

G – LA SUPERVISIONE SUI MERCATI

In questo capitolo si dà conto dell'attività di supervisione svolta dalla Banca d'Italia in attuazione della Parte III del Testo unico della finanza.

In Europa le strutture di negoziazione, regolamento e compensazione hanno continuato nel 2003 a perseguire assetti più efficienti e competitivi attraverso l'innovazione dei processi, l'ampliamento della gamma dei servizi, la ricerca di una crescita dimensionale. La concorrenza dal lato dell'offerta ha stimolato nuove alleanze tra le società del settore.

Anche nel nostro paese i gestori delle infrastrutture dei mercati hanno attuato iniziative volte a migliorare la loro posizione nel contesto internazionale; si sono adoperati per realizzare un più efficiente impiego delle risorse; hanno reso maggiormente funzionali sistemi e procedure.

Per la piazza finanziaria italiana il 2003 è stato un anno di importanti realizzazioni. Nel mese di maggio è stato esteso ai mercati azionari a pronti il servizio di controparte centrale, in precedenza attivo nel solo comparto dei derivati. A dicembre ha iniziato a operare il sistema di regolamento Express II che, nel gennaio scorso, ha sostituito la Liquidazione dei titoli gestita dalla Banca d'Italia; si è così completata la privatizzazione delle strutture dei mercati.

La crescita dimensionale delle strutture, la maggiore complessità dei sistemi, l'aumentata operatività cross-border chiamano le autorità ad accompagnare lo sviluppo dei mercati in condizioni di stabilità ed efficienza e a ricercare approcci coordinati e metodologie comuni.

Nei maggiori paesi sono in via di avanzata definizione iniziative per rafforzare la capacità dei sistemi finanziari di fronteggiare situazioni di emergenza dovute a eventi disastrosi.

Negli Stati Uniti un gruppo di studio costituito per iniziativa della Federal Reserve e composto da esponenti del settore privato ha pubblicato, nel gennaio scorso, nove raccomandazioni sulla continuità di servizio per le attività di regolamento e compensazione. In altri paesi sono in corso di elaborazione, da parte delle autorità, le linee guida a cui i ge-

stori delle infrastrutture di mercato e i principali operatori devono attenersi in situazioni di crisi. In Italia ha iniziato le attività un gruppo di lavoro composto da autorità, banche e altri intermediari finanziari, società di gestione dei sistemi di pagamento, regolamento e compensazione, società di gestione dei mercati. Il gruppo ha il compito di coordinare le iniziative finalizzate ad assicurare la continuità operativa, in condizioni di emergenza, delle funzioni “vitali” del sistema finanziario.

Nell’ambito dell’attività delle banche centrali del Gruppo dei Dieci il Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) ha istituito un gruppo di lavoro per la ricognizione di assetti e prassi della funzione di sorveglianza sui sistemi di pagamento e di regolamento. Altro aspetto ritenuto meritevole di attenzione è il contenimento dei rischi assunti dalle controparti centrali: tale profilo viene esaminato congiuntamente con l’International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

La definizione della normativa europea dei mercati dei capitali ha registrato un’accelerazione, portando al conseguimento di risultati rilevanti nel cammino tracciato dal Piano d’azione per i servizi finanziari. Il 30 aprile scorso è entrata in vigore la direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari e nel corrente mese di maggio quella concernente le offerte pubbliche di acquisto. Nel novembre del 2003 era stata promulgata la direttiva relativa al prospetto informativo.

La Commissione europea ha diffuso nell’aprile scorso una comunicazione che propone, fra l’altro, una direttiva quadro sui requisiti comuni per lo svolgimento dei servizi di clearing e settlement. Il documento tiene conto dell’attività che viene svolta in tale campo dal gruppo di lavoro costituito congiuntamente tra il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e il Committee of European Securities Regulators (CESR), con il compito di elaborare standard comuni per le istituzioni che forniscono servizi di clearing e di settlement in Europa.

Nel nostro paese il funzionamento delle strutture di trading e post-trading viene costantemente seguito dalle autorità al fine di contenere i rischi di natura sistemica e favorire l’efficienza. L’attività di analisi ha continuato a trarre alimento dai flussi informativi forniti dalle società vigilate. Gli interventi hanno avuto come oggetto la coerenza dei comportamenti con il quadro normativo, la funzionalità delle procedure, l’adeguatezza dell’impianto organizzativo, l’efficacia del sistema dei controlli interni.

L’azione delle autorità è stata altresì volta a vigilare sulla realizzazione dei progetti di ampliamento dell’operatività predisposti dalle strutture di mercato. La Banca d’Italia, in coordinamento con la Consob, ha verificato la coerenza di tali iniziative con gli standard diffusi in ambito internazionale e la loro condivisione da parte degli utenti.

LA SORVEGLIANZA SUGLI SCAMBI

Sui principali mercati finanziari europei gli scambi sono risultati nel 2003 leggermente inferiori a quelli dell'anno precedente, nonostante un significativo rafforzamento della domanda di azioni e di obbligazioni private. Sono cresciuti i volumi trattati sui mercati monetario e degli strumenti derivati.

Dopo la significativa flessione del 2002, le contrattazioni sulle principali borse europee sono rimaste su volumi contenuti. A fronte degli incrementi di Madrid (12 per cento) e Londra (3), si sono registrate contrazioni su Deutsche Börse (- 5) ed Euronext (- 13). In un contesto di generale incremento degli scambi in prodotti derivati su strumenti finanziari le principali borse europee hanno evidenziato una crescita superiore al 50 per cento dei contratti sui tassi di interesse. In Italia il mercato azionario a pronti ha segnato un aumento del controvalore degli scambi intorno al 7 per cento; si è ridotto di oltre il 17 per cento quello in strumenti derivati, principalmente a causa dell'aumentata concorrenza del contratto sull'indice Eurostoxx quotato a Francoforte.

È cresciuta la concorrenza tra le strutture di trading nell'offerta di nuovi prodotti e servizi. Nel comparto degli strumenti derivati l'attività degli operatori di maggiori dimensioni tende a concentrarsi su alcuni mercati di riferimento.

Al fine di consolidare ulteriormente il suo primato nei prodotti derivati, Eurex ha avviato un'aggressiva politica commerciale sui derivati su titoli azionari europei e ha iniziato a operare negli Stati Uniti. Euronext, che ha assorbito il Liffe, mantiene una posizione di preminenza nei contratti sui tassi di interesse a breve termine.

Le società-mercato italiane hanno rafforzato la loro posizione competitiva sullo scenario internazionale, attuando strategie volte da un lato a migliorare l'integrazione con le altre componenti della filiera produttiva, dall'altro a conseguire economie di scala grazie all'offerta di nuovi servizi e mediante l'utilizzo più efficiente delle risorse disponibili.

La Borsa italiana spa ha fatto ricorso, anche nelle contrattazioni azionarie a pronti, al servizio di controparte centrale offerto dalla Cassa di compensazione e garanzia. In collaborazione con Standard & Poor's è stato lanciato un nuovo indice di riferimento per il comparto azionario italiano.

La MTS spa ha ulteriormente ampliato il novero dei mercati facenti capo al suo gruppo, con l'introduzione di circuiti di negoziazione sui titoli

di Austria, Grecia e Danimarca; dopo un nuovo tentativo di rilancio, è stato definitivamente chiuso il mercato asiatico MTS/Japan. Al fine di rafforzare la sua leadership nelle contrattazioni di titoli di Stato e favorire l'integrazione del mercato europeo del reddito fisso la società ha avviato nuove piattaforme di scambio e ha iniziato la diffusione, in collaborazione con Euronext, dei nuovi indici obbligazionari su EuroMTS.

MTS/Finland e MTS/Portugal sono stati dotati di una nuova funzionalità volta a consentire operazioni di concambio sui titoli di Stato; tale modalità tecnica è stata avviata nel corrente mese di maggio per le analoghe operazioni del Ministero dell'Economia e delle finanze italiano. Ha iniziato l'attività il circuito NewEuroMTS, sul quale sono scambiati titoli in euro emessi dai nuovi paesi membri dell'Unione europea; sulla piattaforma londinese EuroMTS è stato introdotto un segmento dedicato alla quotazione, in parallelo con i diversi mercati nazionali, dei titoli a breve termine. L'accordo di accesso reciproco tra MTS/Belgium, MTS/Finland e MTS/Denmark rende gli operatori di ciascun mercato dealer anche sugli altri.

L'indice obbligazionario EuroMTS, lanciato nel maggio dello scorso anno, è calcolato sulla base dei migliori prezzi rilevati in tempo reale sui titoli di Stato denominati in euro. Oltre a fornire alla comunità finanziaria un'indicazione sintetica dell'andamento dei titoli di Stato dell'area dell'euro, permetterà di realizzare prodotti collegati all'andamento del comparto del reddito fisso, quali exchange traded funds e strumenti derivati.

Nello scorso mese di ottobre ha iniziato a operare il nuovo mercato regolamentato di strumenti finanziari Tlx, che trae origine dall'omonimo circuito di scambi organizzati.

Il mercato, gestito dalla Tlx spa, si affianca a quelli facenti capo a Borsa italiana spa e a MTS spa, ampliando la gamma dei servizi di negoziazione nella piazza italiana. Su di esso è possibile scambiare titoli di Stato italiani ed europei, obbligazioni emesse da società private e istituzioni sovranazionali, titoli derivanti da cartolarizzazioni, covered warrants. La Tlx spa gestisce inoltre un sistema di scambi organizzati denominato EuroTlx, sul quale sono quotate prevalentemente euroobbligazioni e azioni estere.

L'e-MID spa ha proseguito nell'ampliamento della partecipazione degli operatori esteri alla sua piattaforma per la negoziazione telematica di fondi monetari e di swap su tassi di interesse overnight. La riduzione dei costi per gli utenti, l'adesione di un numero crescente di intermediari di dimensione medio-piccola, nonché l'integrazione del circuito anche con sistemi di pagamento di altri paesi europei rappresentano le principali linee di sviluppo della società di gestione. È stato avviato, in collaborazione con la SIA, il potenziamento delle funzionalità offerte dalla piattaforma.

È stato ampliato l'oggetto sociale dell'e-MID spa al fine di accrescere i servizi offerti in campo tecnologico e informativo; gli assetti di governo societario sono stati allineati a quelli previsti per i mercati regolamentati. Sono state modificate le regole del mercato

al fine di accrescere la flessibilità delle modalità di negoziazione utilizzate dai singoli aderenti, introducendo la possibilità di regolare anche in modo non automatico i contratti conclusi e l'opzione per accettare manualmente le offerte di fondi.

Il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato

Il comparto a pronti. - Nel 2003 i volumi trattati nel comparto a pronti dell'MTS sono leggermente diminuiti. La flessione delle negoziazioni sui titoli a reddito fisso è stata in gran parte compensata da un ulteriore incremento degli scambi su quelli indicizzati e a breve termine. L'incertezza del quadro macroeconomico e le tensioni internazionali hanno favorito i titoli con bassa durata finanziaria come forma di impiego temporaneo della liquidità; il differenziale denaro-lettera particolarmente contenuto li ha resi strumenti adatti anche per l'assunzione di posizioni infragiornaliere (tav. aG1).

Il volume medio giornaliero degli scambi è stato pari a 8.400 milioni di euro, inferiore del 2 per cento a quello dell'anno precedente. I BTP hanno rappresentato il 54 per cento del totale (60 nel 2002), i BOT l'8 per cento (7 lo scorso anno); i CCT e i CTZ hanno fatto registrare gli incrementi più significativi, passando, rispettivamente, dal 25 al 28 per cento e dal 6 al 9 per cento.

A settembre il Ministero dell'Economia e delle finanze ha introdotto un nuovo titolo indicizzato all'inflazione europea, i cui scambi nell'ultimo trimestre dell'anno hanno raggiunto un volume medio giornaliero leggermente inferiore a 30 milioni di euro. Nel primo trimestre del 2004, a tale titolo quinquennale si è affiancato uno decennale, emesso per rispondere al forte interesse mostrato dagli investitori istituzionali per questa tipologia di strumento.

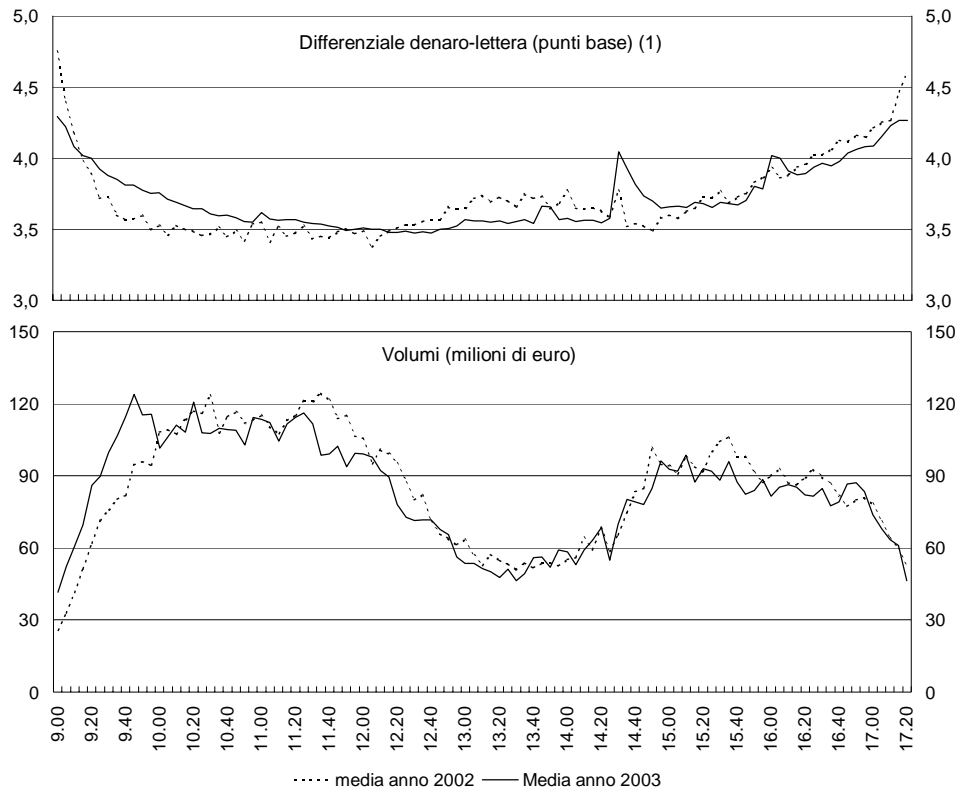
Si è ridotta la concentrazione degli scambi sui singoli strumenti finanziari: la quota delle negoziazioni sui cinque e sui dieci titoli più trattati è stata pari, rispettivamente, al 22 e al 35 per cento, contro il 28 e 40 dello scorso anno. Gli scambi regolati attraverso la controparte centrale hanno raggiunto, nell'ultimo trimestre dell'anno, l'11 per cento del totale; aderiscono al servizio in via remota nove intermediari esteri che sono membri di Clearnet (erano sei all'avvio del servizio il 16 dicembre 2002).

Nel corso del 2003 l'attività di contrattazione nei giorni precedenti l'emissione (grey market) è tornata a crescere. Si conferma la propensione degli operatori a utilizzare questo segmento di mercato come complemento delle strategie di investimento perseguite in sede d'asta.

Il volume totale degli scambi è ammontato a oltre 37.900 milioni di euro (31.800 nel 2002). Le negoziazioni hanno continuato a concentrarsi nell'ultimo giorno di contrattazione, coincidente con quello d'asta. I prezzi sono stati in genere leggermente inferiori a quelli di emissione soprattutto nelle aste sui BTP e sui CTZ, ma il fenomeno quest'anno ha riguardato in diversi casi anche il comparto dei BOT.

Fig. G1

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



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

Il differenziale medio denaro-lettera sul mercato è stato pari a 3,7 centesimi di prezzo, in linea con quanto registrato lo scorso anno (fig. G1). Si è accentuata la tendenza degli operatori principali a modificare le condizioni di offerta dei titoli in prossimità della diffusione di dati economici statunitensi.

L'uscita di intermediari di piccole dimensioni e gli interventi di razionalizzazione nella partecipazione al mercato da parte dei gruppi bancari hanno continuato a ridurre il numero degli operatori; gli aderenti in accesso remoto sono invece aumentati e hanno accresciuto il loro peso sui volumi scambiati. Le quote di mercato degli intermediari di maggiori dimensioni non sono state influenzate significativamente dalla riduzione del numero delle controparti; è aumentata, invece, la percentuale delle negoziazioni effettuate dagli operatori principali.

Gli aderenti sono diminuiti nel corso dell'anno da 153 a 141; gli intermediari in accesso remoto sono passati da 36 a 38 e la loro quota di mercato è salita dal 38 al 48 per cento. Gli operatori principali sono aumentati di una unità, portandosi a 33 (di cui

21 esteri) e hanno negoziato oltre il 93 per cento del volume totale (90 nel 2002). I primi cinque operatori principali hanno intermediato il 39 per cento degli scambi (42 nel 2002), i primi dieci il 63 per cento (62).

Si è ulteriormente accresciuto il contributo all'efficienza e alla liquidità del mercato fornito dagli operatori specialisti in titoli di Stato: i differenziali denaro-lettera da questi quotati sono stati in media inferiori a quelli praticati dagli altri operatori principali. Anche nel 2003 gli specialisti italiani sono risultati i più attivi sul mercato per volume di contrattazioni e per numero di titoli quotati e scambiati; si è inoltre registrato un miglioramento delle performance degli specialisti esteri.

La graduatoria relativa al contributo all'efficienza del mercato - redatta dalla Banca d'Italia nell'ambito della valutazione degli specialisti in titoli di Stato effettuata dal Ministero dell'Economia e delle finanze - ha segnalato anche nel 2003 un progresso nei comportamenti degli intermediari esteri. Il contributo maggiore alla liquidità degli scambi continua a essere fornito dalle banche italiane di maggiori dimensioni, che riescono a quotare un numero molto ampio di titoli con differenziali denaro-lettera particolarmente contenuti. La revisione dei criteri di valutazione degli operatori specialisti per il biennio 2004-05 operata dal Ministero ha accresciuto il peso assegnato agli aspetti qualitativi e ha introdotto penalizzazioni per comportamenti contrastanti con l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

L'aggiornamento della piattaforma telematica del mercato, da completare entro la prima metà del 2005, è iniziato con il rilascio in produzione di una nuova configurazione del sistema centrale che ha accresciuto la capacità elaborativa di oltre il 30 per cento, in linea con le esigenze di gestione dei picchi di operatività manifestatesi negli ultimi anni.

Il comparto dei pronti contro termine – Nel 2003 il comparto pronti contro termine dell'MTS è cresciuto del 14 per cento rispetto all'anno precedente, a fronte del maggiore utilizzo di queste operazioni nelle attività di gestione della tesoreria e di prestito titoli degli intermediari. Il fenomeno, già riscontrato negli anni precedenti, è stato osservato anche in Europa, dove si è registrato un ulteriore incremento delle negoziazioni sulle piattaforme elettroniche rispetto al tradizionale canale over-the-counter. L'attività sul mercato italiano è rimasta concentrata sulle scadenze più brevi (tav. aG2).

Gli scambi medi giornalieri sono stati pari a 48.900 milioni di euro, con punte vicine a 65.000 nei mesi di giugno e settembre (43.000 nel 2002). Nel primo trimestre del 2004 i volumi sono ulteriormente cresciuti, facendo registrare una media di 56.200 milioni. Le scadenze spot-next e tom-next hanno rappresentato, rispettivamente, il 75 e il 23 per cento delle transazioni (71 e 27 nel 2002).

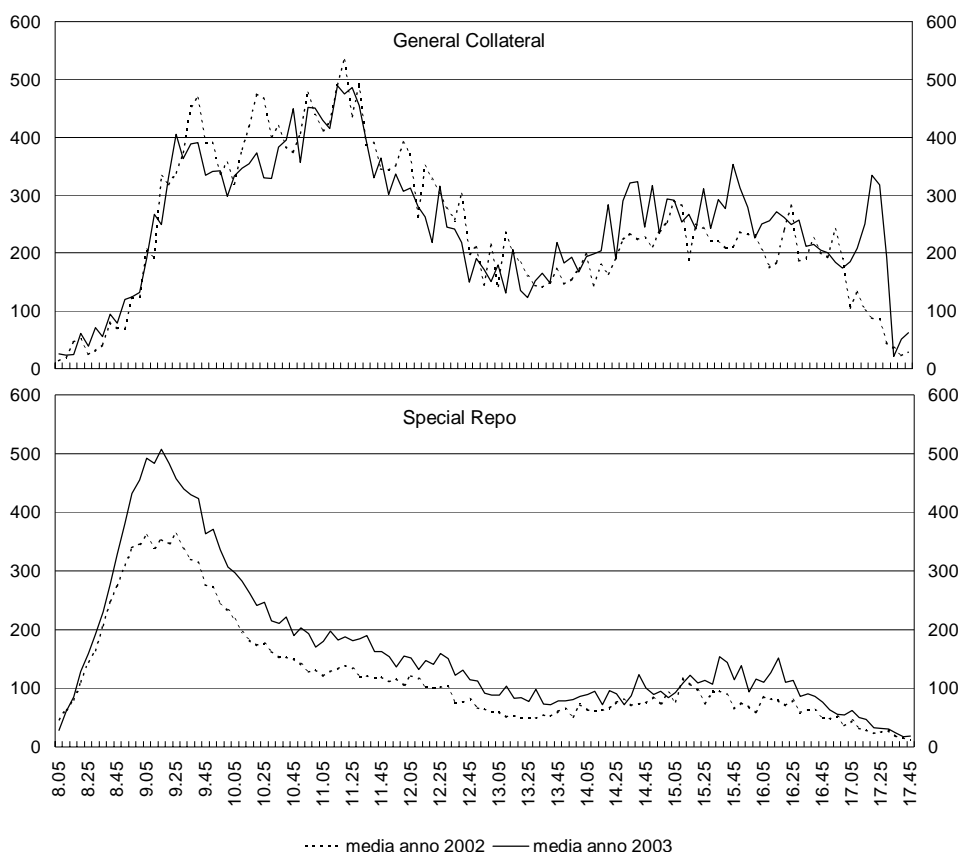
In Europa il mercato dei pronti contro termine è aumentato del 22 per cento nel 2003. L'analisi della correlazione tra il tasso sulla scadenza tom-next del segmento general collateral del comparto pronti contro termine dell'MTS e l'analogo tasso Eurepo ha confermato l'elevato grado di integrazione raggiunto dal mercato monetario dell'euro.

La quota degli scambi effettuati tramite la controparte centrale è risultata ancora piuttosto contenuta (4 per cento del totale nell'ultimo trimestre del 2003); rimane limitato il numero degli intermediari che, avvalendosi dell'opzione offerta dal mercato, hanno deciso di far ricorso a questa modalità di contrattazione. Il prossimo utilizzo del servizio da parte dei principali operatori italiani farà crescere sensibilmente tale quota e potrà determinare una più elevata incidenza delle scadenze più lunghe.

Il comparto general collateral ha registrato un incremento del 4 per cento dopo la forte crescita dello scorso anno. Si conferma una preferenza degli operatori per questo strumento rispetto ai depositi monetari come forma di impiego della liquidità per le scadenze diverse dall'overnight. La distribuzione infragiornaliera delle contrattazioni mostra un andamento molto simile a quello che si registra sull'e-MID (fig. G2).

Fig. G2

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



Il differenziale tra tassi e-MID e general collateral cresce all'aumentare della durata del contratto: nel 2003 è stato di 0,4 punti base per il tom-next, 1,7 per lo spot-next e 6 per la scadenza a un mese.

Le contrattazioni sul segmento special repo sono notevolmente cresciute rispetto all'anno precedente (33 per cento), a dimostrazione di un maggiore utilizzo dello strumento per la copertura delle posizioni assunte sul mercato a pronti. L'aumento di tale attività si è riscontrato maggiormente nelle prime ore della giornata (fig. G2). Il tasso special repo ha segnalato efficacemente le tensioni sul mercato secondario, spesso dovute alla rarefazione di determinati titoli e alla scarsa propensione degli investitori istituzionali a prestarli.

Difficoltà a reperire singoli strumenti finanziari si sono presentate in occasione di nuove emissioni e in alcune operazioni di concambio, in particolare quella effettuata nel mese di settembre. L'episodio, conclusosi con un'emissione temporanea da parte del Tesoro, ha confermato lo scarso contributo fornito dagli investitori istituzionali al mercato del prestito dei titoli, nonostante l'ampio e diversificato portafoglio di cui essi dispongono.

L'avvio di Express II ha permesso un allungamento degli orari di negoziazione per i contratti con regolamento nello stesso giorno, consentendo l'utilizzo del mercato regolamentato dei pronti contro termine per la sistemazione delle posizioni scoperte nel sistema di regolamento (cfr. il capitolo: *I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia*).

Dal 26 gennaio 2004 il termine per le contrattazioni sulla scadenza overnight sull'MTS è stato esteso dalle ore 9,15 alle 14,45. Da quella data, le negoziazioni sono cresciute, facendo registrare una media giornaliera pari a 265 milioni di euro (45 nel 2003). I volumi risultano ripartiti in maniera pressoché equivalente tra il segmento general collateral e quello special repo; la distribuzione infragiornaliera dei contratti mostra una maggiore concentrazione di attività nelle fasce orarie che vanno dalle 9 alle 13.

Il mercato BondVision. – Il mercato regolamentato dedicato agli investitori istituzionali continua a evidenziare una fase di forte espansione. Rispetto al 2002 si è registrato un aumento dei volumi scambiati (74 per cento) e del numero degli aderenti (61 per cento). Sono significativamente cresciuti gli scambi sui titoli di Stato non italiani e su quelli non governativi, grazie anche all'ampliamento dei titoli quotati sul circuito.

La media giornaliera dei volumi negoziati è stata pari a 680 milioni di euro (390 nel 2002): il 37 per cento è rappresentato da BTP (45 nel 2002), il 19 da CCT (18) e il 31 per cento da titoli degli altri paesi dell'area dell'euro (25). Alla fine del 2003 erano presenti 159 operatori rispetto ai 99 dell'anno precedente: l'incremento ha riguardato quasi esclusivamente gli investitori istituzionali, mentre i market maker sono passati da 23 a 29. Gli operatori in accesso remoto sono aumentati da 61 a 111. Sui primi 5 operatori principali si è concentrato il 51 per cento delle negoziazioni; il volume scambiato sui dieci titoli maggiormente trattati è stato pari al 27 per cento del totale.

Altri segmenti del mercato obbligazionario

L'EuroMTS e gli altri MTS nazionali. – È proseguita la flessione degli scambi a pronti dei titoli di Stato sul circuito EuroMTS, in particolare sui comparti italiano, tedesco e francese; più stabili, e in qualche caso in leggero progresso, le negoziazioni sui titoli dei paesi europei di minori dimensioni, entrati più recentemente nel listino. Dal marzo scorso sono stati quotati, su un apposito segmento di mercato, anche i titoli a breve termine emessi dai principali emittenti sovrani dell'area dell'euro.

I volumi medi giornalieri a pronti sono scesi a 2.400 milioni di euro, contro i 2.900 dello scorso anno. I titoli italiani hanno rappresentato il 17 per cento del totale degli scambi (28 nel 2002). La quota complessiva dei titoli italiani, tedeschi, francesi e spagnoli è passata dal 64 per cento del 2002 al 54 del 2003. Le negoziazioni su strumenti finanziari emessi da altri paesi dell'area dell'euro sono invece aumentate in termini assoluti e relativi.

Della riduzione dell'attività riscontrata su EuroMTS sembrano in parte aver beneficiato i circuiti nazionali dell'area dell'euro operanti sulla piattaforma dell'MTS, che hanno fatto registrare un aumento nei volumi medi. Gli incrementi più rilevanti si sono avuti su MTS/Deutschland, che da divisione di EuroMTS quest'anno si è trasformato in un mercato indipendente; MTS/Finland ha introdotto la procedura di concambio per consentire il riacquisto dei titoli da parte del Tesoro; MTS/Portugal si è dotato di un segmento per lo scambio dei titoli a breve termine; anche MTS/Spain ha creato un comparto a breve termine e ha iniziato a negoziare i pronti contro termine. Le nuove piattaforme austriaca, greca e danese hanno avuto un avvio positivo quanto a volumi scambiati.

Su MTS/Deutschland i volumi medi giornalieri sono cresciuti di quasi il 40 per cento, da 630 a oltre 870 milioni di euro, grazie soprattutto alle componenti a breve termine; MTS/Finland è aumentato da 160 a 215 milioni di euro; MTS/Portugal e MTS/Spain hanno registrato incrementi, rispettivamente, del 17 e 21 per cento, con volumi di oltre 500 e 750 milioni di euro. I nuovi mercati dell'area dell'euro, MTS/Austria e MTS/Greece, hanno realizzato volumi di 115 e 220 milioni di euro, mentre MTS/Denmark ha superato i 500 milioni di euro, con scambi denominati in corone. Più contenute le contrattazioni su NewEuroMTS (circa 26 milioni di euro).

Il mercato dei titoli non governativi. - Le negoziazioni sulle obbligazioni non governative avvengono prevalentemente su base bilaterale o su circuiti di scambio diversi da quelli regolamentati, dove gli intermediari responsabili del collocamento svolgono, nella gran parte dei casi, direttamente il ruolo di dealer. Il ridotto ammontare delle singole emissioni rende di norma tali strumenti poco liquidi e non idonei alle negoziazioni all'ingrosso. Le contrattazioni nei mercati gestiti dal gruppo MTS continuano pertanto a rimanere modeste sull'MTS/Corporate e risultano in flessione su Eurocredit/MTS.

I 6 nuovi titoli derivanti dalle cartolarizzazioni dei crediti e dei proventi pubblici hanno ampliato il novero degli strumenti quotati sull'MTS/Corporate. Nel corso del 2003 la media giornaliera degli scambi è risultata pari a 93 milioni di euro (97 nel 2002), quasi interamente concentrati sui titoli emessi dalla Banca europea degli investimenti. I volumi sui titoli non governativi dei circuiti gestiti da EuroMTS sono diminuiti da 1.800 a 1.470 milioni di euro.

L'attività over-the-counter. – L'esame dei dati sull'attività in titoli di Stato italiani effettuata dagli operatori principali dell'MTS sul mercato over-the-counter (OTC) ha evidenziato nel corso del 2003 un aumento del 6 per cento del volume delle transazioni rispetto all'anno precedente. La domanda di strumenti liquidi ha accresciuto le negoziazioni sui titoli a breve termine e su quelli indicizzati. Per le transazioni OTC continua a essere utilizzato prevalentemente il canale telefonico, anche se il ricorso a sistemi elettronici è risultato in crescita, soprattutto da parte di alcuni intermediari nazionali.

L'analisi è stata condotta su un campione di 17 intermediari (10 residenti in Italia) la cui attività rappresenta oltre il 60 per cento di quella svolta sull'MTS dagli operatori principali. Sul mercato OTC, gli operatori appartenenti al campione hanno effettuato il 42 per cento della loro attività complessiva, concentrando le negoziazioni nel comparto dei BTP (63 per cento); i CCT e i BOT/CTZ hanno rappresentato rispettivamente il 20 e 17 per cento. Le contrattazioni OTC si sono svolte per due terzi fra intermediari e per un terzo con investitori istituzionali: la quota negoziata con questi ultimi è più elevata per gli operatori italiani rispetto a quelli esteri. L'utilizzo del canale telefonico è diminuito dal 76 al 72 per cento; i 3 intermediari italiani del campione che si avvalgono di circuiti elettronici per l'attività OTC hanno più che raddoppiato nel 2003 gli scambi conclusi attraverso tale modalità di negoziazione. È proseguita la tendenza alla concentrazione sul mercato regolamentato dei contratti pronti contro termine su titoli di Stato italiani, con un'ulteriore riduzione della quota degli scambi OTC degli operatori del campione (24 dal 28 per cento). Le transazioni con durata inferiore alla settimana sono state pari al 79 per cento del totale, quelle con scadenza fino a un mese all'11, quelle fino a tre mesi al 6 e quelle oltre tre mesi al 4. Per quanto riguarda l'attività OTC degli operatori nazionali, è diminuita la quota delle transazioni in titoli di Stato italiani (dal 72 al 68 per cento) e in titoli non governativi (dal 15 al 13 per cento), a vantaggio di quella in altri titoli di Stato dell'area dell'euro (dal 13 al 19 per cento).

Il mercato interbancario dei depositi (e-MID)

Nel 2003 il mercato dei depositi scambiati sulla piattaforma elettronica e-MID ha registrato una crescita del 5 per cento, in larga parte attribuibile ai prodotti denominati in dollari. La partecipazione di nuovi operatori esteri ha favorito la concentrazione degli scambi sul segmento *large deal*, preferito dagli intermediari di maggiori dimensioni per la possibilità di negoziare un lotto minimo di importo più elevato (tav. aG3).

I volumi medi giornalieri del comparto in euro si sono attestati a 17.800 milioni di euro (17.600 l'anno precedente); quelli sull'overnight hanno rappresentato l'86 per cento

del totale (80 nel 2002); nel comparto in dollari sono passati da 600 a 1.400 milioni di dollari. Nel primo trimestre del 2004 si è registrata una significativa crescita: è stata raggiunta una media di 18.400 milioni per il comparto in euro e di 1.500 per quello in dollari.

Il segmento large deal ha rappresentato il 38 per cento del comparto in euro sulle quattro scadenze trattate (29 per cento nel 2002). I volumi medi giornalieri sono ammontati a 6.500 milioni di euro, in crescita del 34 per cento rispetto al 2002; l'attività degli operatori esteri ha rappresentato oltre il 64 per cento di quella complessiva.

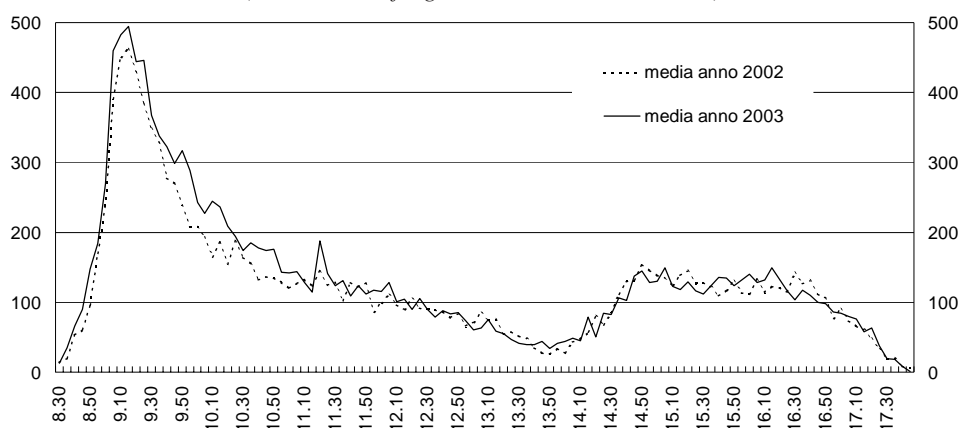
La variabilità del tasso overnight è stata contenuta nei periodi in cui non erano attese decisioni della Banca centrale europea sui tassi di riferimento. Episodi di maggiore volatilità si sono verificati in concomitanza con la chiusura del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria e con la fine del mese.

Il tasso overnight negoziato sull'e-MID si è mosso sostanzialmente in linea con l'Eonia, confermando l'elevato grado di integrazione raggiunto dal mercato monetario dell'euro. Il lieve differenziale tra i due tassi a favore degli utilizzatori del circuito italiano appare legato alla maggiore efficienza della piattaforma telematica.

Il numero degli operatori attivi sul mercato è stato di 183, di cui 52 esteri residenti in 16 diversi paesi. Dieci banche centrali, inclusa la Banca centrale europea, aderiscono in qualità di osservatori.

Fig. G3

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



La distribuzione infragiornaliera degli scambi overnight non si è modificata sostanzialmente rispetto allo scorso anno, confermando la concentrazione dell'attività nelle prime ore della mattina (fig. G3). Il differenziale denaro-lettera, rilevato sul mercato a intervalli di 5 minuti, ha evidenziato una leggera riduzione nelle ore centrali e in quelle pomeridiane, quale probabile effetto di modifiche organizzative nelle tesorerie bancarie, che appaiono ora più attive nel corso dell'intero arco della giornata.

Nei primi mesi del 2004 si è registrato un progressivo incremento dei volumi sul mercato. Alla crescita delle negoziazioni ha contribuito la più elevata attività degli operatori esteri. L'avvio di Express II non ha modificato significativamente la distribuzione infragiornaliera dei volumi, tranne un leggero incremento degli scambi nelle prime ore della mattinata, in connessione con l'aggiustamento degli sbilanci derivanti dalle transazioni non regolate nel ciclo notturno. È ancora prematuro valutare l'impatto sul mercato del nuovo assetto della politica monetaria, entrato a regime dallo scorso mese di marzo.

Il mercato degli Overnight Indexed Swap (e-MIDER)

Il circuito telematico per la negoziazione degli Overnight Indexed Swap gestito dalla e-MID spa è cresciuto nel 2003 del 24 per cento, nonostante la ridotta volatilità dei tassi monetari. Per le sue caratteristiche di elevata trasparenza, l'e-MIDER viene utilizzato principalmente per fini di *hedging*, mentre l'assunzione di posizioni viene realizzata preferibilmente sull'over-the-counter, dove è possibile operare con importi più rilevanti pur se con differenziali più ampi.

I volumi medi giornalieri sono stati pari a circa 1.300 milioni di euro, contro i 1.050 dell'anno precedente; nel primo trimestre del 2004 hanno raggiunto 1.700 milioni. Il lotto medio dei contratti è stato di 230 milioni (252 nel 2002), a conferma del ruolo rilevante rivestito dalle banche di maggiori dimensioni. Alla fine dello scorso mese di marzo erano presenti sull'e-MIDER 58 operatori, di cui 27 esteri.

La concentrazione degli scambi è rimasta molto elevata, sebbene in leggero calo rispetto all'anno precedente: la quota dei primi 10 operatori del mercato è stata pari all'83 per cento (89 nel 2002). La quota dei primi 5 operatori italiani è scesa dal 66 al 49 per cento, riflettendo il maggior utilizzo del circuito da parte di intermediari non residenti.

Le negoziazioni si sono concentrate sui contratti con scadenze a una settimana e a un mese. Rispetto allo scorso anno si è registrato un sensibile spostamento verso le durate superiori a due settimane.

I contratti con scadenze inferiori al mese hanno rappresentato il 41 per cento del mercato, contro il 58 del 2002. Significativo è stato lo spostamento dalle scadenze a una e a due settimane verso quella a un mese, passata dal 13 al 22 per cento.

I SISTEMI DI GESTIONE ACCENTRATA, REGOLAMENTO, GARANZIA

Nel 2003 il settore del post-trading ha mostrato in Europa andamenti differenziati nei vari comparti. In generale è aumentato il valore dei titoli gestiti dai depositari centrali ed è cresciuta la presenza sui mercati a pronti delle clearing house; anche in conseguenza della compensazione delle transazioni da queste effettuata, è diminuito il numero delle operazioni regolate.

Il valore dei titoli gestiti è cresciuto del 9 per cento per il gruppo Euroclear (raggiungendo circa 12 mila miliardi di euro) e del 6,3 per cento per Clearstream International (7 mila miliardi). Il numero delle transazioni regolate è diminuito da 123 a 114 milioni per Euroclear e da 82 a 62 milioni circa per Clearstream International. È aumentato del 32 per cento il numero dei contratti compensati dalla controparte centrale inglese (LCH.Clearnet Ltd). Eurex Clearing AG, controparte centrale del gruppo Deutsche Börse, opera dal marzo dello scorso anno anche sul mercato azionario tedesco a pronti.

Proseguono i processi di innovazione e razionalizzazione produttiva. Obiettivo principale rimane il miglioramento dell'efficienza operativa e della competitività, anche attraverso l'ampliamento della gamma dei servizi offerti agli aderenti.

In Germania Clearstream Banking Frankfurt, depositario centrale controllato dal gruppo Deutsche Börse, ha introdotto nel novembre 2003, in collaborazione con la Deutsche Bundesbank, un nuovo modello di regolamento che consente l'utilizzo della liquidità depositata presso la banca centrale già nel corso del processo notturno di liquidazione. Nell'aprile di quest'anno Euroclear Bank ha esteso al mercato Euronext Bruxelles un servizio di regolamento che si affianca a quello attualmente offerto dal depositario belga (CIK) e di cui già dispone Euronext Paris. Le controparti centrali francese e inglese stanno dando attuazione all'accordo di concentrazione raggiunto nello scorso anno. È stata costituita una holding con sede a Londra, le cui controllate, LCH.Clearnet SA e LCH.Clearnet Ltd, continuano a erogare servizi sui rispettivi mercati di riferimento. L'azionista con la maggiore quota individuale nella holding è Euronext (41,5 per cento), seguito da Euroclear Bank (9,8) e dai mercati London Metal Exchange e International Petroleum Exchange (3,6); il rimanente 45,1 per cento fa capo agli utenti. I depositari centrali finlandese (APK) e svedese (VPC) hanno recentemente avviato un processo di concentrazione. Lo scorso aprile il depositario centrale spagnolo Iberclear ha iniziato a gestire anche i titoli del debito pubblico, in precedenza accentrati presso la Banca di Spagna.

Anche in Italia è cresciuto il valore degli strumenti finanziari accentrati e l'attività della controparte centrale è stata estesa ai mercati a pronti.

Nel gennaio scorso la Monte Titoli ha completato l'attivazione di Express II, il nuovo sistema di regolamento delle transazioni in titoli; in analogia con i modelli prevalenti sulle altre principali piazze finanziarie, sono ora concentrate in un unico organismo le funzioni di depositario centrale e di gestore dei sistemi di liquidazione.

I servizi di gestione accentrata

La Monte Titoli si è confermata il terzo depositario centrale europeo per ammontare di titoli amministrati.

Alla fine del 2003 il valore di mercato degli strumenti finanziari accentrati ammontava a 2.043 miliardi di euro, con un incremento del 5,9 per cento rispetto all'anno precedente. In valore nominale i titoli presso il depositario italiano erano pari a 1.643 miliardi di euro (1.575 a fine 2002). I titoli di Stato sono scesi dal 68 al 66,5 per cento; è aumentato dal 23,5 al 24,6 per cento il peso delle obbligazioni private; è rimasta sostanzialmente invariata la quota di azioni, warrant e titoli esteri, pari complessivamente all'8,2 per cento. Si è mantenuta stabile la percentuale (0,7) relativa agli strumenti finanziari detenuti tramite i 10 collegamenti in essere con depositari esteri (tav. aG4).

In linea con le tendenze in atto nei sistemi di pagamento si è ridotta la partecipazione al depositario centrale degli operatori di minore dimensione, che preferiscono avvalersi di altri intermediari; ne hanno beneficiato gli aderenti maggiori e quelli specializzati nell'offerta di servizi di custodia e regolamento.

Il numero dei partecipanti è passato da 1.916 a 1.869: a fronte di un incremento degli emittenti da 1.346 a 1.396, gli intermediari sono scesi da 570 a 473. Le banche sono diminuite da 317 a 253, le SIM da 64 a 30, gli agenti di cambio da 13 a 5. Gli intermediari esteri aderenti al sistema di gestione accentrata erano 11. È aumentato da 35 a 100 il numero dei "conti terzi" utilizzati per le esigenze di regolamento titoli (cosiddetti conti di custodia e regolamento). Il fenomeno si è rafforzato con l'avvio di Express II; alla fine dello scorso mese di marzo tali conti erano diventati 157.

La Monte Titoli ha ulteriormente ampliato l'offerta dei servizi, introducendo specifiche funzionalità per l'accentramento delle quote di exchange traded funds (ETF) e per la gestione di asset backed securities (ABS).

Il regolamento delle transazioni in titoli

Lo scorso 8 dicembre la Monte Titoli ha avviato Express II, il nuovo sistema di liquidazione delle transazioni in titoli. Esso è stato introdotto inizialmente per le sole obbligazioni di emittenti privati e di enti sovranazionali; dal 26 gennaio 2004 l'operatività è stata estesa ai restanti strumenti finanziari.

In concomitanza con l'avvio del sistema, la Monte Titoli ha attivato il nuovo servizio di riscontro e rettifica giornalieri delle operazioni, che unifica quelli precedentemente utilizzati per accedere alla liquidazione su base netta.

Express II si articola nel servizio di liquidazione netta e in quello di liquidazione lorda (cfr. il sottoparagrafo: *La liquidazione su base lorda*). Il primo prevede due cicli di compensazione delle transazioni: uno notturno, destinato a regolare la maggior parte delle operazioni, e uno diurno, che gestisce quelle non eseguite nella fase precedente. Al termine del processo diurno le transazioni ancora in attesa di regolamento sono inoltrate alla liquidazione lorda.

Il nuovo sistema presenta numerosi vantaggi: mantiene le caratteristiche di efficienza della compensazione multilaterale (*liquidity saving*); assicura la tempestiva chiusura della liquidazione anche in presenza di operazioni prive della copertura in titoli o in contante, consentendo la gestione di queste ultime nel rispetto del principio della “consegna contro pagamento”; rende possibile, sin dall'inizio della giornata operativa, il riutilizzo degli strumenti finanziari e del contante derivanti dal processo di regolamento; permette ai partecipanti di ricorrere in modo automatico al finanziamento infragiornaliero della Banca d'Italia.

La liquidazione notturna prevede meccanismi di costituzione di garanzie a favore della Banca che consentono di ottenere da questa fondi, stanziando strumenti finanziari già disponibili (firm collateralisation) o in via di regolamento (self collateralisation). Nei due cicli netti operano processi di calcolo finalizzati a massimizzare il controvalore e il numero di operazioni regolabili, nel rispetto dei criteri di priorità stabiliti dal regolamento operativo.

L'architettura di Express II è stata definita dalla Monte Titoli sulla base dei principi fissati dalle autorità in coerenza con gli standard internazionali. Il disegno del sistema ha beneficiato della partecipazione e del contributo attivo dei soggetti interessati: intermediari, italiani ed esteri, società di gestione dei mercati e altre infrastrutture della piazza finanziaria italiana.

Le ultime fasi dei lavori per l'avvio di Express II sono state seguite da una Task-Force costituita nell'ottobre dello scorso anno, alla quale hanno partecipato il gestore del sistema, gli intermediari e loro associazioni, gli organismi di mercato e le autorità. Il sistema è stato valutato come pienamente aderente agli standard della BCE per il regolamento delle operazioni di credito dell'Eurosistema.

Nel periodo dal 26 gennaio al 31 marzo 2004 la media del controvalore delle operazioni giornalmente immesse nel sistema è stata di 187 miliardi di euro, sostanzialmente in linea con l'ordine di grandezza della Liquidazione dei titoli. Il 90,3 per cento è stato regolato nel ciclo netto notturno, il 5,5 in quello diurno, il 2,3 nel successivo ciclo lordo; l'1,9 è risultato non regolato alla fine della giornata prevista di liquidazione.

In valore, le transazioni immesse nel sistema di regolamento titoli hanno riguardato per il 69,4 per cento negoziazioni effettuate sui mercati e per la quota residua attività svolta sull'over-the-counter. I meccanismi automatici di costituzione del collateral nei confronti della Banca d'Italia hanno rappresentato il 14,9 per cento dei saldi a debito (12,1 la sola self-collateralisation), corrispondenti a un controvalore medio giornaliero di 941 milioni di euro (cfr: il capitolo della sezione H: L'offerta diretta dei servizi di pagamento). Alla fine del primo trimestre dell'anno in corso, partecipavano a Express II 143 soggetti: 122 banche, 16 SIM, 2 controparti centrali, le Poste Italiane spa, la Banca d'Italia e il Ministero dell'Economia e delle finanze; erano 7 gli aderenti in accesso remoto.

Il primo periodo di attività - dopo alcuni limitati problemi nella fase di avvio - ha mostrato livelli di efficienza in linea con quelli dei sistemi in uso sulle piazze finanziariamente più evolute.

La liquidazione su base lorda. – Il 2003 è stato un anno di crescita per il servizio di regolamento lordo; sono aumentati il controvalore e il numero delle operazioni regolate; si è confermata la fluidità del processo di regolamento registrata negli scorsi anni.

Tav. G1

EXPRESS: OPERAZIONI PER TIPOLOGIA DI STRUMENTO FINANZIARIO

Tipo titolo	Valori assoluti		Valori %	
	Numero operazioni	Controvalori (milioni di euro)	Numero operazioni	Controvalori
Azioni	79.383	133.537	66,9	10,5
Obbligazioni	5.505	53.763	4,6	4,2
Titoli di Stato	33.835	1.080.710	28,5	85,2
Totale ...	118.723	1.268.010	100	100

Fonte: Monte Titoli spa; periodo 1° gennaio 2003/31 dicembre 2003.

Il numero delle operazioni regolate è stato in media di 466 al giorno (402 nel 2002), per un controvalore di 4.973 milioni di euro (4.368 l'anno precedente) (tav. aG5). L'utilizzo della liquidazione lorda ha continuato a riguardare in prevalenza operazioni su titoli di Stato (85,2 per cento del controvalore totale e 28,5 per cento del numero delle transazioni); i titoli azionari hanno rappresentato il 10,5 e il 66,9 per cento, rispettivamente, dell'ammontare e del numero delle transazioni (tav. G1). La quota relativa alle operazioni over-the-counter è stata pari all'85,7 per cento del totale (79 nel 2002); le operazioni di politica monetaria hanno rappresentato il 14,3 per cento (21 nel 2002). È aumentata la concentrazione: la percentuale regolata dai 5 partecipanti più attivi è passata dal 76,5 al 78,2 del controvalore complessivo. Il tempo medio di regolamento delle transazioni si è mantenuto al di sotto dei 7 minuti; come nel 2002 l'uso delle code titoli ha riguardato il 4 per cento circa del numero delle operazioni immesse; quelle non regolate hanno rappresentato lo 0,4 per cento.

Nel primo trimestre del 2004, a seguito della confluenza nella liquidazione lorda delle operazioni provenienti dai cicli netti è mutato il profilo di funzionamento del sistema. Quale effetto della flessibilità offerta da

Express II, che consente la gestione degli inadempimenti, il picco di operatività si registra dopo l'acquisizione delle operazioni non eseguite nella liquidazione diurna; ne deriva un fisiologico aumento delle operazioni in attesa di esecuzione e dei tempi medi di regolamento.

Alla fine del primo trimestre del 2004 gli aderenti sono saliti a 150 (117 nel 2002) in virtù dell'avvio di Express II, che per l'utilizzo della componente netta comporta la necessità di aderire alla liquidazione lorda. Nel periodo dal 26 gennaio al 31 marzo 2004, la media giornaliera del numero di transazioni regolate è salita a oltre 2.300 e il relativo controvalore a circa 19 miliardi di euro; nelle code titoli è transitato il 41 per cento del numero delle operazioni immesse e il tempo medio di regolamento è stato di 47 minuti.

I servizi di compensazione e garanzia

In analogia a quanto praticato dalle altre maggiori clearing house, nel maggio del 2003 la Cassa di compensazione e garanzia ha esteso il servizio di controparte centrale ai mercati azionari a pronti. Ne è conseguita un'espansione consistente dell'attività complessiva.

L'introduzione di tale servizio avvantaggia i partecipanti al mercato attraverso sia la riduzione e la semplificazione dei rischi di controparte sia la compensazione delle posizioni contrattuali (netting); inoltre rafforza la liquidità del mercato con il completo anonimato delle transazioni.

La Cassa di compensazione e garanzia ha gestito, oltre a 17,7 milioni di contratti derivati, 23,7 milioni di transazioni a pronti. Rispetto all'anno precedente, il controvalore nozionale degli scambi sul comparto dei derivati (Idem) si è ridotto del 17,6 per cento, attestandosi a circa 777 miliardi di euro, nonostante l'incremento del numero dei contratti negoziati (2,8 per cento rispetto al 2002). L'ammontare medio giornaliero dei margini iniziali dovuti dai partecipanti per l'operatività in strumenti finanziari, derivati e non, è aumentato da 869 a 974 milioni di euro. Sono leggermente cresciute anche le garanzie depositate in eccesso rispetto ai margini iniziali dovuti (da 351 milioni di euro del 2002 a 396). È aumentata dal 45 al 52 per cento la quota di garanzie costituite in contante.

Gli aderenti alla Cassa sono cresciuti di 20 unità; si è ridotto il numero dei partecipanti al comparto dei derivati; sono aumentati gli operatori dall'estero, riflettendo il processo di internazionalizzazione della piazza finanziaria italiana (tav. aG 6).

Alla fine dell'anno gli aderenti erano 140, dei quali 78 attivi in entrambi i comparti; gli operatori in accesso remoto sono aumentati da 21 a 39. I partecipanti all'Idem erano 103 (120 nel 2002): 34 generali, 26 individuali e 43 indiretti; le banche sono passate da 62 a 59, le SIM da 53 a 40, gli agenti di cambio da 5 a 4. Al comparto a pronti aderivano 113 intermediari, di cui 18 generali, 52 individuali e 43 indiretti; essi comprendevano 59 banche, 50 SIM e 4 agenti di cambio.

Contemporaneamente all'estensione del servizio di controparte centrale al mercato azionario, la Cassa di compensazione e garanzia ha introdotto, come ulteriore misura di contenimento dei rischi, un *default fund* relativo al comparto a pronti e a quello dei derivati; esso è volto ad ampliare le risorse a disposizione in caso di insolvenza di un partecipante.

La Cassa impiega le disponibilità del fondo dopo i margini dell'insolvente; ove le somme versate da quest'ultimo non siano sufficienti a coprire le perdite, possono essere utilizzate le restanti disponibilità. Alla fine del 2003 l'ammontare del default fund era pari a 102,3 milioni di euro: il 97 per cento circa era costituito in contanti e il restante 3 in fidejussioni.

In relazione all'andamento del mercato e ai picchi di operatività di alcuni partecipanti, la Cassa ha richiesto, in 23 giornate, il pagamento di margini aggiuntivi infragiornalieri. Ha inoltre assoggettato alla maggiorazione dei margini iniziali due partecipanti che non rispettavano temporaneamente i limiti patrimoniali minimi richiesti.

Con l'avvio di Express II la Cassa ha previsto, al fine di assicurare il buon fine delle operazioni, la possibilità di procedere all'esecuzione coattiva dei contratti non regolati per mancanza di titoli (*buy-in*) o di contante (*sell-out*).

La procedura di buy-in viene attivata qualora la consegna dei titoli non venga effettuata entro la data di validità (7 giorni per le transazioni concluse sul mercato di Borsa e 5 per quelle concluse sull'MTS); la Cassa ricorre alla procedura di sell-out il giorno successivo alla data di regolamento originaria, qualora il contratto non venga liquidato per mancanza del contante necessario. In entrambi i casi la Cassa incarica un intermediario di eseguire sul mercato l'operazione di acquisto o vendita dei relativi titoli e imputa al partecipante inadempiente i costi dell'operazione. Dall'avvio del nuovo sistema di compensazione e liquidazione fino al marzo scorso, la controparte centrale italiana ha fatto ricorso per tre volte al buy-in.

L'attivazione del servizio di controparte centrale sui mercati azionari e la sostituzione della Liquidazione dei Titoli con Express II hanno avuto riflessi anche sui fondi di garanzia gestiti dalla Cassa.

Dal maggio dello scorso anno il Fondo di garanzia dei contratti aveva garantito le sole operazioni su covered warrant; a fine anno esso ammontava a 1,4 milioni di euro contro i 52,4 dell'anno precedente: la Borsa italiana ne ha stabilito la chiusura dall'8 marzo scorso. Dal successivo 24 marzo la Cassa gestisce un nuovo Fondo di garanzia dei contratti istituito dal mercato Tlx per gli scambi su covered warrant e certificates. Le consistenze del Fondo di garanzia della liquidazione, alla fine del 2003, erano pari a 34,8 milioni di euro (36,9 nel 2002); dal 26 gennaio 2004, con l'avvio di Express II, ne è stata disposta la chiusura.

LA NORMATIVA E LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ DI GESTIONE E SULLE INFRASTRUTTURE DEI MERCATI

In tema di stabilità ed efficienza dei mercati, la definizione degli assetti normativi in ambito nazionale ed europeo poggia ormai su un *corpus* di principi condivisi che ha come riferimento le *best practices* internazionali e trova espressione negli standard e nelle raccomandazioni che maturano nelle varie sedi di coordinamento e confronto tra autorità: G-10, IOSCO, OCSE. Per ciò che concerne il post-trading, particolare rilievo rivestono le *Recommendations for Securities Settlement Systems* del G-10/IOSCO del 2001.

Una nuova iniziativa, sempre in ambito G-10/IOSCO, è volta a formulare principi più dettagliati per lo svolgimento dell'attività delle controparti centrali.

Sono state definite 14 nuove Raccomandazioni che hanno per oggetto i rischi a cui sono esposte le clearing house. Oltre ai rischi di inadempienza dei partecipanti, vengono considerati quelli operativi, legali, di fallimento della banca di regolamento e di quella depositaria delle garanzie. Tra le misure prudenziali vengono prescritte l'adozione di adeguati sistemi di misurazione e gestione delle diverse fattispecie di rischio, nonché la dotazione di idonee risorse finanziarie.

In Europa l'approvazione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari rappresenta un importante momento nella realizzazione del mercato unico dei capitali. Al processo di integrazione contribuiranno ulteriormente gli interventi relativi ai servizi di compensazione e di regolamento che la Commissione europea ha delineato nella nuova comunicazione di recente diffusa in materia.

È prossima la definizione di standard comuni per i sistemi europei di compensazione e regolamento da parte del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e del Committee of European Securities Regulators (CESR), sulla base delle *Recommendations* G-10/IOSCO.

Muovendo dai contenuti delle Recommendations, gli standard intendono armonizzare le discipline nazionali concernenti gli aspetti fondamentali di tali sistemi: inquadramento giuridico e normativo, requisiti di efficienza, regole di funzionamento, controllo

dei rischi, criteri di accesso, governo societario e rapporti con l'utenza, supervisione e collaborazione fra autorità, continuità operativa, trasparenza.

Una prima versione degli standard è stata sottoposta, fra agosto e ottobre 2003, a una consultazione pubblica cui hanno partecipato le principali componenti del sistema finanziario europeo.

Gli aspetti oggetto di più approfondito dibattito sono risultati l'applicabilità di requisiti prudenziali aggiuntivi alle banche che offrono servizi di custodia e di regolamento e la possibilità per i depositari centrali di svolgere attività di natura creditizia.

A tali iniziative si aggiunge, nel campo dell'autoregolamentazione, quella dell'associazione dei depositari centrali europei (ECSDA), che ha pubblicato dieci standard finalizzati ad armonizzare gli orari operativi dei sistemi di liquidazione dei titoli e le regole sulla definitività infragiornaliera dei regolamenti, eliminando così due delle "barriere" all'integrazione dei mercati europei dei capitali individuate dal secondo rapporto del Gruppo Giovannini.

L'ECSDA sta attualmente esaminando la terza barriera assegnata alla sua competenza, concernente la gestione degli eventi societari.

In Italia proseguono le azioni volte a dare attuazione al quadro normativo comunitario e ad accrescere l'efficienza e l'integrità dei mercati.

Un importante contributo allo sviluppo dell'attività transfrontaliera si attende dal recepimento della direttiva sui contratti di garanzia finanziaria (2002/47/CE), che introduce rilevanti novità in tema di utilizzo dei titoli costituiti in garanzia, di adozione della clausola del close-out netting, di protezione delle garanzie acquisite da una controparte centrale.

Nello scorso mese di febbraio è stata recepita la nuova direttiva in materia di anti-riciclaggio (D.lgs. 20.2.2004, n.56) che ha, fra l'altro, esteso gli obblighi di segnalazione di operazioni sospette ai gestori delle strutture dei mercati.

La Banca d'Italia, insieme con la Consob, ha accompagnato la realizzazione dei nuovi servizi nel trading e nel post-trading, anche attraverso i necessari adeguamenti della normativa di riferimento.

L'espansione dell'operatività delle società vigilate ha comportato un accresciuto impegno da parte della Banca d'Italia nello svolgimento dei compiti di vigilanza. Sono stati intensificati gli incontri con gli esponenti aziendali; nell'ambito dell'attività di monitoraggio sui mercati e sui sistemi sono aumentati gli interventi aventi per oggetto aspetti di funzionamento e profili di rischio.

Il quadro di riferimento comunitario

La direttiva sui mercati degli strumenti finanziari. - Nello scorso mese di aprile è stata adottata la direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che sostituisce la direttiva CEE 93/22 sui servizi di investimento.

Il nuovo testo normativo rappresenta un'importante novità per l'ordinamento comunitario: viene introdotta per la prima volta una regolamentazione organica dei mercati finanziari, in precedenza solo limitatamente disciplinati dalla direttiva sui servizi di investimento, che lasciava ampia autonomia alle singole autorità nazionali.

Al fine di sviluppare una maggiore concorrenza nell'offerta dei servizi di trading, viene eliminata la possibilità per gli Stati membri di vietare la negoziazione dei titoli quotati al di fuori dei mercati regolamentati (concentrazione degli scambi) e introdotta una disciplina omogenea dell'esecuzione degli ordini, applicabile sia alle transazioni nell'ambito di un mercato regolamentato o di una piattaforma elettronica (Multilateral Trading Facility – MTF), sia a quelle all'interno di una banca o di una impresa di investimento (cosiddetta internalizzazione). La direttiva ha per oggetto anche la disciplina delle imprese di investimento (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo*).

Nell'ambito del negoziato, particolarmente dibattuta è stata l'applicazione alle banche e alle imprese di investimento degli obblighi di trasparenza pre-negoziabile.

In materia si confrontavano due visioni: la prima tendeva ad applicare tali obblighi in modo estensivo al fine di perseguire la formazione di un prezzo "unico" per tutto il mercato, assicurando pari condizioni informative a tutti i partecipanti, a tutela anche degli investitori più deboli; l'altra impostazione mirava invece a ridurre la portata della trasparenza pre-negoziabile per facilitare, attraverso la concorrenza fra i fornitori di servizi di negoziazione, la ricerca del "miglior" prezzo, con vantaggi soprattutto per gli intermediari maggiori e per gli investitori professionali.

La soluzione di compromesso adottata estende gli obblighi di trasparenza pre-negoziabile alle banche e alle imprese di investimento che internalizzano in modo sistematico gli ordini dei clienti, quando negoziano - per quantitativi non superiori a dimensioni standard - azioni liquide e trattate sui mercati regolamentati.

Meno controversa, anche se ugualmente importante, è risultata la disciplina della trasparenza post-negoziabile e degli obblighi in materia di esecuzione degli ordini.

Le previsioni in tema di informativa post-negoziale sono equivalenti per tutti i fornitori dei servizi di trading e prevedono la diffusione delle condizioni contrattuali alle quali le operazioni sono state concluse. Circa le modalità di esecuzione è prescritto che gli intermediari ottengano per i clienti il miglior risultato possibile, in termini non soltanto di prezzo, ma anche di costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento. Tale obbligo può venire meno solo nei confronti di controparti qualificate (tra le quali, imprese di investimento, enti creditizi, imprese di assicurazione, OICVM e fondi pensione).

Per assicurare l'effettiva confrontabilità sia delle condizioni offerte sia dei termini a cui sono stati eseguiti gli ordini, nel preambolo della direttiva viene raccomandato agli Stati membri di eliminare gli ostacoli che possono impedire la concentrazione in ambito europeo delle informazioni che le varie sedi di negoziazione sono tenute a rendere pubbliche. Entro trenta mesi dall'entrata in vigore della direttiva, la Commissione è tenuta a presentare su tale aspetto una specifica relazione al Parlamento europeo e al Consiglio.

Il regime di trasparenza è limitato alle azioni. L'estensione alle obbligazioni può essere prevista dagli Stati membri per le proprie imprese di investimento e discusso come norma generale entro due anni dall'entrata in vigore della direttiva.

La direttiva stabilisce i principi generali della regolamentazione; la definizione di rilevanti aspetti attuativi è affidata a comitati costituiti fra le autorità nazionali.

Il testo approvato risulta ampiamente in linea con l'orientamento sostenuto dalla delegazione italiana nel corso del negoziato e volto a conseguire un regime di trasparenza sufficientemente esteso da mantenere condizioni di efficienza del processo di formazione dei prezzi e di protezione degli investitori, finora assicurate in Italia dalla regola della concentrazione degli scambi.

La comunicazione della Commissione europea in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. - Nell'aprile scorso la Commissione europea ha diffuso una nuova comunicazione al Consiglio e al Parlamento europeo sull'attività di compensazione e regolamento nell'Unione europea.

I lavori erano stati avviati nel maggio del 2002 con un processo di consultazione sull'integrazione delle infrastrutture di clearing e di settlement, che si è concluso nell'agosto del 2002; nel successivo mese di dicembre la Commissione aveva pubblicato una sintesi delle risposte ricevute.

La nuova comunicazione tiene conto di quanto emerso dal processo di consultazione e individua l'obiettivo finale nella creazione di un sistema

europeo efficiente e sicuro, che garantisca condizioni di parità concorrenziale fra i diversi fornitori dei servizi di compensazione e di regolamento.

Per il raggiungimento di tale obiettivo la Commissione considera necessarie le seguenti linee di azione: a) liberalizzazione e integrazione delle esistenti strutture di clearing e di settlement attraverso l'introduzione di regole di accesso oggettive e non discriminatorie e l'eliminazione delle barriere all'operatività cross-border; b) applicazione di una politica antitrust che elimini le pratiche di mercato restrittive e controlli i futuri processi di consolidamento dell'industria del post-trading; c) adozione di una cornice regolamentare e di supervisione comune che assicuri la stabilità finanziaria e la tutela degli investitori, attraverso il mutuo riconoscimento dei sistemi; d) introduzione di appropriate misure di corporate governance.

Le iniziative che la Commissione intende adottare prevedono, fra l'altro, la proposta di una direttiva quadro in materia di clearing e settlement che assicuri la libertà di offrire tali servizi nell'ambito dell'Unione europea sulla base di requisiti comuni.

La direttiva dovrebbe fondarsi sui principi del mutuo riconoscimento dei servizi offerti dai sistemi nazionali e del controllo da parte dello Stato membro d'origine (home country control). Sulla base di tali previsioni, i sistemi di regolamento e le controparti centrali si doterebbero di un passaporto europeo, al pari delle banche che svolgono attività di custodia e di regolamento, per l'offerta dei propri servizi su base transfrontaliera.

Il processo di consultazione sulla nuova comunicazione si concluderà il prossimo 30 luglio. Nel corso del 2005 la Commissione assumerà decisioni definitive sugli orientamenti da seguire e sulle misure da adottare.

L'attività normativa in Italia

In relazione all'avvio del servizio di controparte centrale nei mercati azionari a pronti, avvenuto nel maggio del 2003, si è reso necessario procedere a un intervento di coordinamento fra sistemi di garanzia.

Con modifica del Provvedimento Banca d'Italia 16 giugno 1999, le regole di funzionamento del Fondo di garanzia della liquidazione sono state rese compatibili con le modalità di intervento della controparte centrale, al fine di evitare duplicazioni.

In vista dell'attivazione del sistema Express II, il Regolamento n. 11768/98 in materia di mercati, emanato dalla Consob d'intesa con la Banca d'Italia, è stato modificato nella parte relativa alle insolvenze di mercato.

Un primo intervento ha riguardato l'inserimento, fra i presupposti dell'insolvenza, del mancato versamento delle ulteriori disponibilità previste dalla disciplina dei sistemi di garanzia emanata con Provvedimento Banca d'Italia 22 ottobre 2002 (ad es. versamenti al default fund), nonché l'introduzione della possibilità di svolgere alcune attività preliminari nella fase che intercorre fra la dichiarazione dell'insolvenza di mercato da parte della Consob e l'insediamento dei commissari. Il testo è stato ulteriormente rivisto per tenere conto dei meccanismi di gestione delle inadempienze introdotti dal nuovo sistema di regolamento, per effetto dei quali la mancata copertura dei saldi debitori nell'ambito dei servizi di liquidazione non costituisce più presupposto per la dichiarazione dell'insolvenza di mercato.

Con Provvedimento del 20 ottobre 2003 la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, ha designato il sistema Express II ai sensi del decreto legislativo 12 aprile 2001, n. 210, al fine di assicurare che gli ordini di trasferimento immessi nel sistema prima dell'apertura di una procedura di insolvenza a carico di un partecipante siano definitivi, vale a dire vincolanti e opponibili ai terzi compresi gli organi preposti alla procedura medesima.

Novità di rilievo sono quelle introdotte dalla Consob ai regolamenti 11971/99 e 11768/98 - riguardanti, rispettivamente, la disciplina degli emittenti e dei mercati - al fine di consentire ai mercati regolamentati di ammettere alle negoziazioni, in assenza di domanda degli emittenti, strumenti finanziari già quotati in un diverso mercato regolamentato.

L'attività di vigilanza

L'attività di vigilanza si è indirizzata alla verifica del rispetto delle norme, dell'adeguatezza dei profili organizzativi, dell'efficienza operativa, della corretta gestione dei rischi.

Riguardo alla coerenza delle regole di funzionamento dei mercati con il complessivo quadro regolamentare e con gli obiettivi assegnati all'azione di vigilanza, la Banca d'Italia ha fornito il proprio parere al Ministero dell'Economia e delle finanze su alcune modifiche al regolamento dell'MTS e al decreto ministeriale di autorizzazione di BondVision.

Le novità introdotte hanno riguardato i requisiti di adesione al mercato, i tipi di contratti ammessi, l'irrogazione di sanzioni per violazione degli obblighi di quotazione. Il decreto di autorizzazione di BondVision è stato modificato al fine di consentire l'accesso alle SGR che svolgono gestione sia collettiva sia individuale.

Nel settembre del 2003 la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, ha approvato le modifiche ai regolamenti operativi della Monte Titoli e della Cassa di compensazione e garanzia, volte ad adeguare le regole di funzio-

namento dei sistemi alle nuove funzionalità offerte (cfr. il capitolo: *I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia*).

Nel concreto esercizio delle funzioni di vigilanza, sono state oggetto di particolare approfondimento le tematiche di carattere organizzativo e di continuità operativa. Si è perseguito l'obiettivo di accrescere il grado di consapevolezza delle società controllate rispetto a tali profili gestionali e sono stati richiesti miglioramenti nei controlli interni, nonché il conseguimento di un accresciuto grado di funzionalità e sicurezza.

La specifica attenzione dedicata al tema della continuità operativa tiene conto dell'elevata criticità sistemica delle infrastrutture che gestiscono i sistemi di post-trading e taluni servizi di negoziazione. L'obiettivo è quello di individuare misure idonee a rafforzare la capacità di resistere a situazioni di emergenza. A tal fine si sta avviando una consultazione su apposite linee guida per la business continuity dei mercati finanziari e delle strutture di supporto.

Gli incontri si sono confermati un valido strumento di confronto con i soggetti vigilati: essi agevolano il colloquio con i responsabili aziendali sulle implicazioni di nuove iniziative che le società intendono attuare; favoriscono l'approfondimento di singole tematiche o aspetti tecnici.

In relazione all'avvio dei nuovi progetti, sono state effettuate riunioni per esaminare modalità e tempi di realizzazione, scelte metodologiche, capacità di misurazione e gestione dei rischi. Attraverso successivi interventi sono stati sollecitati, ove opportuno, rafforzamenti degli assetti finanziari e organizzativi.

La vigilanza sui sistemi di trading e di post-trading si fonda anche su un'intensa attività di controllo in tempo reale e di analisi volta a verificare aspetti di ordinato funzionamento e specifici profili di rischio; a tale scopo sono stati elaborati indicatori di tipo quantitativo utilizzati per la misurazione dei fenomeni osservati.

In presenza di situazioni di anomalia, sono stati effettuati con tempestività interventi presso le società di gestione, anche attraverso contatti telefonici o per posta elettronica, al fine di assicurare rapidità nel processo di comunicazione tra organo di supervisione e soggetto vigilato e perseguire un adeguato grado di efficienza dei sistemi lungo tutto l'arco della giornata operativa.

Tali interventi sono finalizzati ad acquisire chiarimenti, verificare il grado di consapevolezza della società rispetto al problema segnalato, garantirne il tempestivo superamento. Per alcuni problemi tecnici con ripercussioni più ampie sugli operatori, è stata chiesta alla società responsabile la redazione di un incident report; nei casi più rilevanti, si sono svolti successivi incontri di approfondimento.

Nel corso del 2003 sono stati effettuati complessivamente 25 incontri con esponenti aziendali delle società vigilate; talora le riunioni hanno visto la partecipazione di altre autorità e di rappresentanti di associazioni di categoria. Quelli di natura settoriale, riguardanti singole iniziative o particolari aspetti tecnici, sono risultati prevalenti. Gli interventi, diversi dagli incontri, attuati sulle società che gestiscono i sistemi oggetto di supervisione sono stati 37, la maggior parte dei quali ha riguardato il corretto e ordinato funzionamento dei sistemi vigilati.

I risultati di bilancio conseguiti dalle società che gestiscono nel nostro paese le strutture di trading e di post-trading hanno riflesso l'andamento dei mercati finanziari; sono stati altresì influenzati dal rilevante sforzo di adeguamento dell'offerta dei servizi all'utenza.

Alla fine del 2003 le società della piazza finanziaria – includendo in tale definizione i gruppi MTS e Borsa italiana, nonché l'e-MID spa – avevano 479 dipendenti (459 nel 2002). Il loro patrimonio consolidato, al netto degli utili distribuiti, è risultato pari a 271 milioni di euro, in calo del 4 per cento rispetto all'anno precedente.

I ricavi dell'attività tipica sono lievemente cresciuti, raggiungendo 244 milioni di euro (242 nel 2002). A fronte di un incremento del 4,3 per cento dei ricavi per i servizi di negoziazione, clearing e settlement resi agli intermediari, si è registrata una contrazione del 19 per cento di quelli prestati agli emittenti (quotazione e gestione accentrata di eventi societari). Sono risultati invariati i corrispettivi derivanti dalla diffusione dell'informativa di mercato.

La quota dei ricavi complessivi relativa ai servizi agli intermediari ha raggiunto il 75 per cento (73 nel 2002); quella riguardante l'informativa di mercato è rimasta pari al 15 per cento; quella generata da prestazioni in favore degli emittenti è diminuita dal 12 al 9,7.

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 116,5 milioni di euro (118 nel 2002) per l'incremento dei costi della produzione.

L'utile consolidato è sceso da 40 a 20,6 milioni di euro, per l'aumento dei costi del personale e gli effetti dell'ammortamento delle differenze di consolidamento di Monte Titoli da parte di Borsa italiana.

L'espansione internazionale dei mercati vigilati ha dato luogo al vaglio da parte della Banca d'Italia di oltre 50 richieste di adesione di società estere, riguardanti in prevalenza BondVision. In più di 30 casi l'istruttoria ha richiesto l'attivazione dei previsti canali informativi con le competenti autorità di vigilanza dei paesi interessati.