

## **G - LA SUPERVISIONE SUI MERCATI**

La persistente debolezza della congiuntura economica ha contribuito nel 2002 ad ampliare ulteriormente la flessione dei corsi azionari in atto da circa tre anni; i rendimenti dei titoli di Stato sono ridiscesi sui minimi raggiunti nei primi mesi del 1999. A questo si è associata una riduzione dei livelli di attività che ha tratto origine dalla riluttanza di molti operatori a effettuare investimenti in un clima di crescente incertezza.

I gravi episodi di irregolarità contabile e le carenze nei sistemi dei controlli interni - che hanno interessato grandi compagnie quotate, soprattutto statunitensi - hanno diffuso sfiducia nell'affidabilità dei risultati aziendali. Si è accresciuta la disaffezione degli investitori nei confronti dei mercati finanziari. Le tensioni politiche hanno rafforzato l'avversione al rischio. Il finanziamento delle posizioni in titoli è stato tuttavia facilitato dall'orientamento espansivo delle politiche monetarie. Elevato è stato ancora il ricorso agli strumenti finanziari derivati al fine di gestire l'accresciuta volatilità.

L'impegno delle autorità di supervisione è stato rivolto, da un lato, a contrastare la crisi di fiducia, dall'altro, a perseguire una maggiore solidità delle strutture dei mercati.

*Nel luglio del 2002 il Congresso americano ha approvato il Sarbanes-Oxley Act che ha introdotto importanti modifiche al diritto societario e ad alcuni aspetti della disciplina dei mercati finanziari. La legge stabilisce un regime più stringente in materia di regolamentazione e supervisione delle società di revisione, responsabilità e conflitto di interessi degli amministratori delle società, obblighi di trasparenza verso il mercato, attività degli analisti finanziari e delle società di rating. La SEC ha imposto una piena responsabilità degli amministratori delle maggiori società quotate negli Stati Uniti (statement under oath) sulla veridicità e accuratezza dei rendiconti finanziari. A livello europeo si è accelerata l'attuazione di alcune delle iniziative previste nel piano d'azione per i servizi finanziari (direttiva 2003/6/CE in materia di abusi di mercato e proposta di revisione della direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento).*

*Le autorità nazionali e internazionali hanno accresciuto l'impegno teso a fronteggiare le vulnerabilità del sistema finanziario, rese più evidenti dagli accadimenti dell'11 settembre 2001. Si è dato avvio a un articolato lavoro volto alla verifica e al rafforzamento delle infrastrutture operative e dei sistemi tecnologici, anche in relazione alle interdipendenze*

*di funzionamento. Obiettivo prioritario è consentire che, anche in situazioni di emergenza, le banche centrali e gli operatori possano concludere le transazioni e gestire i connessi rischi finanziari, ritornando alla normale operatività in tempi contenuti. Con il White Paper on Sound Practices, le autorità di supervisione finanziaria degli Stati Uniti hanno indicato le linee da seguire per potenziare la capacità del sistema finanziario di operare in situazioni critiche, con particolare riferimento al settore delle infrastrutture di clearing e settlement e ai principali intermediari finanziari. Analoghi indirizzi sono in corso di adozione da parte dei principali paesi.*

L'internazionalizzazione dei mercati finanziari e delle strutture di post-trading induce le autorità di vigilanza, nell'esercizio delle responsabilità attribuite dagli ordinamenti nazionali, a intensificare la cooperazione anche al fine di evitare la duplicazione dei costi di supervisione.

*Alcuni principi per la collaborazione tra le autorità competenti in materia di mercati sono enunciati in un apposito titolo della proposta di revisione della direttiva sui servizi di investimento.*

*Il 1° marzo scorso è entrato in vigore, fra le autorità di vigilanza bancaria e le banche centrali dell'Unione europea, un Memorandum of Understanding che definisce principi e procedure da seguire per la gestione delle crisi con ripercussioni internazionali. L'ambito di applicazione riguarda anche le situazioni che coinvolgono il funzionamento dei mercati e delle relative infrastrutture.*

L'integrazione finanziaria stimola e nel contempo trae alimento dalla progressiva riduzione delle differenze normative tra ordinamenti e dalla maggiore standardizzazione delle procedure operative adottate dagli intermediari. Specifiche iniziative delle autorità e del settore privato sono volte ad accrescere l'efficienza dei processi di negoziazione e di regolamento.

*Il gruppo di lavoro costituito congiuntamente tra il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e il Committee of European Securities Regulators (CESR) continua la propria attività per adattare ai sistemi europei le Raccomandazioni G10/Iosco. Nell'aprile scorso è stato pubblicato il secondo rapporto redatto dal Giovannini Group, che assiste la Commissione europea su tematiche relative ai mercati finanziari; il documento individua le priorità di azione per rimuovere gli ostacoli all'integrazione dei sistemi di post-trading ed esamina i possibili modelli organizzativi per il futuro assetto dei mercati.*

*Un'ulteriore spinta allo sviluppo e all'integrazione dei mercati sarà data dal prossimo recepimento della direttiva europea sui contratti di garanzia finanziaria (2002/47/CE), che mira a tutelare le garanzie finanziarie costituite anche su base transnazionale.*

*Nel gennaio del 2003 il Gruppo dei Trenta, organismo che riunisce esponenti di istituzioni private attive sui mercati finanziari, ha emanato 20 Raccomandazioni in materia di compensazione e garanzia delle operazioni in titoli.*

*L'ACI - The Financial Markets Association ha costituito una task force con il mandato di proporre iniziative per lo sviluppo di un mercato unico dei titoli a breve termine in ambito europeo; in proposito è stata promossa una consultazione attraverso la pubblicazione di documenti sul sito internet della BCE.*

Nel novembre del 2002 è stata presentata al Consiglio e al Parlamento europeo la proposta di revisione della direttiva 93/22/CEE in materia di servizi di investimento. La riforma prevede che le negoziazioni possano svolgersi in tre diversi ambiti: mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, banche e imprese di investimento. Nel nuovo scenario, diviene cruciale assicurare adeguati livelli di trasparenza del processo di formazione dei prezzi, ovunque essi si determinino, e la loro immediata accessibilità per gli investitori.

Nel 2002 la Commissione europea ha concluso una pubblica consultazione sugli indirizzi in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli.

Tra le iniziative volte ad accrescere l'efficienza e la stabilità dei sistemi di negoziazione e di regolamento, si inserisce la progressiva estensione delle attività delle controparti centrali ai mercati a pronti; le autorità assicurano la presenza di adeguati presidi di stabilità a prevenzione del rischio sistemico.

*L'interposizione della controparte centrale diminuisce l'esposizione al rischio degli intermediari attraverso la sostituzione delle singole relazioni contrattuali tra gli operatori con un unico rapporto con la clearing house e la compensazione delle posizioni (netting). Ne traggono vantaggio i mercati, in particolare quelli caratterizzati da un'ampia e diversificata platea di partecipanti; si rende possibile l'adozione del completo anonimato delle contrattazioni. Le Raccomandazioni G10/Iosco prevedono che i benefici e i costi di realizzazione e di gestione di una controparte centrale debbano essere attentamente valutati da mercati e autorità.*

In Italia le componenti della piazza finanziaria hanno proseguito nello sviluppo di servizi innovativi, attuato processi di razionalizzazione degli assetti proprietari, rafforzato la loro posizione nel contesto internazionale.

La Banca d'Italia ha definito, d'intesa con la Consob, il quadro normativo dei sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari, disciplinando la possibilità di introdurre il servizio di controparte centrale nei mercati a pronti. Ha seguito i lavori per la preparazione del nuovo sistema di regolamento dei titoli. Ha avviato iniziative volte a rafforzare la capacità del sistema finanziario italiano di reagire efficacemente a situazioni di emergenza.

## LA SORVEGLIANZA SUGLI SCAMBI

La maggiore volatilità dei corsi azionari e obbligazionari del 2002 si è spesso accompagnata a volumi sottili, stante l'avversione degli operatori ad assumere posizioni rilevanti in una situazione di forte incertezza. La minore propensione al rischio ha favorito gli strumenti finanziari a breve termine e, più in generale, l'attività sul mercato monetario. È aumentata l'operatività in strumenti derivati, sia su azioni sia su tassi di interesse, a fronte della maggiore incertezza sulle prospettive di crescita dell'economia e sulla qualità degli utili societari.

*In linea con le principali borse mondiali, il mercato azionario italiano ha fatto registrare, nel 2002, una riduzione dei volumi pari all'8,7 per cento in termini di numero di contratti e al 3,7 per cento come controvalore degli scambi. Le negoziazioni giornaliere in titoli di Stato sono scese di circa il 6 per cento sull'MTS. Sostenuta è stata invece l'attività sul mercato monetario: i volumi medi giornalieri sono saliti di oltre il 50 per cento sul segmento pronti contro termine dell'MTS e di circa il 10 per cento sull'e-MID.*

Le principali strutture europee di trading hanno continuato a perseguire economie di scala e riduzione dei costi, anche attraverso operazioni di consolidamento. Sul comparto obbligazionario si è accresciuta la competizione internazionale tra le diverse società di gestione, impegnate ad ampliare il bacino di utenza tramite l'offerta di una più ampia gamma di servizi.

*Deutsche Börse ha acquisito il pieno controllo di Clearstream Banking S.A., importante sistema di regolamento internazionale, in modo da sfruttare le sinergie derivanti dall'offerta congiunta di servizi di trading e di post-trading per i titoli trattati sulla sua piattaforma. Il gruppo Euronext/Liffe, che gestisce le borse di Parigi, Amsterdam, Bruxelles e Lisbona e il mercato dei derivati di Londra, ha ampliato l'offerta dei servizi grazie alla connessione della piattaforma di negoziazione a Euroclear Bank e sta procedendo all'integrazione dei diversi comparti dei futures e delle opzioni.*

*Eurex, il mercato dei derivati con sede a Francoforte, sta esportando i suoi servizi negli Stati Uniti in diretta concorrenza con le società di gestione americane, sfruttando il suo vantaggio competitivo negli strumenti denominati nella moneta unica. TradeWeb, circuito elettronico per la negoziazione di titoli obbligazionari nel segmento dealer-to-customer, ha sviluppato servizi straight through processing sulla sua piattaforma. BrokerTec, sistema te-*

*lematico per gli scambi obbligazionari, è stato acquisito da ICAP, inter-dealer broker con sede a Londra.*

*La contrazione dei volumi, soprattutto nelle transazioni cross-border, ha imposto un ridimensionamento generalizzato dell'ambito di operatività dei circuiti di scambio europei realizzati negli ultimi anni. Su Virt-x, mercato nato dalla fusione tra il segmento elvetico dei titoli a maggiore capitalizzazione e il circuito inglese Tradepoint, si è ridotto il numero degli strumenti finanziari quotati. Jiway, mercato regolamentato realizzato da OM Group, è stato chiuso nell'ottobre del 2002.*

In Italia le società di gestione dei mercati hanno realizzato progetti di integrazione con le strutture del post-trading o proseguito nella loro strategia di espansione all'estero, migliorando il proprio posizionamento concorrenziale sul mercato continentale; hanno inoltre ampliato la gamma dei prodotti e la qualità dei servizi offerti.

La Borsa Italiana spa, con l'acquisizione del controllo di Monte Titoli spa nel dicembre 2002, ha rafforzato l'unità di indirizzo strategico dell'intera filiera produttiva dei mercati gestiti. Per accrescere la propria competitività, ha compiuto interventi di razionalizzazione e ha introdotto il servizio di controparte centrale anche sul comparto degli strumenti finanziari non derivati. Il circuito TLX, sul quale vengono negoziati al dettaglio azioni, obbligazioni e covered warrant, ha preannunciato l'avvio dell'iter per ottenere il riconoscimento come mercato regolamentato.

*Sono state modificate alcune regole di funzionamento dei mercati gestiti da Borsa Italiana spa (svolgimento dell'asta di chiusura, orari di negoziazione dei comparti dei derivati e del MOT, abolizione dei lotti minimi di contrattazione per le azioni) e introdotti nuovi prodotti, quali i futures su singoli titoli azionari e gli Exchange-Traded Funds, a cui è stato dedicato uno specifico segmento. Attesa la prolungata inattività, è stato chiuso il mercato dei derivati su tassi di interesse (MIF); è stata annunciata, per l'anno in corso, la fine delle contrattazioni del mercato dei premi.*

La MTS spa ha ampliato, nell'area dell'euro, il numero dei mercati obbligazionari di propria emanazione, aggiungendo ai circuiti nazionali già esistenti quelli di Spagna, Irlanda e Finlandia.

*La presenza del gruppo MTS nel settore dei titoli corporate è stata rafforzata con l'acquisizione dall'International Securities Market Association (ISMA) dell'intero capitale di Coredeal Ltd, il cui circuito è stato integrato sulla piattaforma di EuroMTS; è stata in tal modo facilitata la condivisione degli strumenti quotati e ampliata la platea degli aderenti. È stato inoltre avviato un sistema di scambi organizzati (Bondvision SSO) dedicato alla negoziazione di titoli obbligazionari emessi da organismi sovranazionali.*

Dal dicembre 2002 è attivo, su base opzionale, il servizio di controparte centrale sul segmento a pronti e repo dell'MTS, fornito congiuntamente dalla Cassa di compensazione e garanzia e dalla francese Clearnet.

*Il servizio prevede la possibilità, per gli operatori, di scegliere la controparte centrale alla quale aderire. L'indifferenza nella scelta discende sia dal fatto che struttura tariffaria, modalità di calcolo dei margini, requisiti patrimoniali di adesione sono i medesimi tra le due clearing house, sia dal collegamento predisposto dai due sistemi di garanzia: ciascuna controparte centrale è aderente generale dell'altra e consente agli operatori di negoziare con soggetti partecipanti all'una o all'altra.*

L'e-MID spa ha esteso alle imprese di investimento la possibilità di aderire al mercato e ha intensificato l'azione di promozione all'estero della piattaforma.

*La società si sta attivando per ampliare i collegamenti diretti del circuito con i sistemi di regolamento lordo degli altri paesi dell'area dell'euro, al fine di ridurre i costi di transazione per gli aderenti. Sono in corso trattative per realizzare mercati dei depositi interbancari nei paesi dell'Europa centro-orientale.*

### ***Il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato***

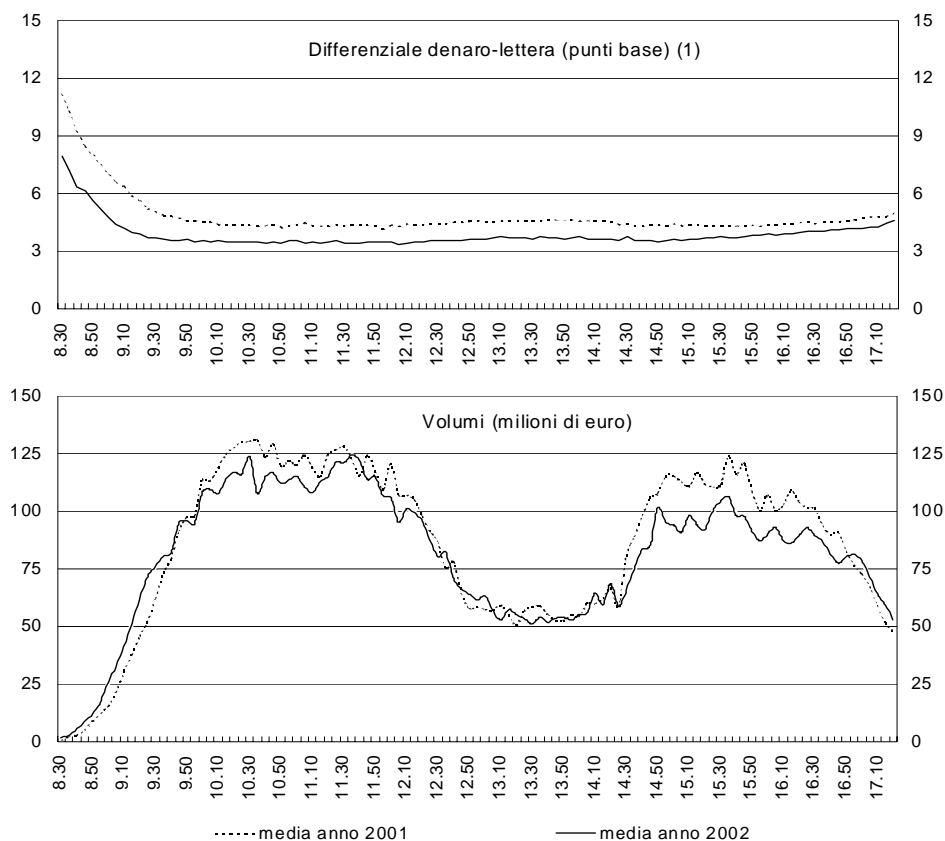
*Il comparto a pronti.* - Sul comparto a pronti dell'MTS si è registrata una leggera contrazione del volume delle negoziazioni (tav. aG1). Gli scambi sui titoli a reddito fisso hanno risentito dei livelli minimi raggiunti dai tassi di interesse e del crescente utilizzo di strumenti alternativi alla negoziazione per contanti nella gestione del rischio di tasso (contratti repo, futures e swap). La volatilità che ha contraddistinto i corsi azionari ha favorito invece gli scambi sui titoli indicizzati e su quelli a breve termine. È ulteriormente diminuita la concentrazione delle negoziazioni per strumento finanziario.

*Il volume medio giornaliero degli scambi è stato pari a 8.650 milioni di euro, inferiore del 6 per cento rispetto a quello dell'anno precedente. I BTP hanno rappresentato il 60 per cento del totale (69 nel 2001), i CCT il 25 per cento (20), i BOT e CTZ il 14 per cento (10). La distribuzione tra i diversi titoli è risultata più omogenea, grazie anche alla crescita delle negoziazioni su quelli meno liquidi: la quota degli scambi sui cinque e sui dieci titoli più trattati è stata pari al 28 e al 40 per cento del totale, rispetto al 37 e al 47 per cento dello scorso anno.*

Il differenziale medio denaro-lettera è ulteriormente migliorato nel 2002, scendendo da 4,8 a 3,9 centesimi di prezzo (fig. G1). Assumono rilievo in proposito le modifiche degli obblighi di quotazione utili al mantenimento della qualifica di operatore principale decise dalla MTS spa e la maggiore diffusione tra i market maker di procedure informatiche specializzate nella quotazione automatica degli strumenti finanziari loro assegnati.

Fig. G1

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



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

*Dal 1° marzo 2002 il numero dei titoli soggetti a obblighi di quotazione più stringenti è più che raddoppiato (da 10 a 25), per effetto dell'attribuzione della qualifica di "BTP liquido" a tutte le emissioni quotate anche sull'EuroMTS. Sono stati inoltre ridotti in media del 25 per cento i livelli massimi dello spread denaro-lettera da mantenere sugli strumenti assegnati ai singoli market maker.*

*Sulla piattaforma telematica dell'MTS si è registrato un considerevole aumento del numero delle proposte di negoziazione elaborate, spesso superiore ai 2 milioni al giorno. Il fenomeno appare in larga parte connesso con l'utilizzo da parte dei market maker di software per la quotazione automatica (cosiddetti autoquoter), che legano in tempo reale le quotazioni di un singolo titolo ai prezzi dei benchmark, ovvero a quelli di altri strumenti finanziari (ad esempio, contratti futures e swap).*

Si è ridotto ulteriormente il numero degli aderenti al mercato, confermando una tendenza in atto da alcuni anni che vede l'uscita di intermediari italiani di piccole dimensioni, solo parzialmente compensata dalla crescita degli operatori esteri in accesso remoto. È aumentato il numero degli opera-

tori principali la cui attività rappresenta ormai la quasi totalità degli scambi. Gli specialisti in titoli di Stato hanno contribuito in maniera determinante al mantenimento di un elevato livello di efficienza e di liquidità del mercato.

*Alla fine del 2002 gli aderenti all'MTS erano scesi a 153 dai 175 del 2001. Quelli che accedono al mercato in modalità remota sono diventati 36 contro i 30 dell'anno precedente, con una quota di mercato pari al 38 per cento, invariata rispetto al 2001. Gli operatori principali sono aumentati di tre unità, portandosi a 32, di cui 20 esteri; hanno negoziato tra loro poco meno del 90 per cento del volume totale del mercato. La concentrazione degli scambi è leggermente aumentata: i primi cinque operatori principali hanno intermediato il 42 per cento dei volumi, i primi dieci il 62 per cento (rispettivamente, 40 e 60 per cento nel 2001).*

*Nell'ambito della valutazione periodica effettuata dalla Banca per conto del Ministero dell'Economia e delle finanze sul contributo all'efficienza complessiva del mercato, gli operatori principali italiani hanno continuato a essere i più attivi nel fornire liquidità, soprattutto per la maggiore capacità di quotare con spread contenuti anche i titoli meno liquidi. È emerso comunque un significativo miglioramento dell'attività degli operatori esteri, cinque dei quali figurano tra i primi dieci del mercato.*

All'avvio del servizio di controparte centrale sull'MTS, nel dicembre dello scorso anno, aderivano sei operatori esteri in accesso remoto, divenuti nove alla fine del primo trimestre del 2003. I volumi negoziati mediante tale modalità rappresentano, per ora, una quota contenuta del totale.

*Gli scambi interessati dalla interposizione della controparte centrale sono stati, nella media del primo trimestre di attività, pari al 3,2 per cento del segmento cash, all'1,7 di quello repo e al 3,7 per cento del comparto special repo, dove gli intermediari esteri risultano più attivi. Le prime evidenze quantitative mostrano una leggera crescita della quota di mercato e del lotto medio dei contratti per gli operatori che utilizzano il nuovo servizio. Non emerge segmentazione nei prezzi in funzione dell'utilizzo o meno della controparte centrale, data anche la concentrazione delle transazioni sulle scadenze a brevissimo termine del mercato MTS/PCT.*

Il volume delle negoziazioni effettuate nei giorni precedenti e in quello di emissione dei nuovi titoli di Stato (grey market) è lievemente diminuito rispetto all'anno precedente. Gli scambi, che continuano a concentrarsi quasi esclusivamente nel giorno dell'asta, sono stati particolarmente consistenti sui CCT, sui BTP triennali e quinquennali e, per la rilevanza nella determinazione del parametro di indicizzazione dei CCT, sui BOT semestrali.

*Le negoziazioni complessive sul grey market sono scese a 31.800 milioni di euro (35.000 nel 2001). Il rapporto tra i volumi scambiati su tale comparto e l'importo offerto in asta è stato pari in media al 13,5 per cento: i valori più elevati si sono registrati per i CCT (32 per cento), i BTP triennali (26), i BTP quinquennali (23) e i BOT semestrali (15). I prezzi sono stati generalmente in linea, o leggermente inferiori, a quelli d'emissione, con un differenziale medio di circa 2 punti base, quasi esclusivamente ascrivibile ai titoli a tasso fisso.*

*Il comparto dei pronti contro termine.* – Il comparto MTS/PCT è cresciuto di oltre il 50 per cento rispetto al 2001. Si è così accentuata una tendenza, già presente negli anni precedenti, che trova giustificazione nel crescente utilizzo di tale strumento nella gestione della tesoreria e nelle attività di prestito titoli. Il fenomeno si innesta su un processo analogo, anche se di proporzioni meno vaste, in atto a livello europeo, dove continua lo spostamento delle negoziazioni dal tradizionale canale over-the-counter alle piattaforme elettroniche. L'attività sul mercato italiano è rimasta concentrata sulle scadenze più brevi (tav. aG2).

*Gli scambi medi giornalieri nel 2002 sono stati pari a 43.000 milioni di euro, con punte superiori a 60.000 nei mesi di luglio e ottobre, contro i 28.000 milioni registrati nell'anno precedente. Lo spot-next e il tom-next si sono confermate le scadenze più liquide, concentrando rispettivamente il 71 e il 27 per cento delle transazioni.*

*Dal giugno 2002 la partecipazione al comparto è divenuta rilevante per il mantenimento della qualifica di operatore principale del MTS.*

Numerose iniziative delle autorità e del settore privato sono state volte ad aumentare il grado di integrazione del mercato europeo. Tra quelle del settore privato va segnalata la pubblicazione, da parte della Federazione bancaria europea, di un nuovo tasso di riferimento (Eurepo), costruito in modo analogo all'Euribor, per le transazioni pronti contro termine di tipo general collateral denominate in euro.

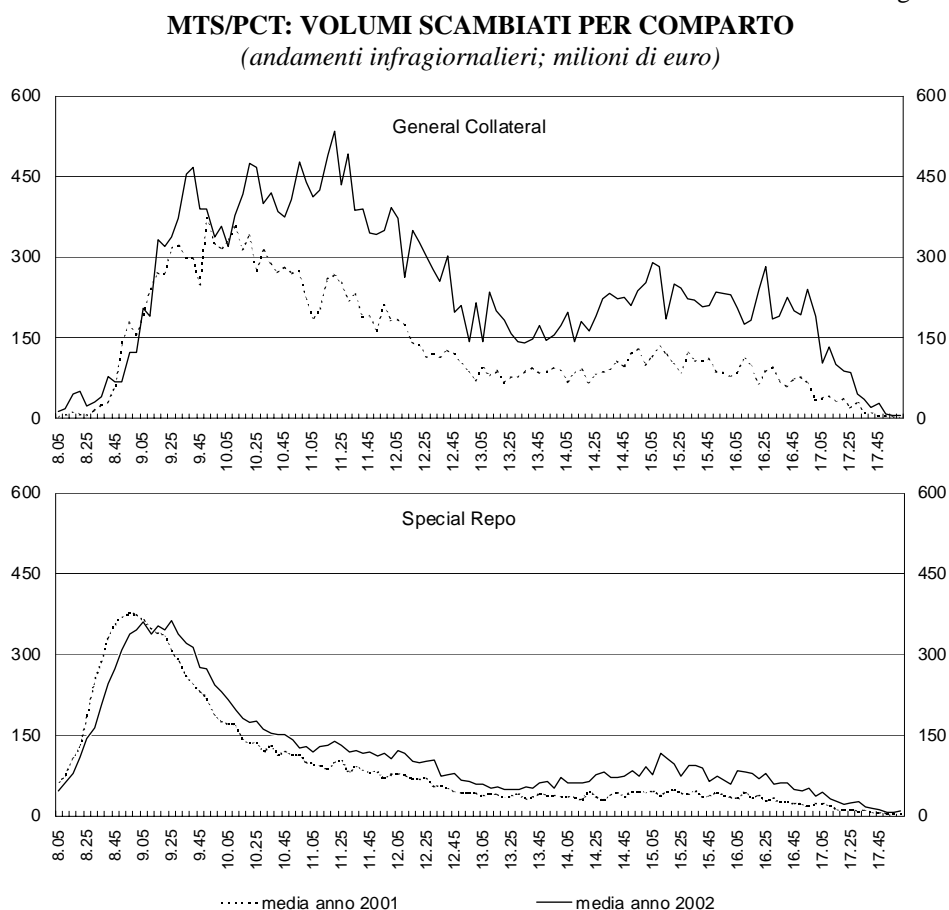
*Il tasso sulle scadenze tom-next e one-week quotate sul segmento general collateral del PCT/MTS è risultato altamente correlato con il tasso Eurepo sulle analoghe durate, grazie anche all'efficienza e ai bassi costi della piattaforma MTS rispetto all'attività over-the-counter.*

L'incremento dei volumi è stato particolarmente sostenuto nel comparto general collateral (75 per cento), confermando l'ulteriore crescita di tale strumento come forma di impiego della liquidità per le scadenze diverse dall'overnight. Lo spread fra tassi interbancari e tassi repo risulta crescente all'aumentare della durata del contratto, in relazione alla presenza della garanzia in titoli; l'andamento di tale differenziale ha inoltre efficacemente segnalato le situazioni di tensione sul mercato monetario. La distribuzione infragiornaliera delle contrattazioni mostra un andamento simile a quello che si registra sull'e-MID (fig. G2).

*Il repo offre al datore di fondi la possibilità di limitare l'assorbimento di patrimonio di vigilanza rispetto a un'operazione non garantita; nel contempo, costituisce per il prenditore uno strumento particolarmente flessibile e utile a finanziare posizioni in titoli anche di rilevante ammontare. Il differenziale tra tassi e-MID e quelli general collateral varia da -0,7 punti base per il tom-next a 5,1 punti base per la scadenza a un mese; i valori prossimi allo zero per le scadenze con durata overnight dimostrano che i costi connessi con la costitu-*

zione di garanzie sono spesso più elevati della riduzione del rischio di controparte. L'allargamento dello spread nell'ultimo trimestre del 2001 e del 2002, in concomitanza con la crescita dell'incertezza registrata sui mercati finanziari, evidenzia l'importanza del repo come strumento di finanziamento nei momenti in cui le operazioni non garantite vengono percepite come eccessivamente rischiose.

Fig. G2



Le contrattazioni sul segmento special repo sono cresciute rispetto all'anno precedente, anche se in misura minore rispetto al general collateral. L'utilizzo dello strumento per la copertura delle posizioni in sede di regolamento concentra l'attività nelle prime ore della giornata (fig. G2). Il tasso special repo ha segnalato efficacemente alcune tensioni sul mercato secondario, spesso causate dalla limitata propensione degli investitori istituzionali a prestare titoli.

*Difficoltà a reperire singoli titoli si sono presentate in occasione delle nuove emissioni, in particolare nel mese di dicembre, dopo la decisione del Ministero dell'Economia e delle finanze di non effettuare emissioni a medio-lungo termine nell'ultima parte dell'anno. I fenomeni si sono comunque esauriti in coincidenza con il collocamento di nuove tranches di titoli da parte dell'emittente. Gli investitori istituzionali hanno ridotto ulteriormente la par-*

*tecipazione al mercato rispetto al 2001, concentrando la loro attività sul comparto general collateral; rimane ancora poco significativo il contributo di tali operatori al segmento special repo, sebbene essi, in virtù dell'ampio e diversificato portafoglio di cui dispongono, possano contribuire efficacemente a contenere le situazioni di scarsità sui singoli titoli.*

**Il mercato BondVision.** - Nel suo secondo anno di attività BondVision ha fatto registrare un sensibile incremento degli scambi. È aumentato il numero degli investitori istituzionali, soprattutto di quelli che accedono in via remota.

*La media giornaliera dei volumi negoziati è stata pari a 390 milioni di euro (220 nel 2001); i BTP hanno rappresentato oltre il 45 per cento (50 nel 2001), il 18 per cento i CCT (13) e il 25 per cento i titoli degli altri paesi dell'area dell'euro (20). Alla fine del 2002 erano presenti 99 operatori, rispetto ai 40 dell'anno precedente: l'aumento ha riguardato esclusivamente gli investitori istituzionali, mentre i market maker sono rimasti 23. Gli operatori in accesso remoto sono aumentati da 24 a 61. I primi cinque primary dealer hanno concentrato il 68 per cento degli scambi. Dei 76 investitori istituzionali aderenti al mercato alla fine del 2002, ne sono risultati attivi 41 (15 a dicembre 2001). Il volume scambiato sui dieci titoli maggiormente negoziati è stato pari al 39 per cento del totale, in linea con il valore registrato sull'MTS.*

### **Altri segmenti del mercato obbligazionario**

**L'EuroMTS e gli altri MTS nazionali.** - Il volume degli scambi in titoli di Stato sul circuito EuroMTS è diminuito sensibilmente nel corso del 2002, anche a seguito dell'adozione di criteri di ammissione più stringenti, che hanno ridotto gli strumenti quotati solo agli effettivi benchmark dei paesi dell'area dell'euro.

*I volumi medi giornalieri a pronti sono stati pari a 2.900 milioni di euro, contro i 3.800 dello scorso anno. I titoli italiani hanno rappresentato il 28 per cento del totale (42 nel 2001); quelli dei principali paesi europei (italiani, tedeschi, francesi e spagnoli) il 64 per cento (83 nel 2001). Elevati incrementi hanno fatto registrare gli scambi sui titoli emessi da altri paesi dell'area dell'euro (137 per cento per la Grecia, 97 per il Portogallo, 46 per l'Austria).*

Sono aumentati i volumi di negoziazione sui circuiti nazionali che utilizzano la piattaforma dell'MTS. MTS/France, MTS/Belgium, MTS/Germany e MTS/Spain hanno beneficiato, oltre che dell'ingresso di grandi operatori internazionali, del trasferimento di alcuni titoli quotati sul circuito EuroMTS, nonché del considerevole aumento delle emissioni nette di titoli di Stato in Francia e Germania.

*Su MTS/France i volumi medi giornalieri sono passati da 675 milioni di euro del 2001 a 1.020 del 2002; su MTS/Belgium da 850 milioni a 1.030; sia MTS/Germany sia MTS/Spain hanno raggiunto importi di circa 630 milioni di euro.*

*Il mercato delle emissioni di titoli privati.* – L'attività di negoziazione sulle obbligazioni non governative in euro nei mercati del gruppo MTS è diminuita su MTS/Corporate, ma ha fatto registrare un significativo aumento sui circuiti gestiti da EuroMTS dove, nel corso del 2002, è confluita in larga parte l'attività di Coredeal/MTS.

*Sul mercato regolamentato italiano MTS/Corporate la media giornaliera degli scambi nel 2002 è stata pari a 97 milioni di euro (135 nel 2001), concentrata quasi completamente sui titoli sovrnazionali. Gli scambi dei titoli non governativi su EuroMTS hanno raggiunto una media di 1.800 milioni di euro (1.180 nel 2001), di cui circa il 70 per cento su strumenti finanziari di organismi sovrnazionali e agenzie governative.*

*L'attività over-the-counter.* – Le negoziazioni over-the-counter (OTC) in titoli di Stato italiani, rilevate su un campione significativo di operatori principali dell'MTS, hanno evidenziato nel corso del 2002 una riduzione del 9 per cento rispetto all'anno precedente, in linea con la tendenza registrata sull'MTS. Pur confermandosi come il principale canale di negoziazione, l'MTS ha visto scendere dal 63 al 60 per cento la propria quota sull'attività complessiva a pronti degli operatori.

*L'analisi è stata condotta su un campione di 19 intermediari (di cui 11 residenti in Italia), la cui attività rappresenta oltre il 70 per cento di quella svolta da tutti gli operatori principali. Nelle transazioni over-the-counter, il canale telefonico continua a essere la principale modalità di negoziazione per gli intermediari italiani; maggiore è l'utilizzo di sistemi elettronici tra gli operatori esteri.*

*Il 65 per cento degli scambi OTC in titoli italiani avviene in BTP, il 19 in CCT e il 16 in BOT e CTZ. Oltre il 68 per cento è svolto con banche e imprese di investimento, il 14 per cento con società di gestione del risparmio e il 18 per cento con gli altri investitori istituzionali.*

*Rispetto all'attività complessiva in titoli obbligazionari negoziati OTC da operatori nazionali, le transazioni in titoli di Stato italiani rappresentano il 72 per cento, quelle in altri titoli di Stato dell'area dell'euro il 13, quelle in titoli corporate il 15.*

*Le negoziazioni in pronti contro termine su titoli italiani avvengono per il 30 per cento sull'OTC e per il 70 sull'MTS; gli operatori italiani sono maggiormente attivi sul mercato regolamentato, mentre per quelli esteri prevalgono le negoziazioni OTC. Le transazioni fuori mercato con durata fino a una settimana sono pari all'84 per cento del totale degli scambi in titoli di Stato italiani (99,5 per cento sull'MTS); la restante parte riguarda operazioni fino a un mese (9 per cento), fino a tre mesi (4) e oltre i tre mesi (3).*

### ***Il mercato interbancario dei depositi (e-MID)***

Sull'e-MID la media giornaliera degli scambi denominati in euro è aumentata nel 2002 di circa il 15 per cento rispetto all'anno precedente, grazie soprattutto al forte incremento del segmento large deal; la tendenza è conti-

nuata nei primi tre mesi del 2003. Si è accresciuta ulteriormente la concentrazione dell'attività sulla scadenza overnight. Anche il comparto dei depositi in dollari ha fatto registrare un significativo sviluppo dei volumi scambiati e del numero degli operatori attivi.

*I volumi medi giornalieri del mercato interbancario sono stati pari a 17.600 milioni di euro nel 2002 (18.200 nei primi tre mesi del 2003), di cui circa 14.000 sull'overnight. La concentrazione degli scambi su tale scadenza è passata dal 79 per cento nel 2001 all'80 nel 2002, fino a toccare l'82 per cento nel primo trimestre dell'anno in corso. I volumi medi giornalieri sulla scadenza tom-next, la seconda del mercato in termini quantitativi, sono passati dall'11 al 10 per cento del totale (tav. aG3).*

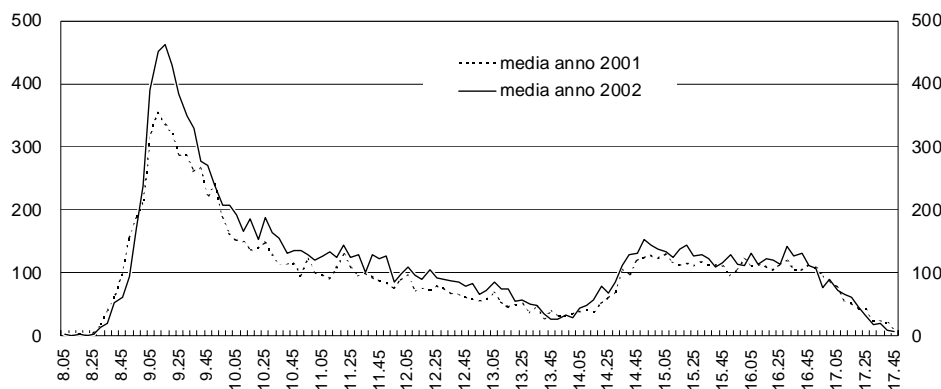
*Il segmento large deal è cresciuto del 38 per cento rispetto all'anno precedente: su di esso sono stati scambiati fondi per 4.850 milioni di euro medi giornalieri, pari al 29 per cento (24 nel 2001) dei volumi complessivamente trattati sulle quattro scadenze negoziabili con tale modalità. Si confermano particolarmente attivi in tale segmento i grandi intermediari esteri aderenti in accesso remoto, che hanno scambiato oltre il 50 per cento del totale.*

*I volumi medi giornalieri sul comparto in dollari sono stati pari a circa 600 milioni di dollari, per crescere ulteriormente a oltre 900 milioni nel primo trimestre 2003; alla fine dello scorso marzo i partecipanti attivi erano 58. Rispetto ai depositi in euro, l'attività nel 2002 è risultata meno concentrata sulla scadenza overnight, che ha rappresentato il 58 per cento del totale degli scambi; più elevata è risultata invece la quota relativa al tom-next (35 per cento).*

La distribuzione dell'attività sull'e-MID nell'arco della giornata è rimasta sostanzialmente inalterata rispetto a quella riscontrata in passato, riflettendo prassi ormai consolidate nella gestione della liquidità da parte delle tesorerie (fig. G3). Queste modalità potranno essere influenzate nel corso del corrente anno da talune innovazioni relative ai sistemi di pagamento e di regolamento (CLS, nuovo BI-REL, Express II).

Fig. G3

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



Il tasso overnight sull'e-MID ha mostrato una variabilità molto contenuta; si è confermato un preciso indicatore delle condizioni di liquidità dell'intera area dell'euro.

*Il differenziale medio tra il tasso overnight "lettera" sull'e-MID, rilevato come valore medio ponderato giornaliero, e il tasso Eonia si è progressivamente annullato negli ultimi anni, riflettendo la crescente integrazione del mercato monetario nell'area dell'euro. Il differenziale ha evidenziato nel periodo considerato una variabilità statisticamente contenuta, con alcuni significativi incrementi in corrispondenza della chiusura del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria e della fine del trimestre solare. Nelle giornate in cui erano attese decisioni sul livello dei tassi ufficiali da parte del Consiglio della BCE, si è osservato un leggero allargamento degli spread denaro-lettera.*

Il processo di consolidamento del settore bancario in atto ormai da anni ha portato a una ulteriore riduzione del numero di operatori attivi sul mercato, passati da 187 del 2001 a 163 del 2002; tale numero si è ridotto a 159 nei primi tre mesi del 2003. La quota di mercato dei dieci operatori più attivi è aumentata nel corso dell'anno dal 29 al 32 per cento.

L'e-MID ha accentuato la sua dimensione internazionale, in virtù del ruolo crescente assunto dagli intermediari esteri che accedono al mercato in forma remota. Il numero di tali operatori è quasi raddoppiato passando da 21 a 41, per arrivare a 49 nel primo trimestre del 2003; la loro quota di mercato si è attestata a fine 2002 al 22 per cento, contro il 13 dello scorso anno.

*L'attività degli intermediari esteri in accesso remoto si è concentrata per il 79 per cento sul segmento large deal. Nel 2002 è risultata prevalente l'attività di raccolta, a differenza dell'anno precedente in cui le operazioni si erano ripartite in modo pressoché uniforme tra impiego e reperimento di fondi.*

L'e-MIDER, il circuito degli Overnight Indexed Swaps (OIS) gestito dalla e-MID spa, ha fatto registrare un calo dei volumi negoziati, diminuiti da una media giornaliera di 1.500 milioni di euro del 2001 a poco oltre 1.000 del 2002. Il fenomeno è in parte dovuto alla contenuta volatilità del tasso overnight, che ha ridotto l'incentivo a stipulare contratti derivati finalizzati a contenere i rischi derivanti da variazioni inattese dei tassi di interesse a brevissimo termine. Gli scambi sono tornati ad aumentare nei primi tre mesi del 2003, facendo registrare una media giornaliera di oltre 1.500 milioni di euro.

*I volumi negoziati si sono concentrati sulle scadenze di durata inferiore al mese, pari a oltre il 55 per cento del totale; quelle comprese fra uno e tre mesi hanno rappresentato il 25 per cento. Gli operatori più attivi sono stati i principali intermediari italiani, sebbene la quota di mercato di quelli esteri in accesso remoto sia cresciuta sensibilmente nei primi tre mesi del 2003, arrivando a toccare in alcune giornate il 30 per cento dei volumi complessivi.*

## **I SISTEMI DI GESTIONE ACCENTRATA, REGOLAMENTO, GARANZIA**

Lo sfavorevole andamento dei mercati finanziari nel corso del 2002 ha avuto riflessi sui livelli di attività dei sistemi di gestione accentrata, regolamento e garanzia.

*Il valore di mercato degli strumenti finanziari amministrati dalla Monte Titoli si è ridotto del 4,1 per cento rispetto alla fine del 2001. L'ammontare medio giornaliero dei margini iniziali richiesti dalla Cassa di compensazione e garanzia è sceso del 15,6 per cento.*

Il perseguimento dell'efficienza operativa da parte delle strutture del post-trading ha assunto crescente rilevanza nel quadro della integrazione a livello internazionale. Si è accentuato l'impegno delle autorità e degli operatori verso la definizione di principi, metodologie comuni e standard volti a promuovere la concorrenza, l'efficienza e la sicurezza nella fornitura dei servizi.

*La Banca dei regolamenti internazionali ha pubblicato, nel novembre dello scorso anno, la metodologia per valutare, su basi omogenee tra i diversi paesi, il grado di attuazione delle Raccomandazioni del G10/Iosco sui sistemi di compensazione e regolamento dei titoli. La conformità a questi principi verrà vagliata sia dalle autorità nazionali sia dal Fondo monetario internazionale e dalla Banca Mondiale nell'ambito dei programmi di valutazione del settore finanziario.*

*Nel rapporto del Gruppo dei Trenta i principali obiettivi da perseguire nella riforma dei sistemi di post-trading vengono individuati nell'interoperabilità tra sistemi di regolamento, nel rafforzamento della sicurezza, nel miglioramento delle regole di governance.*

Sono proseguiti gli approfondimenti del gruppo di lavoro costituito congiuntamente tra il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e il Committee of European Securities Regulators (CESR). Movendo dalle Raccomandazioni del G10/Iosco, il Gruppo mira a definire - in materia di stabilità, efficienza, trasparenza e protezione degli investitori - standard europei comuni ai quali dovrebbero ispirarsi le autorità di vigilanza del settore, i sistemi di gestione accentrata e di regolamento dei titoli, le controparti centrali nonché le altre istituzioni che offrono servizi simili. Tra le finalità vi sono quelle di accelerare l'integrazione dei mercati europei e di assicurare parità di trattamento regolamentare a tutti i soggetti, bancari e non, che operino nel settore del post-trading a livelli sistemicamente rilevanti (cosiddetto approccio funzionale).

*All'interno del Gruppo il dibattito si sta concentrando su: i principi cui si dovrebbero uniformare le controparti centrali nella gestione dei rischi; i presidi volti ad assicurare l'affidabilità operativa dei sistemi di compensazione e di regolamento; i criteri di individuazione dei soggetti sistemicamente rilevanti; la cooperazione tra autorità nella vigilanza sui sistemi che operano su base transfrontaliera; le modalità e l'ambito di utilizzo della moneta di banca centrale ovvero di banca commerciale nel regolamento dei titoli.*

*I lavori del Gruppo si affiancano all'attività della Commissione europea per la definizione del quadro normativo in questo settore (cfr. il capitolo: L'attività normativa e la vigilanza sulle società di gestione e sulle strutture di supporto). Si colloca in tale ambito l'ultimo rapporto redatto dal Giovannini Group, che propone le priorità da seguire nell'eliminazione degli ostacoli all'efficiente regolamento transfrontaliero delle operazioni su strumenti finanziari e le responsabilità di intervento; lo studio esamina, inoltre, i possibili modelli di consolidamento per i sistemi di post-trading sotto il profilo dell'economicità di realizzazione, della tutela della concorrenza, del contenimento del rischio sistemico.*

Nel settore del post-trading sono state attuate in Europa iniziative di consolidamento da parte di società di gestione dei mercati e di depositari centrali internazionali.

*In Italia e in Germania il controllo dei sistemi di regolamento è stato acquisito da società di gestione dei mercati (cfr. il capitolo: La sorveglianza sugli scambi). Euroclear, nel mese di settembre, ha aggiunto il controllo del depositario inglese Crest a quello dei depositari centrali francese, olandese e belga; ha inoltre acquisito il 20 per cento della controparte centrale francese Clearnet nel quadro degli accordi con il gruppo Euronext, cui fa capo il restante 80 per cento del capitale.*

La Monte Titoli e la Cassa di compensazione e garanzia hanno continuato nell'azione di ampliamento dell'offerta dei servizi di post-trading.

*Stanno proseguendo i lavori per l'avvio, nell'autunno 2003, del servizio Express II. Nell'ambito del programma promosso dall'Unione europea per finanziare lo sviluppo del mercato finanziario dei paesi dell'Europa centro-orientale, la Monte Titoli ha inoltre siglato un accordo finalizzato allo sviluppo in Romania di sistemi di gestione accentrata e di regolamento delle transazioni in titoli. La Cassa di compensazione e garanzia ha esteso il servizio di controparte centrale ai mercati a pronti.*

### ***I servizi di gestione accentrata***

Nel quadro del consolidamento in atto nei sistemi di post-trading, la Monte Titoli è diventata il terzo depositario centrale europeo per ammontare di titoli amministrati.

*Presso il gruppo Euroclear, considerando anche le attività di Crest, erano accentrati alla fine del 2002 strumenti finanziari per un valore di mercato di 10.600 miliardi di euro*

(-6,2 per cento rispetto al 2001). I titoli accentrati presso Clearstream Banking Luxembourg e Clearstream Banking Frankfurt, entrambi controllati dalla società mercato tedesca Deutsche Börse, avevano un valore di 6.900 miliardi di euro (-8 per cento). Alla stessa data, il valore di mercato degli strumenti finanziari amministrati dalla Monte Titoli ammontava a 1.930 miliardi di euro (-4,1 per cento).

In valore nominale, i titoli accentrati presso il depositario italiano sono risultati pari a 1.575 miliardi di euro, contro i 1.542 della fine del 2001. La quota dei titoli di Stato e delle azioni sul totale degli strumenti finanziari accentrati, pari rispettivamente al 68 e al 6 per cento, è rimasta sostanzialmente invariata; è aumentato dal 20 al 23 per cento il peso delle obbligazioni private; è sceso dal 3,3 all'1,9 per cento quello dei warrant. Gli strumenti finanziari detenuti tramite i 10 collegamenti in essere con depositari centrali esteri erano pari a 11,8 miliardi di euro, in aumento del 4,3 per cento rispetto all'anno precedente (tav. aG4).

Il numero dei trasferimenti effettuati direttamente dagli aderenti ha subito una contrazione (3,5 per cento).

Nel 2002 i partecipanti al sistema di gestione accentrata sono aumentati a causa della crescita del numero degli emittenti.

Il totale dei partecipanti è passato da 1.867 a 1.916: gli emittenti sono saliti da 1.214 a 1.346, gli intermediari sono scesi da 653 a 570. La riduzione di questi ultimi ha interessato prevalentemente gli operatori di minore dimensione, in linea con le tendenze in atto nella partecipazione ai sistemi di pagamento e di regolamento. Le banche sono diminuite da 379 a 317, le imprese di investimento da 84 a 64, gli agenti di cambio da 29 a 13.

Nel gennaio del 2002 la Monte Titoli ha assunto la titolarità dei servizi di riscontro e rettifica giornalieri delle operazioni negoziate fuori dal mercato di borsa (RRG-LFM) e di quelle da liquidare tramite il sistema di regolamento lordo Express (RRG-REL). La società ha inoltre attivato il servizio di prestito titoli, che offre la possibilità di reperire gli strumenti finanziari necessari a soddisfare gli obblighi di regolamento.

Gli aderenti a quest'ultimo servizio, 19 alla fine del 2002, hanno concluso 95 contratti nel corso dell'anno, per un controvalore di 65 milioni di euro.

### ***Il regolamento delle transazioni in titoli***

*La liquidazione su base lorda Express.* - È aumentato il numero dei partecipanti al sistema di regolamento lordo e sono cresciute le transazioni regolate, mentre il loro controvalore medio giornaliero si è lievemente ridotto.

Gli aderenti a Express hanno raggiunto le 125 unità (107 nel 2001). Partecipavano, oltre alla Banca, 104 banche e 20 imprese di investimento (rispettivamente, 91 e 15 al termine del 2001). Il numero delle operazioni regolate è stato in media di 402 al giorno (383 nel 2001) per un controvalore di 4.368 milioni di euro (4.439 l'anno precedente) (tav. aG5).

*L'ammontare delle operazioni trattate da Express ha rappresentato il 3,4 per cento (3,9 nel 2001) dei saldi bilaterali acquisiti dalla Liquidazione dei titoli (cfr. il capitolo della Sezione H: L'offerta diretta dei servizi di pagamento).*

Nel corso del 2002 il sistema ha mantenuto un'elevata fluidità di funzionamento. È aumentato il suo utilizzo per il regolamento delle operazioni over-the-counter. I picchi di operatività si sono verificati, come in passato, nelle giornate in cui vengono regolate le operazioni di politica monetaria. Permane elevata la concentrazione delle operazioni per aderente.

*Le operazioni over-the-counter hanno inciso per il 79 per cento dell'ammontare complessivo (66 per cento nel 2001). Il ricorso a Express continua a riguardare in prevalenza il regolamento di negoziazioni in titoli di Stato (87,8 per cento del controvalore totale e 28,3 per cento del numero delle transazioni). I titoli azionari hanno rappresentato il 9,1 e il 68,2 per cento, rispettivamente, dell'ammontare e del numero totale delle transazioni (tav. G1). Le operazioni di politica monetaria sono risultate in flessione, da 385 a 235 miliardi di euro.*

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 .....	69.925	101.439	68,2	9,1
Obbligazioni .....	3.549	34.848	3,5	3,1
Titoli di Stato .....	29.043	977.663	28,3	87,8
<b>Totale . . .</b>	<b>102.517</b>	<b>1.113.950</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: Monte Titoli spa; periodo 1 gennaio 2002, 31 dicembre 2002.

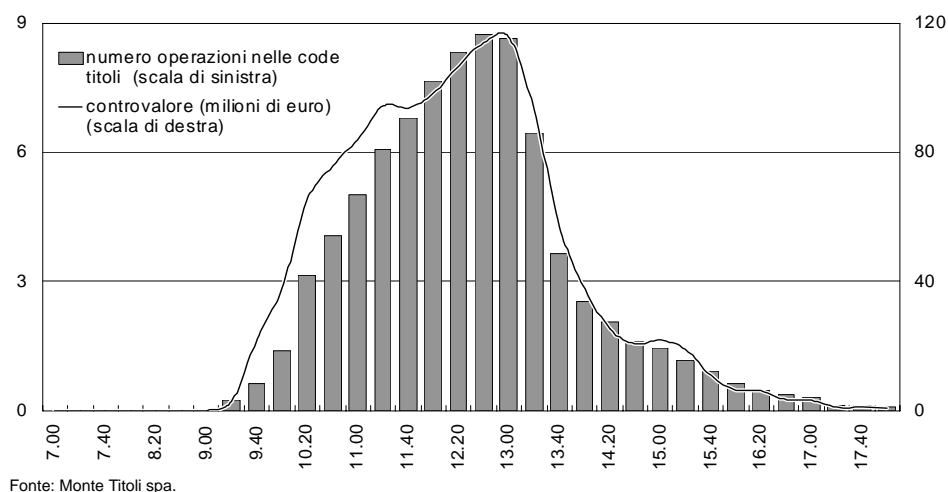
*I cinque soggetti più attivi hanno regolato il 76,5 per cento del controvalore complessivo e il 75,8 per cento del numero delle operazioni (73,3 e 77 per cento nel 2001).*

*L'operatività di Express resta concentrata nella prima parte della giornata allorché, in concomitanza con il funzionamento della Liquidazione dei titoli, si incrementa il numero delle operazioni in attesa di esecuzione.*

*L'andamento delle code titoli e dei tempi di regolamento evidenzia un migliore utilizzo da parte degli intermediari rispetto all'anno precedente. La consistenza delle operazioni transitate nelle code titoli si è ridimensionata: esse hanno rappresentato il 6,3 per cento del controvalore ed il 4 per cento del numero delle operazioni regolate (11,2 e 3,9 per cento rispettivamente nel 2001). È diminuito in misura sensibile il controvalore medio delle operazioni in coda rilevate nel picco orario massimo (268 milioni di euro nel 2001, 116 nel 2002). I tempi di regolamento delle transazioni, in particolare per quelle di importo rilevante, si sono ridotti rispetto al 2001 (fig. G4).*

Fig. G4

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



*Il sistema di regolamento Express II.* - Proseguono le attività volte ad attivare il nuovo sistema di liquidazione degli strumenti finanziari, gestito dalla Monte Titoli, articolato in una componente netta e in una lorda. I lavori coinvolgono gli intermediari, le loro associazioni di categoria, i mercati e le autorità. L'attuale pianificazione prevede che Express II sia attivo da ottobre 2003; corrispondentemente cesserà l'attività della Liquidazione dei titoli, gestita dalla Banca.

*Conclusa la fase progettuale, si stanno completando quelle di realizzazione e collaudo delle varie componenti della procedura, in collaborazione con tutti i soggetti interessati. La Banca segue l'attuazione delle specifiche regole di funzionamento del nuovo sistema di liquidazione avendo riguardo ai principi definiti nella cornice normativa delineata dal Provvedimento Banca d'Italia dell'8 settembre 2000.*

### ***I servizi di compensazione e garanzia***

Il numero dei partecipanti alla Cassa di compensazione e garanzia è rimasto invariato rispetto all'anno precedente; in linea con l'internazionalizzazione della piazza finanziaria italiana, sono aumentati i partecipanti in accesso remoto.

*Alla fine del 2002 gli aderenti alla Cassa erano 120, a seguito di 20 recessi e 20 nuove adesioni: si dividevano in 34 generali (33 nel 2001), 33 individuali (38) e 53 indiretti*

(49). Le banche italiane sono passate da 62 a 55, le SIM da 33 a 36, le imprese di investimento comunitarie da 12 a 17, le banche comunitarie da 4 a 7, gli agenti di cambio da 9 a 5. Gli aderenti in accesso remoto sono aumentati da 13 a 21.

Anche l'attività della Cassa di compensazione e garanzia è stata condizionata dal calo degli scambi su titoli azionari.

*A fronte della diminuzione dei controvalori negoziati sull'Idem (20 per cento), il numero delle posizioni aperte alla fine dell'anno era inferiore del 7,2 per cento rispetto a quello del 2001.*

*L'ammontare medio giornaliero dei margini iniziali è sceso da 1.030 milioni di euro del 2001 a 869 dello scorso anno (tav. aG 6). Rispetto ai margini iniziali dovuti, i partecipanti hanno versato garanzie per 1.220 milioni, di cui il 45 per cento in contante e il 55 in strumenti finanziari. La costituzione di garanzie in eccesso appare il riflesso di livelli di efficienza differenziati tra gli aderenti nella gestione dei flussi di tesoreria, ovvero della scelta, di alcuni di questi, di disporre presso la controparte centrale di attività prontamente utilizzabili per far fronte agli obblighi di costituzione dei margini.*

Nel luglio scorso la gamma dei prodotti sui quali si realizza l'interposizione della Cassa è stata ampliata con l'introduzione dei futures su singoli titoli azionari.

*Gli scambi su questi strumenti hanno rappresentato lo 0,6 per cento del totale delle contrattazioni sull'Idem. Nella prima fase sono state avviate le negoziazioni dei futures su Enel, ENI, Telecom Italia, Tim, e Unicredito Italiano; nel 2003 anche su Generali, STMicroelectronics, Banca Intesa, Capitalia e Fiat.*

Nella gestione del rischio di controparte, la Cassa ha mostrato un atteggiamento prudente, richiedendo ai propri partecipanti garanzie tali da coprire ampiamente la volatilità giornaliera degli strumenti finanziari garantiti. Nel 2002 la Cassa non ha mai avuto necessità di richiedere il pagamento di margini infragiornalieri.

*Relativamente al servizio di controparte centrale offerto sull'MTS, i criteri di determinazione dei margini sono stati definiti congiuntamente con Clearnet. La metodologia prevede il calcolo di margini iniziali ordinari - volti a coprire la perdita massima potenziale nell'ipotesi di liquidazione delle posizioni nello scenario tassi/prezzi ragionevolmente più sfavorevole - e di margini iniziali di mark-to-market, aventi la funzione di rivalutare giornalmente le posizioni ai prezzi di mercato.*

*I partecipanti generali possono compensare, ai fini della determinazione dei margini iniziali, le posizioni contrattuali di quelli indiretti. Le due controparti centrali - l'una aderente generale dell'altra - si scambiano i margini sulla base delle posizioni contrattuali nette dei rispettivi partecipanti.*

La Cassa di compensazione e garanzia, in collaborazione con la controllante Borsa Italiana spa, ha deliberato l'avvio del servizio di controparte centrale anche sul mercato azionario a pronti; l'intervento si inserisce in un contesto internazionale dove già diverse clearing house svolgono il ruolo di controparte centrale per le operazioni su strumenti finanziari non derivati, in particolare azionari.

*Con l'avvio del servizio, in analogia a quanto praticato dalle altre maggiori controparti centrali, la Cassa di compensazione e garanzia ha previsto, come ulteriore misura di controllo del rischio, la costituzione di un default fund per il comparto azionario; quest'ultimo, alimentato dai versamenti dei partecipanti diretti, sarà utilizzato qualora le garanzie versate da un intermediario insolvente siano insufficienti alla copertura delle perdite.*

Le consistenze dei Fondi di garanzia dei contratti e della liquidazione ammontavano a fine anno, rispettivamente, a 52,4 (52,2 nel 2001) e a 36,9 milioni di euro (43,3). Il Fondo di garanzia dei contratti nel 2002 è stato interessato dall'insolvenza di due agenti di cambio.

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

In Europa è proseguito l'impegno volto all'attuazione del piano d'azione per i servizi finanziari, al fine di pervenire a una maggiore armonizzazione delle normative nel settore dei mercati mobiliari.

Nel maggio del 2002 la Commissione europea ha avviato una consultazione pubblica sugli indirizzi da adottare in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. Nel mese di novembre ha presentato al Consiglio e al Parlamento la proposta di revisione della direttiva 93/22/CEE in materia di servizi di investimento.

In Italia le autorità hanno adottato provvedimenti volti a completare il quadro di riferimento delineato dal Testo unico della finanza (TUF) e ad adeguare taluni aspetti alla normativa comunitaria e all'evoluzione dei mercati finanziari. La Commissione finanze della Camera dei deputati ha proseguito i lavori relativi all'indagine parlamentare sullo stato di attuazione del TUF.

### ***Il quadro di riferimento comunitario***

*La proposta di revisione della direttiva 93/22/CEE in materia di servizi di investimento.* - La riforma della normativa tende ad aumentare la contendibilità dei servizi di negoziazione e a sviluppare le transazioni cross-border attraverso l'eliminazione delle situazioni di monopolio. Viene a tal fine rimossa la possibilità per gli Stati membri di prevedere che le contrattazioni sui titoli quotati avvengano solo nei mercati regolamentati (cosiddetta regola della concentrazione degli scambi), ponendo sullo stesso piano i diversi sistemi di esecuzione degli ordini.

*Secondo la proposta, le negoziazioni potranno effettuarsi in tre diversi ambiti: mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (multilateral trading facilities - MTF), banche e imprese di investimento. Quest'ultima modalità rappresenta la cosiddetta internazionalizzazione, vale a dire l'attività degli intermediari che compensano ordini di segno opposto dei clienti o si pongono come controparte di questi.*

Particolare enfasi è posta sulla tutela degli investitori, rimessa a specifici obblighi in materia di esecuzione degli ordini e di comunicazione sia delle condizioni contrattuali offerte sia delle operazioni concluse (rispettivamente, trasparenza pre e post-negoziale).

*Alla nozione di best execution viene attribuito il significato di migliore risultato possibile in termini non soltanto di prezzo, ma anche di costi, rapidità e probabilità di esecuzione.*

*Gli obblighi di trasparenza pre-negoziale sono i medesimi per i mercati regolamentati e gli MTF; per gli intermediari, sono limitati agli ordini su azioni liquide e negoziate nei mercati regolamentati, per i quantitativi ordinariamente richiesti dagli investitori al dettaglio.*

*La proposta di revisione circoscrive gli obblighi di trasparenza ai soli titoli azionari; è tuttavia previsto che, quattro anni dopo l'entrata in vigore della direttiva, la Commissione presenti una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio sulla possibile estensione a categorie di strumenti diversi dalle azioni.*

Nell'ambito del negoziato attualmente in corso in sede comunitaria, oggetto di particolare attenzione sono alcuni aspetti fondamentali del processo di formazione dei prezzi, quali un'adeguata trasparenza pre-negoziale, un effettivo ed equo accesso alle negoziazioni, la certezza per l'investitore di ottenere le migliori opportunità di negoziazione.

*La comunicazione della Commissione europea in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. - Il documento di consultazione diffuso dalla Commissione indicava due finalità prioritarie: rimozione dei fattori, di natura sia tecnica sia giuridica, da cui discendono costi e rischi eccessivi per gli intermediari che effettuano operazioni transfrontaliere; eliminazione dei vincoli all'effettiva concorrenza tra i fornitori dei servizi di post-trading.*

Le risposte fornite in esito alla consultazione hanno posto in risalto l'importanza di interventi volti a favorire l'armonizzazione del quadro normativo e l'individuazione delle attività di compensazione e regolamento sulla base di criteri funzionali, a prescindere dal fatto che l'attività sia svolta o meno da banche. L'intento è anche quello di individuare, in capo alle istituzioni il cui ruolo assuma rilevanza sistemica, profili di rischio da vigilare secondo specifiche discipline.

*La Convenzione dell'Aja sugli strumenti finanziari detenuti tramite intermediari. - Il quadro normativo comunitario dovrà essere modificato in relazione alla scelta, operata dalla Convenzione dell'Aja, di adottare per l'individuazione della legge applicabile agli strumenti finanziari detenuti tramite intermediario un criterio diverso da quello seguito dalle direttive 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria e 98/26/CE sulla definitività degli ordini di trasferimento immessi nei sistemi di pagamento e di regolamento titoli. La Convenzione stabilisce che le parti possono liberamente scegliere la legge che regola i diritti proprietari relativi a tali strumenti.*

*La libertà di scelta trova tuttavia un limite nel fatto che l'intermediario deve mantenere un ufficio, il quale svolga funzioni o altre attività regolari di custodia di strumenti finan-*

ziari, nello Stato la cui legge è stata scelta. Invece, in base al principio PRIMA (Place of the Relevant Intermediary Approach) finora adottato in ambito europeo, la legge applicabile è quella del luogo in cui è localizzato il conto in cui sono registrati i diritti sugli strumenti finanziari.

### ***L'attività normativa in Italia***

Nel corso del 2002 la Banca ha proceduto al completamento e all'aggiornamento della normativa in materia di mercati finanziari e strutture di supporto.

Nell'ottobre scorso è stata emanata, d'intesa con la Consob, la disciplina sulla compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari ai sensi degli articoli 68, 69, comma 2, e 70 del TUF. Il provvedimento introduce una disciplina unitaria di tutti i sistemi di garanzia e fornisce un supporto regolamentare all'introduzione del servizio di controparte centrale nei mercati a pronti.

La normativa si ispira a criteri volti ad assicurare la solidità giuridica dei sistemi, l'adozione di adeguate tecniche di presidio dei rischi, la previsione di norme di accesso non discriminatorie. In un contesto di integrazione fra mercati, vengono disciplinate le modalità atte a consentire i collegamenti internazionali tra controparti centrali.

*In concomitanza con l'emanazione della disciplina dei sistemi di garanzia, il Provvedimento Banca d'Italia 8 settembre 2000 è stato modificato per stabilire che le controparti centrali possono partecipare ai servizi di liquidazione soltanto in via diretta, al fine di rendere trasparente la concentrazione dei rischi di regolamento che si determina in capo a tali organismi.*

In materia di definitività degli ordini di trasferimento sono state stabilite, d'intesa con la Consob, le prescrizioni in base alle quali ciascun sistema di regolamento titoli deve fissare il momento di immissione degli ordini nel sistema, al fine di renderli vincolanti e opponibili ai terzi anche nel caso di apertura di una procedura d'insolvenza nei confronti di un partecipante (Provvedimento Banca d'Italia 30 settembre 2002). È stato previsto che gli ordini di trasferimento siano considerati immessi, e quindi definitivi, non prima che ricorrano le due condizioni della sottrazione delle operazioni alla disponibilità delle parti (irrevocabilità) e della imputazione delle operazioni in capo ai soggetti liquidatori. Per i sistemi a controparte centrale, la definitività decorre dal momento, immediatamente successivo alla negoziazione, in cui la clearing house assume in proprio la posizione contrattuale da regolare.

*Con Provvedimento 10 dicembre 2002 la Banca ha designato, d'intesa con la Consob, il sistema gestito dalla Cassa di compensazione e garanzia, al fine di assicurare la definitività a tutte le operazioni immesse, siano esse concluse sui mercati derivati o a pronti.*

L'avvio del servizio di controparte centrale sull'MTS ha richiesto la definizione di un *Memorandum of Understanding* fra la Banca, la Consob e le autorità francesi competenti per la vigilanza su Clearnet.

Il Regolamento in materia di mercati, emanato dalla Consob d'intesa con la Banca (delibera n. 11768/98), è stato modificato sia nella parte relativa alla disciplina delle insolvenze di mercato, per tenere conto della presenza della controparte centrale sui mercati regolamentati a pronti, sia in quella relativa alla gestione accentrata, con riferimento alla dematerializzazione e all'accentramento delle quote o azioni di OICR.

In relazione all'ammissione a negoziazione sul mercato di borsa di nuovi strumenti finanziari (certificates, quote o azioni di OICR), è stato modificato, d'intesa con la Consob, il Provvedimento Banca d'Italia 16 giugno 1999, concernente la disciplina del Fondo di garanzia della liquidazione, in modo da includere anche tali strumenti finanziari nell'ambito della copertura offerta.

### ***La vigilanza sulle società di gestione***

La vigilanza sulle società di gestione dei mercati e delle strutture di supporto ha beneficiato della razionalizzazione dei flussi informativi conseguente all'emanazione delle Istruzioni di vigilanza.

Gli incontri con gli esponenti aziendali hanno continuato a rappresentare un utile strumento di intervento per l'approfondimento dei vari profili della gestione, tra cui gli aspetti organizzativi e informatici, la qualità dei controlli interni, gli accordi di cooperazione con soggetti esteri.

*Una specifica attenzione è stata dedicata al tema della continuità operativa dei sistemi al fine di valutare la capacità di reagire efficacemente a eventi critici improvvisi. Sono stati esaminati gli scenari di rischio, i piani di emergenza e di continuità di servizio, i rapporti con i fornitori esterni e la sistematicità delle verifiche periodiche.*

Nell'ambito dell'attività di analisi delle strutture della piazza finanziaria italiana, è stata oggetto di esame l'evoluzione della gestione, con particolare riguardo ai progetti di ampliamento dell'ambito di operatività e della tipologia di servizi offerti.

*Alla fine del 2002 le società della piazza finanziaria - includendo in tale definizione i gruppi MTS e Borsa Italiana, nonché l'e-MID spa - avevano 459 dipendenti (424 nel 2001). Il livello del loro patrimonio netto, pari a 301 milioni di euro, ha positivamente risentito soprattutto degli effetti dell'acquisizione di EuroMTS da parte di MTS spa e di Monte Titoli spa da parte di Borsa Italiana spa e, in minor misura, della destinazione a capitale di utili non distribuiti.*

*I ricavi dell'attività tipica posta in essere dalle società della piazza sono cresciuti nel 2002 del 6,7 per cento, raggiungendo i 242 milioni di euro. La quota relativa alla diffusione dell'informativa di mercato è stata pari al 15 per cento del totale (14 nel 2001); quella generata da prestazioni in favore degli emittenti (quotazione e gestione accentrata di eventi societari) si è attestata al 12 per cento (15 nel 2001), mentre quella rappresentata dai servizi resi agli intermediari ha raggiunto il 73 per cento (71). Nell'ambito di questi ultimi, l'attività di negoziazione svolta sui mercati ha avuto un peso del 73 per cento (77 nel 2001), i servizi di compensazione, garanzia e regolamento in strumenti finanziari del 27 per cento (23).*

*Il valore aggiunto delle società della piazza finanziaria - calcolato come differenza tra il totale dei ricavi e i costi per acquisto di beni e servizi - si è attestato a 118 milioni di euro (115 nel 2001). L'utile netto di bilancio è sceso da 46,7 a 40 milioni di euro.*

È proseguita, nel corso del 2002, l'attività della Banca finalizzata a verificare la conformità delle modifiche alle regole di funzionamento dei mercati e delle strutture di supporto alle previsioni del quadro normativo nazionale e comunitario, avendo specifico riguardo all'obiettivo di garantire l'efficienza, l'ordinato funzionamento e la stabilità dei sistemi.

*Sono stati resi al Ministero dell'Economia e delle finanze pareri riguardanti il regolamento dell'MTS, di BondVision, nonché lo statuto della società di gestione. Le tematiche affrontate hanno riguardato, fra l'altro, il regime della legge applicabile ai contratti conclusi sui mercati e l'accesso alle negoziazioni di autorità monetarie, banche centrali, enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico e altri enti nazionali che svolgono funzioni analoghe. Su quest'ultimo aspetto il Ministero dell'Economia e delle finanze ha emanato un decreto, sul quale la Banca ha reso il parere di competenza.*

*Sono stati inoltre forniti alla Consob pareri su tematiche riguardanti il regolamento del MTS/Corporate e la chiusura del MIF.*

Nello scorso mese di dicembre la Banca, d'intesa con la Consob, ha approvato il regolamento operativo del sistema di garanzia a controparte centrale introdotto dalla Cassa di compensazione e garanzia sull'MTS (cfr. il capitolo: *La sorveglianza sugli scambi*).

L'attività di istruttoria delle istanze di adesione ai mercati italiani di intermediari non residenti è stata particolarmente intensa per l'elevato numero di richieste presentate da società estere, circa 90 complessivamente, per tutti i mercati vigilati. Ove previsto (oltre 50 casi), sono stati attivati i canali informativi con le competenti autorità dei paesi interessati.