi, con l'11 per cento del totale.

Sul segmento large deal sono stati scambiati in media fondi per 3.500 milioni di euro al giorno, pari al 24 per cento dei volumi complessivamente trattati sulle quattro scadenze negoziabili sul segmento; tale valore è cresciuto fino a 4.600 milioni di euro nei primi tre mesi del 2002, pari al 29 per cento del totale relativo alle stesse scadenze. Con questa modalità di negoziazione è stato raggiunto l'obiettivo di incentivare la partecipazione all'e-MID di grossi intermediari internazionali. Le banche estere hanno realizzato la maggior parte della propria attività su tale segmento, raggiungendo una quota di mercato pari al 42 per cento del totale.

Il numero dei partecipanti al mercato si è ulteriormente ridotto. È peraltro diminuita la concentrazione degli scambi per operatore. È fortemente aumentato il contributo degli intermediari esteri che accedono al mercato in forma remota.

Ifenomeni di aggregazione bancaria degli ultimi anni hanno determinato un'ulteriore contrazione del numero degli operatori attivi sul mercato, dai 199 del 2000 ai 187 del 2001. La concentrazione degli scambi per operatore, misurata dalla quota di mercato dei dieci intermediari più attivi, è passata dal 34 al 29 per cento.

Il numero dei partecipanti in "accesso remoto" è cresciuto da 14 a 24 nel corso del 2001, arrivando a 25 alla fine del primo trimestre di quest'anno; la loro quota di mercato è salita dall'8 al 13 per cento, fino a raggiungere il 18 per cento nei primi tre mesi dell'anno in corso. Tali intermediari hanno ripartito la propria attività tra operazioni di impiego e di reperimento di fondi in modo piuttosto uniforme, a differenza di quanto riscontrato nel 2001, quando i contratti di prestito erano stati largamente prevalenti. Le negoziazioni concluse dalle banche estere sono risultate estremamente concentrate sulla scadenza overnight (91 per cento). L'attività è stata svolta con controparti italiane in misura pari al 40 per cento, ma rimane concentrata presso un numero ristretto di banche: il 64 per cento della raccolta di fondi è stato realizzato con dieci controparti, mentre per gli impieghi tale percentuale sale all'84 per cento.

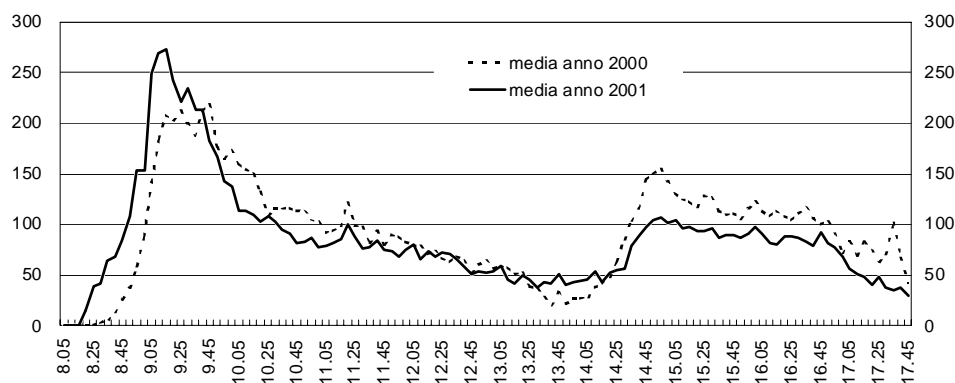
Nel corso del mese di luglio l'e-MID spa ha avviato un circuito per la negoziazione di depositi denominati in dollari, con una gamma di scadenze e caratteristiche del tutto analoghe a quelle del mercato dei depositi in euro. In prospettiva è prevista l'introduzione dei depositi denominati in altre valute.

I volumi medi giornalieri sul nuovo segmento sono stati pari a 271 milioni di dollari, concentrati sulle scadenze overnight e tom-next. Gli scambi medi giornalieri sono aumentati durante i primi tre mesi del 2002 e a marzo hanno raggiunto gli 850 milioni di dollari.

La distribuzione dell'attività nell'arco della giornata operativa non si è modificata sostanzialmente rispetto all'anno precedente: i maggiori volumi di negoziazione si registrano nella prima parte della mattinata e del pomeriggio (fig. G3).

Fig. G3

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



Il tasso overnight sull'e-MID si è confermato un buon indicatore delle condizioni di liquidità dell'intera area dell'euro, soprattutto grazie alla crescente partecipazione degli intermediari esteri. La relazione tra la volatilità delle quotazioni e il controvalore degli scambi è risultata non significativa, a testimonianza dell'elevata liquidità del mercato interbancario e della sua capacità di assorbire aumenti dei volumi di negoziazione senza impatti di rilievo sui prezzi.

La volatilità giornaliera del tasso overnight ha mostrato un andamento costante, caratterizzato tuttavia da alcuni repentini incrementi in corrispondenza della chiusura del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria e della fine del trimestre solare. Non sono stati osservati, al contrario, significativi incrementi medi della volatilità delle quotazioni nelle giornate in cui si sono svolte le operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema, il regolamento di queste ultime e i Consigli della BCE. All'interno di ciascuna giornata operativa la volatilità del tasso overnight ha solitamente seguito un andamento a "U"; nelle giornate caratterizzate da una maggiore variabilità delle quotazioni essa ha subito invece notevoli aumenti nel corso delle ultime ore di negoziazione.

Il comparto dei derivati sui tassi di interesse

Nel comparto dei future sui titoli di Stato europei a lungo termine, si è verificata una ulteriore concentrazione dell'attività sul contratto Bund decennale scambiato sull'Eurex. La gran parte delle negoziazioni sui derivati su tassi di interesse a breve termine è stata invece realizzata sul LIFFE.

Nel 2001 la quota di attività relativa al future sul Bund decennale trattato sul mercato di Francoforte, calcolata in termini di open interest, è passata dall'87 al 99 per cento dell'intero mercato europeo dei future in titoli di Stato e si è mantenuta su tali livelli nel corso dei primi tre mesi del 2002. Le "posizioni aperte" sul future sull'OAT decennale negoziato sul MATIF sono notevolmente diminuite in termini relativi, passando dal 2,0 allo 0,6 per cento del totale e contraendosi ulteriormente durante il primo trimestre del 2002. Le occasionali divergenze nell'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato emessi dai diversi paesi dell'area dell'euro non sono state sufficienti a invertire la tendenza a concentrare la liquidità su un solo mercato.

Sul mercato degli Overnight Indexed Swaps (OIS) sul tasso Eonia (e-MIDER), creato nel novembre del 2000, i volumi giornalieri hanno fatto registrare un andamento piuttosto variabile; tale tendenza si è confermata anche nei primi mesi del 2002.

Gli scambi medi giornalieri registrati sull'e-MIDER sono stati pari a 1.500 milioni di euro nel 2001 e a 1.100 milioni nei primi tre mesi del 2002. Le scadenze maggiormente

utilizzate sono state quella a una settimana con il 30 per cento del totale, quella a due settimane con il 15 per cento e quella a un mese con il 14 per cento. Le sedute caratterizzate dai più elevati volumi di negoziazione hanno coinciso con le giornate in cui il tasso overnight è stato maggiormente volatile. Le negoziazioni sono rimaste concentrate presso un numero esiguo di operatori italiani e, tra questi ultimi, i primi cinque hanno realizzato il 60 per cento dell'attività complessiva.

I SISTEMI DI GESTIONE ACCENTRATA, REGOLAMENTO, GARANZIA

Nel 2001 l'evoluzione dei servizi di post-trading nei principali paesi si è ancora indirizzata verso il miglioramento della stabilità dei sistemi, il perseguimento di più elevati livelli di efficienza operativa, l'ampliamento della gamma dei prodotti. In tale contesto si collocano la diffusione di schemi di regolamento del contante in moneta di banca centrale, la crescente integrazione tra i gestori, la tendenza all'introduzione della controparte centrale sui mercati a pronti e l'estensione dell'offerta di servizi quali il prestito titoli e la gestione delle garanzie.

Verso il contenimento dei rischi di regolamento muove l'iniziativa, intrapresa lo scorso anno negli Stati Uniti dalla Securities Industry Association, volta a ridurre, sul mercato americano, a un solo giorno (dagli attuali tre) l'intervallo temporale tra la conclusione della transazione e il suo regolamento.

Un rapporto redatto dal Giovannini Group, che assiste la Commissione europea su tematiche relative ai mercati finanziari, ha individuato gli ostacoli di natura tecnico-operativa, normativa e fiscale all'integrazione dei sistemi di regolamento dei titoli, rappresentando l'esigenza di iniziative del settore privato e di interventi di carattere istituzionale.

Il sistema inglese Crest ha adottato dal novembre scorso una nuova modalità operativa che prevede il regolamento delle transazioni in titoli in tempo reale e in moneta di banca centrale. Da dicembre, anche il depositario internazionale Euroclear ha iniziato a offrire ai propri partecipanti la possibilità di regolare il contante presso la banca centrale belga.

Tra le iniziative di consolidamento tra gestori si colloca l'avvio, da parte del gruppo Euroclear, dell'integrazione operativa delle piattaforme di regolamento francese, belga e olandese. Dal 2001, inoltre, la controparte centrale francese Clearnet garantisce tutte le transazioni concluse sui mercati azionari del gruppo Euronext. Lo scorso mese di febbraio, la Deutsche Börse ha acquisito il pieno controllo del depositario lussemburghese Clearstream Banking Luxembourg, del quale già possedeva il 50 per cento delle azioni.

Nel novembre dello scorso anno sono state definitivamente emanate le Raccomandazioni G10/Iosco sui sistemi di regolamento dei titoli; le autorità sono ora chiamate a verificarne l'attuazione.

In materia di controparti centrali, l'Eurosistema ha reso noto il proprio orientamento che tiene conto della crescente rilevanza dell'attività di tali soggetti per la conduzione della politica monetaria, il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e la stabilità dei mercati finanziari in generale.

Nel documento, pubblicato nel settembre scorso, l'Eurosistema afferma il proprio interesse al funzionamento delle controparti centrali, in considerazione della loro importanza sistemica. È fondamentale che a tali organismi siano applicati standard efficaci per il contenimento dei rischi e che venga garantito l'accesso ai servizi senza alcuna discriminazione. Viene sottolineata l'esigenza che le controparti centrali che trattano in misura esclusiva o prevalente valori denominati in euro siano collocate all'interno dell'area dell'euro, al fine di consentire un tempestivo ed efficace esercizio delle responsabilità che competono all'Eurosistema.

Anche il settore privato contribuisce alla predisposizione di standard internazionali: nel novembre dello scorso anno la European Association of Central Counterparty Clearing Houses (EACH), della quale fanno parte le principali controparti centrali europee, ha emanato 14 standard con l'intento di identificare le best practices nel settore.

In Italia il comparto del post-trading è stato oggetto di un'intensa attività progettuale. La Monte Titoli ha definito l'architettura del nuovo sistema di regolamento titoli Express II, destinato a sostituire l'attuale Liquidazione dei titoli gestita dalla Banca d'Italia. La Cassa di compensazione e garanzia ha definito un progetto per l'introduzione di un servizio di controparte centrale sui mercati a pronti.

I servizi di gestione accentrata

Nel 2001 la Monte Titoli è risultata il quarto depositario europeo per patrimonio amministrato; è cresciuto il numero dei partecipanti alla gestione accentrata.

Alla fine del 2001 il valore dei titoli in custodia presso la Monte Titoli era di oltre 2.000 miliardi di euro, rispetto ai 7.860 del gruppo Euroclear, ai 7.460 del gruppo Clearstream, ai 2.900 dell'inglese Crest. Partecipavano al sistema 653 intermediari e 1.214 emittenti (630 e 952 rispettivamente alla fine del 2000); sono aumentate le banche aderenti (da 344 a 379), mentre sono diminuiti SIM e agenti di cambio.

In valore nominale, i titoli obbligazionari hanno mostrato un incremento del 19,1 per cento, le azioni del 4,0 e i titoli di Stato del 2,3; elevato si conferma l'aumento dei warrant cresciuti del 33,4 per cento. L'ammontare di titoli esteri detenuti da Monte Titoli presso i depositari centrali di emissione si mantiene a un livello di circa 2,7 miliardi di euro (tav. aG4). Il numero di trasferimenti effettuati direttamente dagli aderenti è stato di oltre 1.800.000, con un incremento del 31,3 per cento rispetto al 2000.

La Monte Titoli ha attivato Web Surfer, funzionalità che consente di accedere al sistema attraverso la rete internet; ha reso operativo il servizio di prestito titoli a supporto delle operazioni di liquidazione; ha attivato il collegamento con il depositario centrale statunitense Depository Trust Company

(DTC); sta elaborando un progetto per il riscontro a livello europeo delle operazioni.

Web Surfer permette di eseguire in tempo reale le principali operazioni di gestione accentrata; è rivolto principalmente agli emittenti, per i quali risulta oneroso e tecnologicamente complesso collegarsi direttamente alla Rete nazionale interbancaria (RNI).

Il servizio di prestito titoli offre agli aderenti alla Liquidazione la possibilità di ottenere la disponibilità degli strumenti finanziari necessari a soddisfare gli obblighi di regolamento, evitando il ricorso alla procedura di assegnazione. Il servizio è attivo durante l'orario di funzionamento della Liquidazione dei titoli. I partecipanti al servizio possono indicare le controparti con cui intendono operare e agire in qualità di prestatori e/o di prenditori di titoli.

Il collegamento con il depositario centrale statunitense DTC intende favorire la negoziazione, da parte di operatori residenti, di strumenti finanziari emessi negli USA. Monte Titoli si propone di fornire agli intermediari depositanti anche il servizio fiscale connesso con il possesso di titoli di diritto statunitense.

Il progetto X-TRM prevede la realizzazione di una piattaforma in grado di acquisire da una pluralità di fonti (mercati, depositari e controparti centrali, singoli intermediari) gli ordini di trasferimento, di riscontrarli e di inviarli al regolamento, assicurando l'interoperabilità tra i diversi sistemi. Nelle intenzioni del depositario italiano, X-TRM potrà consentire, insieme con Express II, un migliore utilizzo dei collegamenti con gli altri depositari centrali, permettendo alla Monte Titoli di porsi, nei confronti dei propri aderenti, come unico punto di accesso ai mercati europei.

Nel novembre dello scorso anno la Monte Titoli ha modificato lo statuto sociale, innalzando il limite di partecipazione azionaria al capitale dal 7 per cento individuale al 23,5 su base consolidata.

Il regolamento delle transazioni in titoli

In attesa dell'avvio di Express II, il regolamento delle operazioni in titoli in Italia continua ad articolarsi sulla Liquidazione dei titoli della Banca d'Italia (cfr. il capitolo della sezione H: *L'offerta diretta dei servizi di pagamento*) e sul sistema Express gestito dalla Monte Titoli.

Nella Liquidazione dei titoli, che funziona su base netta, confluiscono le operazioni concluse nei mercati regolamentati e i collocamenti dei titoli di Stato sul mercato primario; il regolamento delle operazioni di politica monetaria avviene attraverso Express, che opera in tempo reale su base lorda. I contratti stipulati al di fuori dei mercati regolamentati possono essere regolati attraverso la Liquidazione dei titoli ed Express.

Nel 2001 il controvalore complessivo delle operazioni regolate attraverso Express è stato di 1.128 miliardi di euro (tav. G1). Al contenuto numero delle operazioni regolate gior-

nalmente (in media 383) ha fatto riscontro un elevato controvalore medio (12 milioni di euro); le operazioni si sono concentrate prevalentemente sui titoli di Stato (90 per cento circa dei controvalori scambiati). La quota delle operazioni di politica monetaria rappresenta il 34 per cento del valore totale; le transazioni su titoli di Stato diverse da quelle di politica monetaria hanno rappresentato il 56 per cento del totale. Il rimanente 10 per cento si distribuisce fra titoli azionari e obbligazionari. Il numero degli aderenti a Express, in prevalenza banche, è cresciuto nel corso dell'anno, raggiungendo le 114 unità alla fine del marzo scorso (tav. aG5).

Tav. G1

EXPRESS: OPERAZIONI PER TIPOLOGIA DI STRUMENTO FINANZIARIO

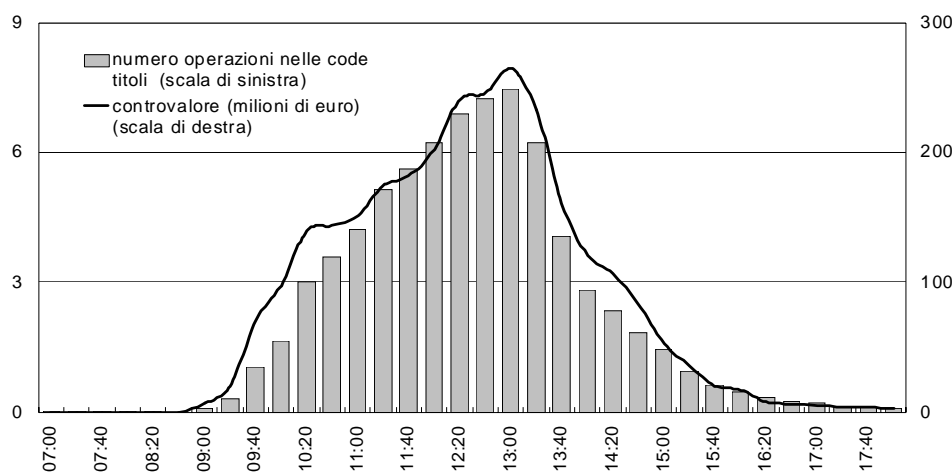
Tipo titolo	Valori assoluti		Valori percentuali	
	Numero operazioni	Controvalori (milioni di euro)	Numero operazioni	Controvalori
Azioni	66.823	104.077	68,6	9,2
Obbligazioni	2.198	15.320	2,3	1,4
Titoli di Stato	28.353	1.008.191	29,1	89,4
Totale ...	97.374	1.127.588	100	100

Fonte: Monte Titoli spa; periodo 1 gennaio 2001, 31 dicembre 2001.

Il profilo della giornata operativa di Express continua a evidenziare un significativo legame con la Liquidazione dei titoli. In concomitanza con il funzionamento della liquidazione netta (fig. G4), Express acquisisce il maggior numero di operazioni e incrementa la consistenza delle proprie "code". Dopo la chiusura della Liquidazione dei titoli, l'operatività del sistema lordo si riduce e le code tendono a svuotarsi.

Fig. G4

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



Fonte: Monte Titoli spa.

Nel corso del 2001, Express ha mantenuto le proprie prestazioni su rimarchevoli livelli di affidabilità, conservando un' apprezzabile fluidità di funzionamento anche nei giorni successivi agli eventi dell' 11 settembre.

Lo scorso 5 marzo la Banca d'Italia e la Consob hanno approvato il regolamento operativo del servizio di compensazione e liquidazione su base netta degli strumenti finanziari non derivati (Express II), presentato dalla Monte Titoli nell'ottobre del 2001. In attesa della graduale attivazione di tale servizio, prevista a partire dalla metà del 2003, le autorità seguiranno le fasi di realizzazione del sistema al fine di verificarne la funzionalità e la coerenza con il regolamento approvato.

Express II si articolerà in due componenti: la prima regolerà le operazioni su base netta nella fase iniziale della giornata di liquidazione; la seconda, coincidente con l'attuale sistema lordo Express, è destinata ad assorbire le operazioni non regolate nel ciclo netto, oltre a quelle che gli intermediari sottoporranno direttamente al regolamento lordo.

Gli obiettivi sottesi alla realizzazione di Express II possono così sintetizzarsi: anticipare il regolamento delle operazioni alla prima mattina del giorno di liquidazione, concentrando l'operatività del sistema nelle ore notturne; consentire l'agevole gestione delle operazioni non regolate (cosiddetti "fails"), anche mediante un ciclo di compensazione diurno; permettere l'efficiente utilizzo delle garanzie a fronte del credito infragiornaliero della banca centrale mediante meccanismi di costituzione automatica del collaterale; contenere gli impatti sulle infrastrutture degli intermediari.

In Europa, si va diffondendo l'operatività notturna dei sistemi di regolamento titoli. Lo schema adottato da Clearstream Banking Luxembourg prevede due cicli netti notturni; anche il sistema tedesco (Clearstream Banking Frankfurt) ha programmato l'adozione di un ciclo notturno. Con modalità simili funzionano anche i sistemi gestiti da Euroclear France.

I servizi di compensazione e garanzia

L'attività della Cassa di compensazione e garanzia, concentrata sul mercato azionario, ha risentito della riduzione del volume degli scambi presso la borsa italiana. Rispetto alla fine del 2000 il controvalore degli scambi effettuati sull'Italian Derivatives Market (Idem) si è ridotto del 15 per cento circa e le posizioni aperte alla fine dell'anno sono diminuite del 20. La consistenza media giornaliera dei margini versati alla Cassa ha fatto registrare una riduzione del 27 per cento (tav. aG6).

L'accentuata contrazione del controvalore degli scambi sul mercato azionario ha comportato una diminuzione nelle consistenze dei Fondi gestiti dalla Cassa. Alla fine del 2001 il Fondo di garanzia della liquidazione am-

montava a 43 milioni di euro contro i 62 del dicembre 2000; il Fondo di garanzia dei contratti si è ridotto del 22 per cento circa passando da 67 a 52 milioni di euro.

L'11 settembre, in conseguenza della forte variazione dei prezzi del giorno e della previsione di un'elevata volatilità per quello successivo, la Cassa di compensazione e garanzia ha richiesto una maggiorazione dei margini del 20 per cento. Tale misura è stata successivamente sostituita con l'aumento, in media del 20 per cento, degli intervalli del margine per singolo strumento finanziario. La richiesta di margini infragiornalieri si è rivelata necessaria solo nella giornata del 21 settembre ed è stata agevolmente soddisfatta dai partecipanti.

La Cassa sta definendo un progetto che prevede l'estensione dell'attività di controparte centrale anche ai mercati regolamentati a pronti gestiti da Borsa Italiana spa.

È stata inoltre firmata tra la Cassa di compensazione e garanzia, Clearnet e MTS spa, una lettera di intenti volta a stipulare un accordo finalizzato a offrire ai partecipanti al mercato all'ingrosso dei titoli di Stato italiani il servizio di controparte centrale.

L'ATTIVITÀ NORMATIVA E LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ DI GESTIONE E SULLE STRUTTURE DI SUPPORTO

In ambito europeo prosegue la consultazione per la riforma della direttiva 93/22/CEE in materia di servizi di investimento. Insieme con le altre misure previste dal Financial Services Action Plan, essa contribuirà alla costituzione di un *corpus* normativo organico finalizzato ad accelerare l'integrazione dei mercati finanziari, in linea con quanto ribadito al Consiglio europeo di Barcellona del marzo scorso. In tale compito, la Commissione europea è assistita dall'European Securities Committee (ESC) e dal Committee of European Securities Regulators (CESR), costituiti lo scorso anno in attuazione del Rapporto Lamfalussy (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo*).

In Italia è in corso l'indagine conoscitiva parlamentare per verificare - attraverso le osservazioni delle autorità e dei principali protagonisti della Piazza finanziaria - lo stato di attuazione del Testo unico della finanza (TUF).

Nel febbraio del 2002 la Banca d'Italia e la Consob hanno emanato le Istruzioni di vigilanza relative alla disciplina dei mercati e della gestione accentrata di strumenti finanziari.

Il quadro di riferimento comunitario

Nella seconda metà del 2001 la Commissione europea ha concluso un'ampia consultazione con la comunità finanziaria su un documento che illustrava in dettaglio le modifiche da apportare alla direttiva sui servizi di investimento. Alla luce dei commenti ricevuti, la Commissione ha predisposto una nuova versione sulla quale è stata avviata un'ulteriore consultazione. Entro la fine del 2002 si dovrebbe pervenire a un testo definitivo.

L'aggiornamento della direttiva è stato anche sollecitato dall'opportunità di individuare più chiaramente i principi cui devono informarsi i mercati regolamentati e, soprattutto, dall'esigenza di definire le regole da applicare agli scambi che si svolgono al di fuori di essi. La proposta oggetto di consultazione mira a introdurre norme volte ad assicurare parità concorrenziale tra mercati regolamentati e altri circuiti di scambio, protezione degli investitori ed efficienza complessiva del mercato. Le materie del clearing e del settlement saranno oggetto di una prossima comunicazione della Commissione.

L'attività normativa in Italia

Nel novembre del 2001 è stata avviata una indagine parlamentare sullo stato di attuazione del TUF. La Commissione Finanze della Camera dei deputati ha ascoltato i protagonisti della Piazza finanziaria italiana, alcuni esperti, le autorità di settore. Il bilancio dei primi quattro anni del TUF è stato ritenuto sostanzialmente positivo, pur in presenza di richieste di specifici adeguamenti al mutato contesto interno e internazionale.

Con il decreto legislativo del 12 aprile 2001, n. 210, è stata recepita nel nostro ordinamento la direttiva 98/26/CE sulla definitività degli ordini di trasferimento immessi nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli (cosiddetta *settlement finality*). L'articolo 2, comma 2, del decreto legislativo prevede che la Banca d'Italia e la Consob predispongano apposite prescrizioni - in corso di definizione - che i sistemi di regolamento titoli designati sono tenuti a rispettare nella fissazione del momento in cui un ordine diventa definitivo e, quindi, non soggetto a procedure concorsuali.

Le Istruzioni di vigilanza, emanate nel febbraio del 2002, forniscono un quadro di riferimento unitario per i flussi informativi delle società di gestione nei confronti delle autorità di vigilanza.

Il documento si compone di cinque parti, ognuna relativa ad un'area soggetta a vigilanza. In particolare, destinatari delle Istruzioni sono: i mercati all'ingrosso dei titoli di Stato; i mercati regolamentati diversi da quelli all'ingrosso dei titoli di Stato; i sistemi di gestione accentrata di strumenti finanziari; i servizi di liquidazione, su base lorda e netta, delle operazioni aventi per oggetto strumenti finanziari non derivati; i sistemi di compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari derivati.

Le richieste informative attengono sia all'operatività dei mercati e dei sistemi sia ai soggetti gestori e sono raggruppate in tre distinti titoli concernenti l'esercizio dell'attività, i partecipanti al capitale e gli esponenti aziendali, le modalità di esercizio della vigilanza.

La vigilanza sulle società di gestione

Per valutare il grado di efficienza dei sistemi sottoposti a supervisione occorre un loro costante monitoraggio basato sull'acquisizione articolata, tempestiva e affidabile delle informazioni, nonché sulla loro elaborazione e analisi. Nel corso del 2001 si è intensificata l'attività preordinata a migliorare la qualità dei flussi informativi e a meglio definire forma e utilizzo degli indicatori necessari per valutare il funzionamento e la solidità dei sistemi.

L'analisi di tali informazioni consentirà di misurare il grado di efficienza complessivo; di approfondire eventuali anomalie di funzionamento e possibili turbative all'ordinato svolgimento delle operazioni; di attuare i necessari interventi per rimuovere le cause di tali disfunzioni.

La valutazione dell'autorità di Supervisione sulla capacità di assicurare l'efficienza, l'ordinato funzionamento e la stabilità dei sistemi si articola in un primo genere di riscontri volti a verificare, oltre alla sussistenza dei requisiti per lo svolgimento dell'attività, l'aderenza al quadro normativo di riferimento delle regole organizzative e di funzionamento stabilite dai gestori.

Con riferimento ai mercati all'ingrosso dei titoli di Stato sono stati rilasciati i previsti pareri al Ministero dell'Economia e delle finanze per l'autorizzazione all'MTS spa a gestire il nuovo mercato regolamentato BondVision e per l'approvazione delle modifiche statutarie derivanti dal processo di ristrutturazione societaria. È stato approvato, d'intesa con la Consob, il nuovo regolamento della Cassa di compensazione e garanzia spa, come previsto dal Provvedimento 8 settembre 2000 in materia di compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari derivati.

Un secondo ordine di verifiche attiene alla solidità dei presidi atti a governare i rischi tipici delle attività svolte. Per accrescere la capacità di cogliere eventuali anomalie è stato intensificato il dialogo, mediante appositi incontri, con gli esponenti delle società vigilate.

Rilevano in tale ambito sia gli approfondimenti concernenti l'affidabilità degli strumenti di valutazione e monitoraggio del rischio creditizio adottati dalla controparte centrale, sia l'analisi, per tutti i sistemi oggetto di supervisione, dei rischi operativi, in particolare per quanto concerne l'adeguatezza dei sistemi organizzativi e informatici.

Insieme alle società vigilate sono state esaminate anche le implicazioni di progetti di ristrutturazione e di ampliamento dell'operatività al fine di valutarne l'impatto sull'efficienza e stabilità dei sistemi. Le analisi sono state oggetto di confronto con le altre autorità istituzionalmente coinvolte.

Nell'ambito delle problematiche di vigilanza, particolare rilievo ha assunto la tematica della partecipazione di soggetti esteri ai sistemi italiani. Accanto all'ordinaria attività di istruttoria delle istanze di adesione in via remota, hanno formato oggetto di esame le modalità di adesione delle imprese di assicurazione e delle società di gestione del risparmio al mercato Bondvision e la possibilità per le imprese di investimento di elevato *standing* di accedere all'e-MID.