

G – LA SUPERVISIONE SUI MERCATI

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

È proseguita nel 2004 la tendenza internazionale al consolidamento e al miglioramento qualitativo dei sistemi di negoziazione, regolamento e garanzia di strumenti finanziari, anche mediante un più intenso impiego di nuove tecnologie. Progredisce la realizzazione di progetti di unificazione delle piattaforme tecnologiche e di armonizzazione delle regole operative.

Il London Stock Exchange (LSE) è stato oggetto di due successive proposte di acquisto, da parte di Deutsche Börse e di Euronext. La prima offerta è stata poi ritirata per il mancato sostegno degli azionisti della borsa tedesca; Euronext ha reso noto un progetto per l'integrazione del LSE nel proprio modello federativo.

Nello scorso mese di aprile il New York Stock Exchange (NYSE) ha annunciato l'intenzione di addivenire a un'integrazione con Archipelago, società di Chicago quotata in borsa che gestisce una delle principali piattaforme telematiche di negoziazione degli Stati Uniti; l'iniziativa potrebbe preludere alla quotazione del NYSE e all'ulteriore sviluppo delle modalità di contrattazione elettronica. Nello stesso mese il NASDAQ ha comunicato di avere concluso le trattative con Reuters per l'acquisto di Instinet, importante circuito di contrattazione di titoli azionari.

Nel gennaio scorso il gruppo Euroclear ha concentrato il controllo dei depositari centrali francese (Euroclear France), olandese (Euroclear Nederland), inglese (CrestCo) e del depositario internazionale Euroclear Bank presso la nuova entità Euroclear sa/nv, a cui fa capo anche la proprietà della piattaforma tecnologica del gruppo. Con il nuovo assetto, l'attività di custodia è stata separata dalla gestione dell'infrastruttura e dalla detenzione di partecipazioni, funzioni accentrate in precedenza in Euroclear Bank.

Nel novembre scorso gli azionisti del depositario centrale svedese e di quello finlandese hanno trasferito il controllo dei due organismi a una nuova società, la NCSD; l'integrazione tecnologica fra i due sistemi è prevista in una fase successiva.

È stato avviato il processo di privatizzazione della borsa di Varsavia, la più importante per capitalizzazione tra quelle dei paesi recentemente entrati nell'Unione europea.

Le aggregazioni tra società di gestione delle strutture che compongono la filiera produttiva dei mercati finanziari mirano a realizzare economie, di

scala e di gamma; possono sollevare problemi sotto il profilo della concorrenza; devono comunque assicurare la rispondenza a obiettivi di complessiva efficienza dei mercati e dei sistemi, offrendo all'utenza eque condizioni di accesso e livelli adeguati dei servizi, definendo trasparenti ed equilibrate forme di governo societario.

La competizione tra i gestori dei sistemi di negoziazione si indirizza in misura crescente verso l'offerta di servizi agli investitori istituzionali; si rafforza l'interesse degli information provider internazionali per l'acquisizione di piattaforme elettroniche che consentono l'accesso diretto alle contrattazioni da parte della propria clientela.

Tra i circuiti di scambio rivolti agli investitori istituzionali operanti in Europa nel comparto obbligazionario si segnalano, oltre al mercato regolamentato BondVision gestito da MTS spa, TradeWeb, MarketAxess e BondTrader. Il più importante di questi, TradeWeb, è stato acquisito nel 2004 dall'information provider Thomson Financial e integra ora la propria offerta con servizi di informazione e con l'accesso a banche dati. MarketAxess, piattaforma di negoziazione per investitori istituzionali su titoli corporate e dei mercati emergenti, ha stretto un'alleanza strategica con il broker ICAP per offrire ai propri clienti la possibilità di accedere al mercato all'ingrosso Brokertec, specializzato negli scambi di titoli di Stato. Il circuito BondTrader beneficia di un'ampia copertura geografica grazie alla distribuzione dei suoi servizi da parte di Bloomberg.

Le potenzialità offerte dallo sviluppo tecnologico e la standardizzazione dei prodotti negoziati favoriscono l'introduzione del trading elettronico anche nel comparto dei derivati over-the-counter. Cresce il ricorso degli operatori alle controparti centrali, che offrono l'anonimato nelle contrattazioni, una più efficiente gestione del rischio di inadempimento e la possibilità di compensare le posizioni su base multilaterale.

Nel gennaio scorso la Wiener Börse ha esteso al mercato azionario a pronti il servizio di controparte centrale attraverso un organismo di nuova istituzione, la Central Counterparty Austria, controllata congiuntamente al depositario centrale Österreichische Kontrollbank.

I sistemi italiani di trading e di post-trading hanno ulteriormente ampliato la gamma dei servizi offerti e potenziato le infrastrutture operative e tecnologiche. Questi progressi assumono particolare rilievo nella prospettiva di una partecipazione attiva alla integrazione dei mercati europei.

Ha preso avvio e si è consolidato il nuovo sistema di liquidazione Express II, che ha sostituito la Liquidazione dei titoli gestita dalla Banca d'Italia. È entrata a regime l'estensione ai mercati a pronti dell'attività di controparte centrale svolta dalla Cassa di compensazione e garanzia.

Sul mercato dei depositi interbancari e-MID, la nuova piattaforma telematica rende più flessibili le modalità di contrattazione e facilita l'offerta di nuovi prodotti.

La MTS spa ha condotto, con l'ausilio di un consulente, una valutazione delle proprie prospettive. È emersa l'esigenza di alleanze strategiche, anche in considerazione dei processi di consolidamento in atto tra i sistemi di negoziazione; numerose manifestazioni di interesse sono pervenute da parte di società-mercato, di broker e di provider internazionali di servizi finanziari.

L'incremento dei risultati di bilancio conseguiti dalle società italiane di trading e di post-trading ha riflesso l'avvio dei nuovi servizi.

Alla fine del 2004 il gruppo MTS, il gruppo Borsa Italiana e l'e-MID spa avevano 494 dipendenti (479 nel 2003).

I ricavi sono cresciuti dell'8,6 per cento, raggiungendo 265 milioni di euro. La diffusione dell'informativa di mercato ha contribuito per 41 milioni (36 nel 2003); quella relativa a prestazioni in favore degli emittenti (quotazione e gestione degli eventi societari) per 24 milioni (23,6 nel 2003), quella riguardante i servizi resi agli intermediari per 200 milioni (184 nel 2003). Nell'ambito di questi ultimi, il peso dei servizi per il post-trading è cresciuto nell'anno dal 29,2 al 40,6 per cento, tenuto conto in particolare dell'avvio di Express II.

Il valore aggiunto – calcolato come differenza tra il totale dei ricavi e i costi per acquisto di beni e servizi – si è attestato a 137 milioni (116,5 nel 2003). L'utile netto è passato da 20,6 nel 2003 a 27,4 milioni nel 2004; il patrimonio, calcolato prima della distribuzione stimata degli utili, è risultato pari a 261 milioni, in flessione del 3,7 per cento rispetto all'anno precedente.

LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE E IL QUADRO NORMATIVO

La cooperazione internazionale

L'internazionalizzazione delle attività svolte dagli intermediari e dagli investitori e il crescente utilizzo di piattaforme elettroniche per l'accesso multilaterale ai servizi accentuano l'esigenza di cooperazione fra autorità di diversi paesi per migliorare, attraverso l'armonizzazione delle regole e dei comportamenti, l'efficienza e la stabilità dei mercati.

L'insufficiente armonizzazione, se non la contraddittorietà, delle normative e delle prassi di vigilanza può favorire, attraverso l'arbitraggio regolamentare, la concentrazione dei rischi nei comparti meno presidiati. Le segmentazioni – normative, operative, organizzative – tra i sistemi di negoziazione, regolamento e garanzia delle transazioni finanziarie rendono d'altronde più complessa e costosa l'attività cross-border e cross-systems degli intermediari e degli investitori "globali", limitando i potenziali benefici, in termini di efficienza, dell'integrazione finanziaria.

La cooperazione si realizza principalmente attraverso la definizione di principi, standard e raccomandazioni. Si fa ampio ricorso a regole condivise dalla comunità finanziaria, con il riconoscimento delle prassi migliori prevalenti tra gli operatori.

Le autorità dei singoli paesi sono responsabili della verifica dell'aderenza ai principi internazionali e dell'eventuale adeguamento dei propri ordinamenti. Il rispetto delle prescrizioni viene ulteriormente incentivato – oltre che attraverso la sanzione indiretta dei mercati – dall'attività di sorveglianza che le istituzioni internazionali, in particolare il Fondo monetario internazionale (FMI), realizzano nell'ambito di specifici programmi.

Nel quadro della cooperazione tra autorità si collocano anche forme di coordinamento ad hoc nella gestione di specifici casi di operatività cross-border che danno luogo a situazioni di anomalia nel funzionamento dei sistemi di contrattazione, regolamento e garanzia.

All'inizio del mese di agosto un primario intermediario ha posto in essere – sui circuiti gestiti dal gruppo MTS, sulla piattaforma spagnola Sedaf e su quella greca HDAT – una inusuale attività che ha avuto ripercussioni sulla liquidità dei mercati dei titoli di Stato europei (cfr. il capitolo: La supervisione sui sistemi di negoziazione). Le autorità di vigilanza dei vari paesi interessati si sono scambiate informazioni e valutazioni sulla dinamica dei fatti.

Nel novembre scorso sono state pubblicate le *Recommendations for Central Counterparties* approvate dai Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci (G10) e dalla International Organization of Securities Commissions (Iosco): esse mirano ad assicurare che le controparti centrali controllino rigorosamente i rischi che assumono e conferiscano efficienza e trasparenza alla propria attività e al funzionamento dei mercati in cui operano.

Le controparti centrali garantiscono il buon fine delle transazioni interponendosi tra gli originari contraenti. L'interposizione permette di sostituire le relazioni contrattuali fra i singoli negozianti con un unico rapporto di ciascuno di questi ultimi con la controparte centrale; a condizione che questa prenda rigorose misure di contenimento dei rischi, ne traggono beneficio, attraverso il netting, i partecipanti al mercato e, attraverso la più razionale ed efficiente gestione del rischio di inadempimento, il sistema nel suo complesso. Le Recommendations for Central Counterparties indicano i presidi per il controllo dei rischi e le garanzie da acquisire; sollecitano assetti organizzativi e di governo societario improntati alla trasparenza e a un'adeguata attenzione agli interessi dell'utenza; richiedono che gli operatori e le autorità valutino attentamente i benefici e i costi dell'introduzione della controparte centrale in un mercato.

Nell'ambito dell'attività delle banche centrali del G10 è stato pubblicato il Rapporto *Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems*. Il documento contiene alcuni principi generali per lo svolgimento della funzione di sorveglianza sui sistemi di pagamento e di regolamento, nonché linee guida per la cooperazione tra autorità (cfr. la sezione H: *La sorveglianza e l'offerta diretta di servizi di pagamento*).

Le linee guida che presiedono alla sorveglianza su base cooperativa dei sistemi operanti in più paesi e in più valute sono state fissate nel 1990 nel Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del G10. Tali principi hanno efficacemente operato fino a oggi; peraltro, la necessità di tenere conto del mutato contesto ne ha suggerito l'aggiornamento. La loro applicazione si estende ora a un ambito più ampio, che comprende tra l'altro i sistemi di regolamento dei titoli e le controparti centrali; sono meglio definiti i compiti della banca centrale a cui compete la responsabilità primaria di sorvegliare il sistema; viene sottolineata l'importanza della consultazione tra la banca centrale e le altre autorità impegnate.

Dopo gli eventi dell'11 settembre 2001 le autorità di supervisione dei maggiori paesi sottopongono a un approfondito e periodico scrutinio le procedure di continuità operativa predisposte dalle strutture che gestiscono funzioni vitali per il sistema finanziario, tenendo conto di scenari che includono anche disastri di ampia portata. L'esigenza di un confronto delle iniziative nazionali in materia è accentuata dalla crescente interdipendenza dei sistemi e dalla rilevanza delle implicazioni competitive degli oneri richiesti per presidiare adeguatamente i rischi.

Nel quadro del Financial Sector Assessment Program, l'FMI ha avviato, nel 2004, le procedure per valutare la rispondenza dei mercati finanziari

italiani e delle relative infrastrutture agli standard internazionali in materia di regolamentazione, vigilanza, organizzazione e funzionamento; il rapporto finale è atteso per i primi mesi del 2006.

La normativa comunitaria

In Europa procede la definizione del quadro giuridico per il mercato integrato dei servizi finanziari, che dal maggio dello scorso anno deve tenere conto dell'allargamento dell'Unione europea ai nuovi Stati membri.

All'inizio del 2005 risultavano assunte 39 delle 42 misure previste nel Piano d'azione dei servizi finanziari. La Commissione europea ha avviato una consultazione pubblica e ha costituito gruppi di esperti per delineare la strategia da seguire in materia di mercati finanziari nella fase successiva al completamento del Piano.

È stato sottoposto a consultazione un documento che esamina i risultati conseguiti con la semplificazione del processo di formazione della normativa comunitaria (cosiddetta Procedura Lamfalussy), a distanza di circa quattro anni dalla sua definizione.

A parere della Commissione la preparazione della legislazione europea sui mercati dei titoli appare ora più trasparente; è stata rafforzata la cooperazione fra le istituzioni; la produzione normativa risulta accelerata e migliorata qualitativamente. Il documento sottolinea l'importanza di imperniare le direttive su regole e principi generali e di evitare una regolamentazione di secondo livello eccessivamente prescrittiva.

Dopo l'approvazione della direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39 relativa ai mercati degli strumenti finanziari (cosiddetta MiFID), proseguono in ambito comunitario i lavori per la sua attuazione.

Il Committee of European Securities Regulators (CESR) tra gennaio ed aprile ha espresso il proprio parere su diciassette specifici aspetti della normativa, concernenti fra l'altro la trasparenza dei mercati e l'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente (cosiddetta best execution).

Nell'ottobre dello scorso anno il Consiglio direttivo della BCE e il CESR hanno approvato gli *Standard SEBC – CESR in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli nell'Unione europea*, predisposti da un gruppo costituito congiuntamente dalle banche centrali e dalle autorità di controllo dei mercati mobiliari dell'Unione europea.

Gli Standard costituiscono la trasposizione in ambito europeo delle *Recommendations for Securities Settlement Systems* pubblicate dal Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) della Banca dei regolamenti

internazionali (BRI) e dallo Iosco: rispetto a queste ultime, che si indirizzano a una platea di sistemi caratterizzati da gradi diversi di sviluppo, le prescrizioni europee definiscono regole più stringenti; si pongono l'obiettivo di perseguire l'integrazione dei mercati finanziari nell'ambito dell'Unione; implicano l'impegno da parte delle autorità nazionali a riferirsi a esse nell'esercizio della propria attività regolamentare e di vigilanza e a promuoverne, ove necessario, il recepimento negli ordinamenti giuridici nazionali.

In materia di contenimento dei rischi di credito e operativi gli Standard prevedono indicazioni aggiuntive rispetto alle Recommendations. L'eventuale erogazione di finanziamenti da parte del depositario centrale ai propri partecipanti dovrà essere esclusivamente volta a facilitare il funzionamento dei sistemi di regolamento e di custodia; dovrà inoltre essere garantita, associata a limiti di esposizione e di durata e basata su una rigorosa valutazione del merito creditizio della controparte. Ove possibile, il regolamento della transazione dovrà aver luogo in moneta della banca centrale. L'attività di depositario centrale dovrà essere separata da quella di controparte centrale; la continuità operativa sarà perseguita attraverso previsioni stringenti in materia di tempi di ripartenza, siti alternativi, requisiti organizzativi.

Il gruppo SEBC-CESR è ora impegnato nella definizione della metodologia da seguire per la valutazione dell'aderenza dei singoli sistemi alle prescrizioni, nonché per l'eventuale applicazione di alcune previsioni alla banche che svolgono attività di custodia e di regolamento degli strumenti finanziari in misura sistemicamente rilevante; esso ha inoltre iniziato la trasposizione nel contesto europeo delle Recommendations CPSS-Iosco for Central Counterparties.

A fine luglio si è conclusa la consultazione pubblica sulla comunicazione della Commissione europea in materia di clearing e settlement. È emerso un prevalente orientamento a favore di una direttiva che definisca un quadro comune di regolamentazione e vigilanza. Unanimità di consensi si è registrata sulla necessità di promuovere la concorrenza e sulla costituzione di gruppi di esperti, anche del settore privato, incaricati di seguire la rimozione delle barriere all'integrazione.

Su iniziativa della Commissione sono stati creati tre gruppi di esperti: il Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group (Cesame), il Fiscal Compliance Group e il Legal Certainty Group. Il gruppo Cesame segue il processo di rimozione delle barriere all'integrazione individuate nei due "rapporti Giovannini". Il Fiscal Compliance Group ha l'obiettivo di proporre interventi di armonizzazione delle legislazioni fiscali. Il Legal Certainty Group esamina gli ostacoli di natura legale allo sviluppo delle operazioni transfrontaliere (quali il trattamento dei diritti relativi ai titoli detenuti presso un intermediario e le differenze nelle norme in materia di trasferimento dei diritti e della proprietà dei titoli).

Le iniziative della Commissione tengono conto dei lavori in corso a livello internazionale. L'Istituto internazionale per l'unificazione del diritto privato (Unidroit) ha diffuso una bozza di Convenzione sulla disciplina armonizzata relativa ai titoli detenuti da un intermediario: l'obiettivo è di rendere omogenei alcuni elementi di diritto sostanziale applicabili al deposito e al trasferimento transfrontaliero degli strumenti finanziari.

L'attività normativa in Italia

La Banca d'Italia ha emanato, nello scorso ottobre, le Linee guida per la continuità di servizio dei mercati all'ingrosso e dei sistemi di supporto; a esse devono attenersi, a partire dal 2007, le società che gestiscono le principali infrastrutture di negoziazione, regolamento e garanzia.

L'emanazione delle linee guida si colloca nell'ambito delle iniziative assunte, in accordo con la Consob, per rafforzare i presidi di sicurezza del sistema finanziario italiano. È affermata la necessità di promuovere piani di continuità operativa in grado di fronteggiare crisi di ampia portata, attraverso la fissazione di parametri di riferimento per i singoli servizi. Particolare attenzione è riservata alle funzioni definite vitali: gestione accentrata, riscontro e rettifica giornaliera, regolamento, compensazione e garanzia degli strumenti finanziari, mercato dei depositi interbancari e dei pronti contro termine in titoli di Stato.

Il piano di continuità descrive i presidi e le procedure da attivare in situazioni di emergenza, quali le attività conseguenti alla dichiarazione dello stato di crisi, l'iter per la ripresa dell'operatività, le modalità di comunicazione con le autorità, con gli altri operatori e con il pubblico. Specifiche indicazioni sono riservate all'eventualità che la crisi coinvolga attività esternalizzate e i rapporti di fornitura riguardanti servizi di pubblico utilizzo. È richiesta l'assunzione di misure volte a ridurre la probabilità di blocco contemporaneo dell'attività dei siti primari e secondari.

In attuazione del decreto legislativo 12 aprile 2001, n. 210, che ha recepito la direttiva CE 19 maggio 1998, n. 26 (cosiddetta *Settlement Finality Directive*) sono stati emanati due specifici Provvedimenti del Governatore.

La direttiva prevede che, nell'ambito dei sistemi di pagamento e di regolamento titoli designati dalle autorità nazionali, le operazioni cosiddette definitive non possono essere pregiudicate dall'applicazione, al partecipante insolvente, di una procedura fallimentare.

Il Provvedimento del 9 giugno 2004 disciplina le modalità di alimentazione presso la Banca di appositi elenchi dei partecipanti ai sistemi designati, italiani ed esteri. L'Istituto ha l'esclusiva competenza in Italia per la ricezione delle notizie sull'avvio all'estero di procedure d'insolvenza e per la comunicazione alle corrispondenti autorità degli Stati membri e alla BCE dell'apertura in Italia di questo genere di procedure.

Il Provvedimento del 18 giugno 2004 ha revocato la designazione della Liquidazione dei titoli, sostituita da Express II; è stato inoltre designato il servizio di trasferimento di titoli svincolato dal trasferimento di contante (cosiddetti franco pagamento) effettuato dalla Monte Titoli nell'ambito del servizio di gestione accentrata.

Lo scorso mese di marzo la Banca ha rilasciato alla Consob la propria intesa su alcune modifiche al Regolamento 11768/98 in materia di gestione accentrata concernenti, fra l'altro, le modalità di esercizio del diritto di intervento in assemblea e l'abolizione del registro dei vincoli.

Le fondazioni bancarie sono state ammesse a BondVision in seguito a una modifica del decreto di autorizzazione del mercato.

LA SUPERVISIONE SUI SISTEMI DI NEGOZIAZIONE

In un contesto di bassa volatilità dei corsi azionari e obbligazionari, i volumi di negoziazione sui mercati finanziari internazionali sono risultati in crescita rispetto al 2003. Sono aumentate le contrattazioni su piattaforme elettroniche, che si affermano anche in nuovi segmenti di attività come efficiente modalità per lo scambio di strumenti finanziari.

L'ammontare delle contrattazioni è ulteriormente cresciuto nelle principali borse azionarie, sebbene resti ancora inferiore ai livelli raggiunti nel 2000: nei paesi del Gruppo dei Sette, l'aumento nell'anno è stato in media del 25 per cento. Significativo sviluppo hanno registrato le negoziazioni in strumenti derivati sui mercati regolamentati, sia su tassi di interesse (30 per cento) sia su indici azionari (23 per cento). La ricomposizione dei portafogli obbligazionari, che ha fatto seguito alla graduale risalita dei tassi di riferimento statunitensi, è stata favorita dalla forte domanda di attività a lungo termine da parte degli investitori istituzionali.

Sull'MTS è proseguita, per il terzo anno consecutivo, la diminuzione degli scambi sul comparto a pronti; le negoziazioni su quello dei pronti contro termine e sul circuito dedicato agli investitori istituzionali (BondVision) hanno invece continuato a mostrare elevati tassi di crescita. Il modello MTS trova applicazione anche nei nuovi paesi dell'Unione; la società continua a perseguire una strategia di alleanze con operatori attivi in altri segmenti di mercato.

Alla fine del 2004 utilizzavano la piattaforma telematica gestita dall'MTS spa 13 circuiti nazionali ed EuroMTS, il mercato pan-europeo per i titoli benchmark. Sulla base di un accordo stipulato con il gestore polacco CeTo ha iniziato a operare a novembre MTS Poland, dove si negoziano titoli in zloty. È stata avviata con la società inglese Atfox la creazione di una piattaforma elettronica per il mercato degli swaps.

Lo sviluppo di BondVision ha trovato forte impulso nella crescita degli aderenti esteri; l'offerta dei prodotti quotati è stata estesa ai titoli di Stato emessi dai paesi dell'Europa orientale e agli ETF su titoli di Stato. È stato ampliato il novero degli indici obbligazionari calcolati sulle quotazioni dell'EuroMTS; un numero crescente di operatori utilizza tali indicatori come benchmark di riferimento per i mercati obbligazionari europei.

Sull'e-MID i volumi scambiati sono cresciuti, grazie in particolare all'aumento delle negoziazioni overnight e alla maggiore attività degli operatori non residenti; continua a registrarsi una forte variabilità nei volumi del

circuito e-Mider dove si negoziano gli swap sul tasso Eonia. Nello scorso mese di gennaio è stata avviata dall'e-MID la nuova piattaforma Trade Impact, caratterizzata da un'architettura modulare che consente l'offerta di nuovi servizi e più elevati livelli di efficienza.

Con la nuova piattaforma sarà possibile accedere alle negoziazioni mediante internet e Bloomberg, oltre che con il tradizionale canale offerto dalla rete SIA. Gli aderenti potranno inserire più proposte, di offerta e di domanda. Sarà introdotto, a beneficio principalmente delle banche di dimensioni medio-piccole, un ulteriore profilo di operatore, abilitato esclusivamente ad accettare le proposte formulate dagli altri intermediari (e-MID light).

Tra i progetti da realizzare con la nuova piattaforma figurano l'avvio di segmenti di mercato nei paesi dell'Europa orientale e l'introduzione, alla partenza di TARGET 2, del servizio straight-through-processing anche per gli aderenti non italiani.

Il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato

Il comparto a pronti. – La diminuzione dei volumi non ha inciso sulla liquidità e sull'efficienza del comparto, che ha registrato un'ulteriore, lieve riduzione del differenziale denaro-lettera. Malgrado la contrazione del numero dei partecipanti, si mantiene elevata la competizione tra gli operatori; cresce il numero degli strumenti quotati e degli aderenti che utilizzano la controparte centrale; si estende l'attività di contrattazione nei giorni precedenti l'emissione (grey market).

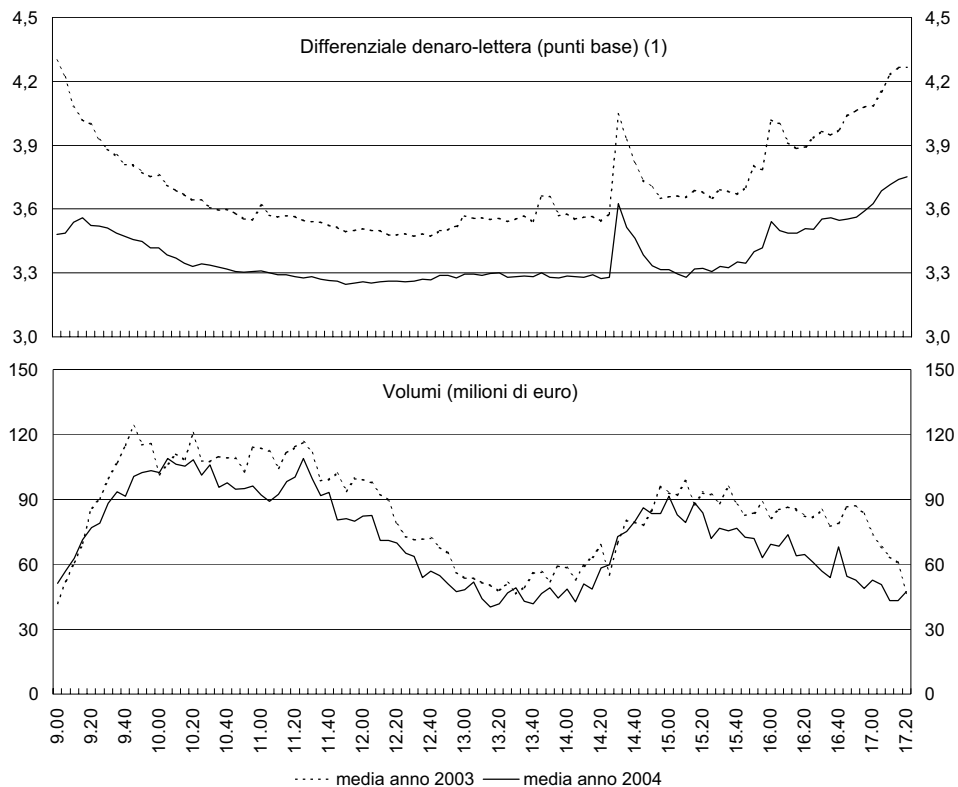
La minore attività in titoli di Stato sulle piattaforme inter-dealer può essere ricondotta in larga parte alla bassa volatilità dei prezzi; si sono ulteriormente contratti i margini derivanti dall'attività di market making. Continua lo spostamento di una parte dei partecipanti, soprattutto di minore dimensione, verso i circuiti gestiti dai grandi intermediari internazionali e verso quelli rivolti agli investitori istituzionali, caratterizzati da minori costi di adesione e da crescente liquidità e trasparenza.

Tra il 2003 e il 2004 i volumi medi giornalieri sul comparto a pronti dell'MTS sono passati da 8.400 a 7.500 milioni di euro, con un calo dell'11 per cento. Il 58 per cento degli scambi è riconducibile agli operatori esteri (cfr. nell'Appendice la tav. aG1). Nello stesso periodo la quota degli strumenti a breve termine (BOT e CTZ) è aumentata dal 17 al 22 per cento, mentre quella dei CCT è scesa dal 28 al 22.

Il differenziale medio denaro-lettera si è ridotto da 3,7 a 3,5 centesimi. La distribuzione nel corso della giornata dello spread e dei volumi negoziati conferma l'elevata liquidità del mercato in tutte le fasi orarie delle contrattazioni; una momentanea riduzione interviene solo tra le 14,30 e le 16,00 allorché sono diffusi dati e commenti afferenti l'economia americana (fig. G1).

Fig. G1

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



(1) Dall'analisi vengono eliminate le quotazioni con spread superiore a 200 punti base.

La diminuzione del numero di intermediari che partecipano all'MTS si inserisce in una tendenza generale che si sta registrando anche in altre piattaforme inter-dealer europee. La concentrazione per aderente e per strumento finanziario si è tuttavia ulteriormente ridotta per la maggiore competizione tra gli operatori principali del mercato.

Nel corso del 2004 il numero dei partecipanti all'MTS è sceso da 141 a 130 (di cui 90 italiani); gli operatori principali si sono ridotti da 33 a 31. È stata introdotta la figura dell'operatore principale sul comparto dei BOT, che ha visto l'adesione di 6 banche italiane. L'intervento risponde a esigenze di maggiore flessibilità del mercato, segnala la volontà di conferire maggiore liquidità ai titoli meno trattati, indica un'evoluzione verso la specializzazione per tipologia di titoli negoziati.

La quota dei primi 5 intermediari (di cui 3 italiani) è stata pari al 30 per cento (39 nel 2003); quella dei primi 10 al 51 per cento (63 nel 2003). Anche la distribuzione degli scambi sui diversi strumenti finanziari indica una maggiore dispersione dell'attività: i primi 5 titoli hanno rappresentato il 15 per cento (22 nel 2003), i primi 10 il 26 per cento (35 nel 2003).

Il contributo all'efficienza del mercato secondario apportato dagli operatori specialisti in titoli di Stato, in termini di differenziale denaro-lettera, volumi scambiati, numerosità dei titoli quotati e trattati, si è mantenuto su livelli elevati. Il Ministero dell'Economia e delle finanze ha rivisto i criteri per la loro valutazione, dando maggiore rilievo ai profili qualitativi del loro comportamento.

Nell'ambito della collaborazione fornita dalla Banca d'Italia al Ministero è stato introdotto, a partire dal gennaio del 2005, un nuovo parametro che consente di apprezzare il contributo all'efficienza complessiva del mercato degli operatori che quotano quantità superiori a quelle medie, con differenziali denaro-lettera più contenuti.

L'attività sul grey market ha registrato un'ulteriore crescita. La differenza tra i prezzi di mercato e quelli di aggiudicazione delle aste è risultata sovente negativa: il fenomeno è riconducibile, in larga parte, alla forte competizione in atto tra gli operatori specialisti in relazione alla valutazione del loro comportamento in asta da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze.

Gli scambi sul grey market sono passati da 37.900 milioni del 2003 a 65.300 dell'anno successivo. Si è confermata la tendenza alla concentrazione degli scambi nel giorno d'asta: la maggior parte delle negoziazioni ha riguardato i BOT, i cui volumi hanno rappresentato il 25 per cento delle relative emissioni; l'analoga quota per i BTP è stata del 20 per cento. Nelle aste dei nuovi BTP benchmark, il fenomeno del sovrapprezzo è stato particolarmente significativo per i titoli decennali e quinquennali.

Il Tesoro italiano ha intensificato le emissioni di titoli legati all'inflazione, che rispondono all'esigenza dei fondi pensione e delle assicurazioni di garantire un rendimento reale alla propria clientela.

Il loro valore nominale in circolazione ammontava a 29 miliardi di euro alla fine di dicembre, a 37 miliardi alla fine del marzo 2005, pari rispettivamente al 2,4 e al 3 per cento del debito italiano; gli scambi medi giornalieri hanno raggiunto 63 milioni di euro nel 2003 e 175 milioni nell'anno successivo. Nel 2004 sono stati quotati sull'MTS due nuovi BTP con queste caratteristiche, aventi scadenze a 10 e 30 anni.

Gli scambi effettuati sull'MTS per mezzo delle controparti centrali sono ammontati al 9 per cento del totale, in diminuzione rispetto all'11 del 2003 per il recesso di due importanti operatori esteri, solo in parte compensato nei volumi dall'ingresso di nuovi intermediari (tra cui 4 italiani).

Il comparto dei pronti contro termine. – La crescita dei volumi sull'MTS/PCT è risultata in linea con quella complessiva riscontrata nel comparto repo europeo. Si è rafforzata la correlazione tra il tasso Eurepo e quello del contratto general collateral sui titoli di Stato italiani; i rendimenti sui contratti special repo hanno segnalato efficacemente le condizioni di liquidità prevalenti sui singoli titoli nel mercato secondario.

L'aumento degli scambi trova spiegazione nel trasferimento sulla piattaforma elettronica di parte dell'operatività conclusa attraverso il tradizionale canale telefonico e nel maggior impegno delle banche a contenere l'esposizione al rischio di credito. Ha contribuito anche l'estensione, dopo l'avvio di Express II, dell'orario di negoziazione sulle scadenze con valuta nello stesso giorno. L'attività continua a essere concentrata sulle durate più brevi, articolandosi nell'arco della giornata secondo schemi operativi ormai consolidati.

Gli scambi medi giornalieri sull'MTS/PCT hanno superato i 55 miliardi di euro (49 nel 2003), con punte di 75 miliardi nel mese di maggio (cfr. nell'Appendice la tav. aG2). Il mercato dei pronti contro termine in Europa – secondo quanto riportato nell'indagine periodica condotta dall'International Securities Market Association (ISMA) – è aumentato del 14 per cento nel 2004.

Le negoziazioni si sono ancora prevalentemente concentrate sul segmento general collateral (57 per cento, 61 nel 2003), ma l'aumento maggiore si è registrato nello special repo, anche a seguito dell'intensificarsi delle coperture delle posizioni sul mercato a pronti.

Nel corso del 2004 il termine per le contrattazioni sulla scadenza overnight è stato progressivamente esteso dalle ore 9,15 fino alle 16,00. Le negoziazioni sono considerevolmente cresciute facendo registrare una media giornaliera di oltre 1.000 milioni di euro (45 nel 2003); nel primo trimestre del 2005 sono più che raddoppiate, superando i 2.300 milioni. I volumi su tale scadenza hanno rappresentato il 2 per cento delle transazioni totali, quelle sulle scadenze spot-next e tom-next, rispettivamente, il 76 e il 20 (75 e 23 nel 2003).

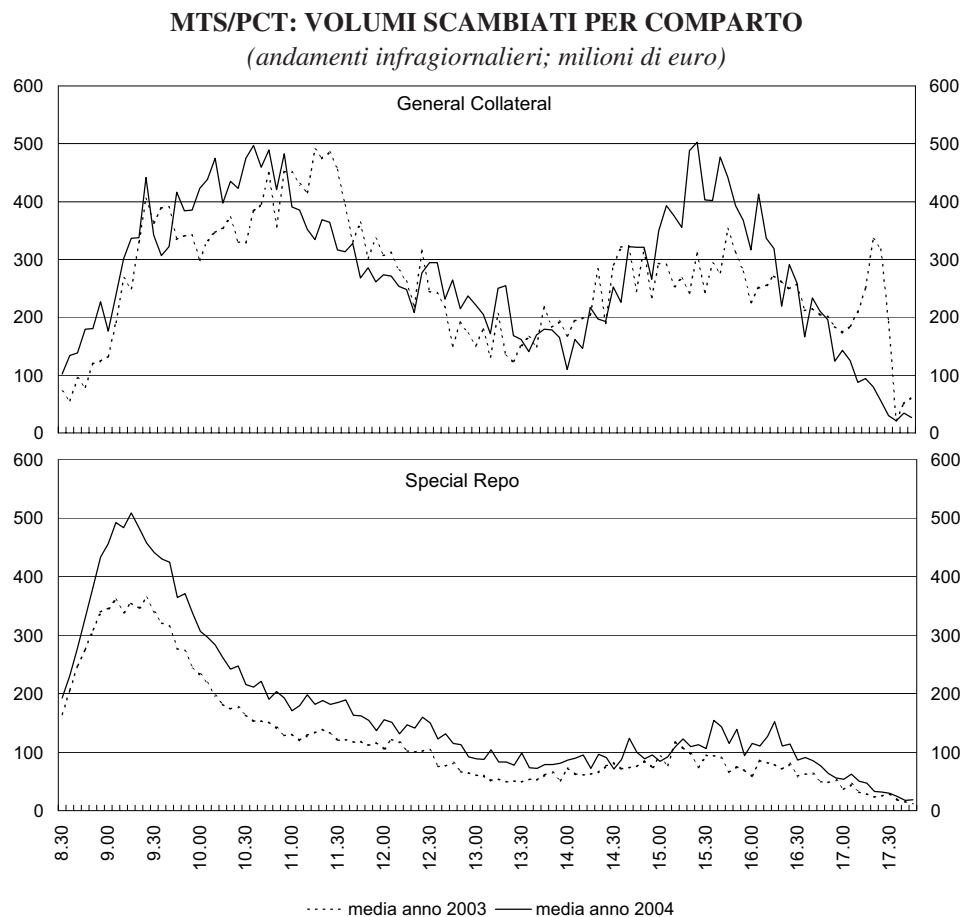
Il contributo che il segmento special repo offre all'efficiente funzionamento del sistema di regolamento si manifesta nell'aumento di attività registrato all'inizio della giornata operativa, allorché trovano sistemazione le transazioni non regolate nel ciclo notturno di Express II. La distribuzione infragiornaliera del general collateral mostra invece un incremento dei volumi nelle ore pomeridiane, in analogia con quanto avviene per la scadenza overnight sull'e-MID (fig. G2).

Malgrado la leggera flessione del numero degli aderenti, la concentrazione degli scambi per operatore è risultata pressoché invariata rispetto al 2003. L'attività degli investitori istituzionali è stata piuttosto contenuta; la quota delle negoziazioni effettuate tramite le controparti centrali è cresciuta significativamente con l'adesione al servizio di alcune grandi banche italiane.

Il numero dei partecipanti all'MTS/PCT è diminuito di 10 unità, passando a 182; 87 aderiscono in via remota. I 5 intermediari più attivi hanno scambiato il 33 per cento del totale (34 nel 2003), i primi 10 il 52 per cento (54 nel 2003). L'attività degli 11 investitori istituzionali ha rappresentato l'8 per cento del mercato, concentrata per oltre la metà in un solo grande operatore.

Nel primo trimestre del 2005, con l'adesione di 3 ulteriori intermediari italiani, il volume delle negoziazioni effettuate mediante controparte centrale è aumentato significativamente, passando al 19 per cento dal 6 del 2004.

Fig. G2



I differenziali tra i tassi e-MID e i corrispondenti tassi repo sull'MTS/PCT, che riflettono l'utilità e il costo della garanzia in titoli, crescono sensibilmente all'aumentare della durata del contratto.

Il differenziale medio tra i tassi dei depositi interbancari e quelli dei contratti general collateral di analogia scadenza è stato pari a -0,2 punti base sull'overnight, 0,4 sul tom-next, 1,4 sullo spot-next, 3,3 sulla settimana e 5,5 per la durata a un mese. Le analisi indicano che, per i contratti con durata un giorno, i costi operativi della costituzione di garanzie, pur contraendosi rispetto agli anni passati, restano più elevati della riduzione del rischio di controparte.

Il tasso sui contratti special repo ha segnalato efficacemente, con valori a volte negativi, le tensioni sul mercato secondario. Nella maggior parte dei casi, esse sono state causate da scarsità di titoli con peculiari caratteristiche e dalla ridotta propensione degli investitori istituzionali a eseguire operazioni di prestito.

I fenomeni si sono manifestati anche su strumenti finanziari oggetto di operazioni di concambio o di riacquisto da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze. In occasione dell'emissione del nuovo BTP quinquennale nel gennaio del 2005, la difficoltà di reperimento ha determinato per alcuni giorni un numero significativo di transazioni non eseguite nel sistema di regolamento Express II; i tassi sul mercato sono tornati su livelli fisiologici solo dopo una nuova offerta del titolo da parte del Ministero.

Il mercato BondVision. – Nel suo terzo anno di attività il mercato regolamentato che collega via internet, con un meccanismo di asta competitiva, banche, gestori del risparmio, assicurazioni ha segnato una crescita sostenuta; sono aumentate le contrattazioni sui titoli di Stato benchmark dell'area dell'euro. La trasparenza e l'economicità di connessione costituiscono i principali fattori alla base della diffusione della piattaforma tra gli operatori.

I volumi medi giornalieri sono più che raddoppiati rispetto all'anno precedente, passando da 680 a 1.300 milioni di euro. I BTP hanno rappresentato il 29 per cento (37 nel 2003), i BOT il 10 per cento (7 nel 2003), i CCT il 14 per cento (19 nel 2003), i CTZ il 6 per cento (6 nel 2003) e i titoli degli altri paesi dell'area dell'euro il 41 per cento (31 nel 2003).

Alla fine del 2004 gli aderenti erano 198 (159 nel 2003): quelli in accesso remoto, soprattutto investitori istituzionali, sono aumentati da 111 a 145; i market maker da 29 a 32. Sui primi 5 operatori si è concentrato il 19 per cento delle negoziazioni, sui primi 10 il 35 per cento.

Gli operatori principali tendono a offrire agli investitori istituzionali condizioni particolarmente favorevoli; i prezzi a cui vengono conclusi i contratti su BondVision si collocano spesso all'interno del differenziale denaro-lettera presente sull'MTS nello stesso momento.

EuroMTS e gli altri MTS nazionali. – La creazione di nuovi comparti per la negoziazione di strumenti finanziari legati all'inflazione e dei titoli di Stato europei a breve termine non ha impedito una forte contrazione dell'attività complessiva sull'EuroMTS; gli scambi sui titoli governativi emessi dai paesi di minori dimensioni non hanno raggiunto livelli significativi di liquidità. Anche sugli altri mercati gestiti dal gruppo MTS i volumi hanno registrato sensibili diminuzioni.

I volumi medi giornalieri su EuroMTS sono stati pari a 1.445 milioni di euro, contro i 2.400 del 2003. I titoli italiani hanno rappresentato il 26 per cento del totale (17 nel 2003); quelli dei principali paesi europei (italiani, tedeschi, francesi e spagnoli) il 57 per cento (54 nel 2003). Le negoziazioni su strumenti finanziari emessi dagli altri paesi sono rimaste sostanzialmente invariate, anche se in corso d'anno sono entrati a far parte del listino i titoli di Danimarca, Lituania, Repubblica Ceca, Slovacchia, Svezia e Ungheria.

Ad eccezione di MTS/Finland e MTS/Greece, tutte le piattaforme di negoziazione nazionali sono state interessate da una flessione di attività, in particolare MTS/Spain (50 per cento), MTS/Deutschland (35 per cento), MTS/Amsterdam (31 per cento) e MTS/France (30 per cento).

I volumi sui titoli non governativi del circuito EuroMTS sono diminuiti da 1.470 a 890 milioni di euro. Le negoziazioni su questa tipologia di strumenti finanziari continuano a essere effettuate prevalentemente su base bilaterale o su circuiti di scambio diversi da quelli regolamentati. Le transazioni medie giornaliere sull'MTS/Corporate sono state pari a 115 milioni di euro (93 milioni nel 2003), quasi interamente concentrati su titoli emessi dalla Banca europea degli investimenti.

L'attività over-the-counter (OTC). – L'analisi del complesso delle negoziazioni di un campione di intermediari ha confermato, anche per il 2004, che la maggior parte degli scambi sul mercato secondario dei titoli di Stato italiani viene effettuata sull'MTS; il processo di formazione dei prezzi beneficia della maggiore trasparenza ed efficienza del mercato regolamentato.

La rilevazione è stata condotta su un campione di 14 intermediari (di cui 7 residenti in Italia), la cui operatività rappresenta oltre il 50 per cento di quella svolta sull'MTS. Rispetto all'attività complessiva in titoli di Stato italiani, le transazioni in contanti sono state effettuate per il 37 per cento sull'OTC e per il restante 63 per cento sull'MTS. Il canale telefonico ha continuato a rappresentare la modalità prevalente di negoziazione sull'OTC (88 per cento del totale), in particolare per gli intermediari italiani; maggiore è stato l'utilizzo di sistemi elettronici tra gli operatori esteri.

Le negoziazioni in pronti contro termine su titoli italiani sono state effettuate per il 34 per cento sull'OTC e per il 66 sull'MTS; gli operatori residenti in Italia sono maggiormente attivi sul mercato regolamentato (84 per cento), mentre per quelli esteri prevalgono le negoziazioni OTC (63 per cento). I contratti di durata superiore a una settimana rappresentano il 17 per cento dell'attività OTC, a fronte di volumi estremamente contenuti sull'MTS.

Il mercato interbancario dei depositi (e-MID)

La liquidità del mercato ha beneficiato di un consistente incremento dei volumi negoziati e di un aumento della partecipazione di grandi operatori esteri. Gli spread denaro-lettera si sono mantenuti su valori molto contenuti, anche in rapporto a quelli del segmento OTC.

L'incremento dei volumi (16 per cento) si è realizzato pressoché interamente sulla scadenza overnight, in linea con la tendenza che si riscontra nel mercato monetario dell'area dell'euro (cfr. nell'Appendice la tav. aG3). All'aumento hanno contribuito la messa a regime del nuovo sistema di regolamento Express II e le modifiche intervenute nell'assetto operativo della politica monetaria.

Le contrattazioni medie giornaliere si sono attestate a 20.500 milioni di euro (17.800 milioni nel 2003), il 90 per cento delle quali sull'overnight; nel primo trimestre del 2005 sono salite a 22.300 milioni. Sul comparto in dollari la media giornaliera è passata nell'anno da 1.400 a 1.570 milioni di dollari.

L'ulteriore riduzione della quota degli scambi di depositi con durata superiore a un giorno scaturisce dalla maggiore attenzione degli intermediari al contenimento del rischio di credito, che per tali scadenze spinge a preferire contratti con garanzie in titoli.

L'avvio di Express II sembra aver determinato un incremento dei volumi sull'e-MID. Si registra in particolare una intensificazione delle negoziazioni all'inizio della giornata operativa, prevalentemente per l'impiego di liquidità rinveniente dal regolamento del ciclo notturno di Express II, e nel tardo pomeriggio, allorché viene appostata la riserva per il giorno successivo.

L'utilizzo da parte dell'Eurosistema di operazioni di rifinanziamento principale di durata settimanale (dalle precedenti due settimane) ha portato a una più veloce circolazione della liquidità e a una sua più intensa redistribuzione fra gli intermediari.

L'incremento degli aderenti all'e-MID è riconducibile ai soggetti esteri che accedono al mercato in via remota; ne è conseguita un'ulteriore espansione del segmento large deal, dove è previsto un lotto minimo di negoziazioni di 100 milioni di euro. Il grado di concentrazione degli scambi rimane contenuto, sostanzialmente in linea con quanto si osserva sul mercato monetario dell'area dell'euro.

Alla fine del 2004 partecipavano all'e-MID 186 intermediari (183 nel 2003); come negli anni scorsi, l'incremento degli aderenti esteri in accesso remoto (passati da 52 a 65) ha più che compensato la diminuzione degli intermediari italiani. I primi 10 operatori per volume scambiato hanno rappresentato il 28 per cento del totale e il 42 nel large deal. Questo segmento ha rappresentato il 45 per cento del mercato (36 nel 2003) con volumi medi giornalieri di 8.850 milioni di euro; l'attività degli operatori esteri è ulteriormente cresciuta e rappresenta oltre il 78 per cento di quella complessiva (64 per cento nel 2003).

Situazioni di tensione – contrassegnate da decisi cali dei volumi e da incrementi dei differenziali denaro-lettera – si sono verificate in corrispondenza delle giornate di chiusura dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria, soprattutto nei primi mesi successivi all'introduzione del nuovo assetto operativo di politica monetaria. Nella seconda parte dell'anno, il più frequente ricorso a interventi di *fine-tuning*, unitamente a modifiche delle informazioni fornite al mercato da parte dell'Eurosistema sulle riserve bancarie nell'area dell'euro, ha consentito di contenere la volatilità infragiornaliera del tasso overnight, in particolare negli ultimi giorni del periodo di mantenimento.

La deviazione standard del tasso overnight, misurata su base infragiornaliera, è passata da 0,24 nel periodo gennaio 2003-maggio 2004 a 0,09 nel periodo giugno 2004-marzo 2005.

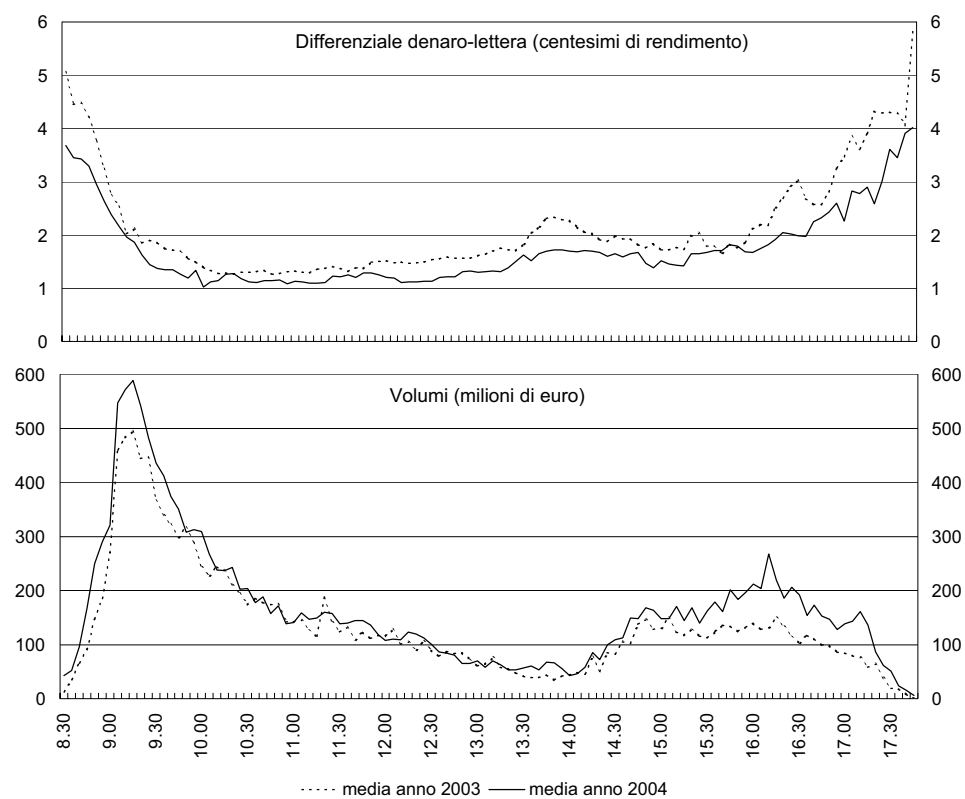
Il differenziale denaro-lettera sulla scadenza overnight è rimasto contenuto anche nelle fasi operative caratterizzate da ridotti volumi di negoziazione

(fig. G3). Il rendimento rilevato sull'e-MID rappresenta un efficiente indicatore infragiornaliero delle condizioni di liquidità dell'intera area dell'euro.

Il differenziale denaro-lettera mostra il tradizionale andamento a "U" con un allargamento all'inizio e alla fine della giornata operativa: i valori medi sono compresi tra uno e due centesimi di punto percentuale nella fascia oraria che va dalle 9,00 alle 16,30. La distribuzione infragiornaliera dei volumi continua a risentire delle modalità operative delle tesorerie bancarie che tendono a concentrare la loro attività all'inizio della giornata.

Fig. G3

**e-MID: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA E VOLUMI
SCAMBIATI SULLA SCADENZA OVERNIGHT**
(andamenti infragiornalieri)



Interventi di vigilanza

Nell'ambito dell'attività di controllo sui sistemi di negoziazione, sono stati esaminati i documenti inviati dalle società di gestione ai sensi delle Istruzioni di vigilanza e verificati gli adempimenti più rilevanti per l'ordinato funzionamento dei mercati; si sono tenuti incontri con gli esponenti aziendali.

Sono state oggetto di approfondimento, in particolare, le relazioni annuali sulla struttura organizzativa e informatica e sulla gestione dei rischi. Ai gestori dei mercati è stato chiesto di predisporre un documento di pianificazione dei lavori per l'adeguamento alle Linee guida per la continuità di servizio emanate dalla Banca.

Sono stati effettuati 15 interventi nei confronti delle società di gestione, anche attraverso contatti telefonici finalizzati a verificare la correttezza delle analisi delle anomalie rilevate e a seguire la loro tempestiva risoluzione. Gli incontri con gli esponenti aziendali sono stati otto; hanno consentito di acquisire informazioni sull'attività di pianificazione e di approfondire aspetti organizzativi e tecnologici relativi ai sistemi. La Banca ha vagliato 50 richieste di adesione ai mercati vigilati da parte di operatori esteri, in prevalenza relative a BondVision; in 23 casi sono stati attivati i previsti canali informativi con le competenti autorità di vigilanza dei paesi interessati.

Occasioni di confronto con i principali operatori dei mercati vigilati sono: la partecipazione al Comitato consultivo per il mercato italiano previsto dallo statuto di MTS spa, le riunioni mensili con gli operatori specialisti in titoli di Stato presso il Ministero dell'Economia e delle finanze, i periodici incontri con i rappresentanti degli intermediari più attivi sul mercato monetario.

La Banca ha fornito il proprio parere al Ministero dell'Economia e delle finanze e alla Consob sulle modifiche ai regolamenti dell'MTS, di BondVision e dell'MTS/Corporate, nonché allo statuto di MTS spa.

Le novità hanno riguardato, fra l'altro, la riduzione dei requisiti patrimoniali per l'ammissione all'MTS e all'MTS/Corporate di alcune categorie di operatori nel caso di utilizzo, anche indiretto, dei servizi di controparte centrale, nonché l'introduzione su tali mercati della facoltà di operare anche in nome proprio e per conto di altri soggetti ammessi alle negoziazioni. Lo scorso mese di gennaio l'assemblea degli azionisti di MTS spa, avvalendosi delle opportunità offerte dal nuovo diritto societario, ha deliberato l'adozione di un sistema di amministrazione e controllo di tipo dualistico.

Il 2 agosto un primario intermediario estero ha posto in essere un'anomala attività di negoziazione in titoli di Stato dell'area dell'euro realizzando, in un breve arco temporale, una rilevante operazione di vendita, seguita da un parziale riacquisto, sui circuiti nazionali gestiti dal gruppo MTS, in particolare su quello italiano, sulla piattaforma spagnola Sedaf e su quella greca HDAT.

Dopo aver accumulato gradualmente una significativa posizione "lunga" sul mercato a pronti e contestualmente una "corta" in contratti futures sul Bund, scambiati su Eurex, l'intermediario ha attuato una strategia di trading finalizzata a trarre profitto dall'elevato spessore dei mercati del gruppo MTS. Nel giorno scelto in base alle aspettative di un aumento dei prezzi, la posizione in future è stata gradualmente chiusa (acquistando contratti) per poi procedere, nel più breve tempo possibile, alla vendita dei titoli di Stato accumulati nei giorni precedenti. Un ruolo importante nella strategia ha avuto la realizzazione di una procedura informatica in grado di colpire pressoché simultaneamente le proposte presenti sui circuiti MTS.

Intorno alle ore 11,29 l'intermediario ha venduto in pochi secondi titoli di Stato per un ammontare di 11,4 miliardi di euro (1,6 miliardi in BTP su MTS Italia). Intorno alle 12,25 ha riacquistato titoli per circa 3,8 miliardi (700 milioni in BTP) al fine di neutralizzare il rischio risultante dalla posizione corta determinata dalle vendite in eccesso effettuate con la prima operazione.

Sul mercato regolamentato italiano il differenziale medio denaro-lettera è salito, in corrispondenza di tale operatività, a 6 punti base; il totale delle quantità visibili nelle prime cinque migliori proposte è sceso da 9 a 2 miliardi di euro. Il mercato si è dimostrato comunque capace di assorbire volumi consistenti in un ristretto lasso temporale; il prezzo del BTP benchmark decennale, dopo aver perso circa venti centesimi, si è mosso in linea con il contratto future sul Bund; il giorno successivo al 2 agosto le negoziazioni non hanno fatto registrare particolari anomalie nei differenziali e nei volumi scambiati; la liquidazione dei contratti, avvenuta il 5 agosto, si è svolta regolarmente.

L'operazione – inusuale per dimensioni e concentrazione nel tempo – si inseriva in una strategia finalizzata a trarre vantaggio dal più elevato livello di liquidità e spessore che caratterizza i mercati del gruppo MTS rispetto a quelli dei future sul Bund e sul Bobl (Eurex). La possibilità per un operatore di vendere o acquistare sull'MTS, in un determinato momento, un ammontare molto ampio di titoli senza provocare effetti significativi sul prezzo discende, in larga parte, dalla microstruttura del mercato, circuito quote driven con obblighi di quotazione, molto diversa da quella di Eurex, circuito order driven ad asta continua.

I sistemi di tipo quote driven sono definiti dalla presenza di market maker che si impegnano a esporre in via continuativa e contemporanea prezzi in acquisto e vendita; le contrattazioni sono concluse con immediatezza attraverso l'accettazione delle quotazioni da parte dei dealer. In un sistema order driven tutti i partecipanti immettono ordini con un'indicazione di prezzo sul sistema di negoziazione, il quale provvede a incrociare le proposte in acquisto con quelle in vendita.

Sulla vicenda sono tuttora in corso indagini condotte, oltre che dallo stesso MTS, da organi giudiziari e autorità di vigilanza italiani ed europei.

LA SUPERVISIONE SUI SISTEMI DI GESTIONE ACCENTRATA, REGOLAMENTO, GARANZIA

Nel settore del post-trading il 2004 si è caratterizzato per l'avvio di servizi di rilievo strategico. A gennaio la Monte Titoli ha completato l'attivazione di Express II; dall'agosto scorso la Cassa di compensazione e garanzia agisce come controparte centrale anche sui mercati gestiti dall'MTS, congiuntamente con la francese LCH.Clearnet.

Monte Titoli e Cassa sono impegnate ad adeguare i propri sistemi a integrare con la prevista piattaforma condivisa in TARGET 2. L'Eurosistema ha definito procedure armonizzate per il rapporto di quest'ultima con i sistemi cosiddetti ancillari, quali i servizi di liquidazione e le controparti centrali (cfr. la sezione H: *La sorveglianza e l'offerta diretta di servizi di pagamento*).

I servizi di gestione accentrata

L'attività di gestione accentrata degli strumenti finanziari svolta dalla Monte Titoli ha mostrato una crescita consistente; la società si è confermata terza per valore di titoli gestiti, tra gli omologhi organismi europei.

Alla fine del 2004 il valore di mercato dei titoli depositati presso Monte Titoli ammontava a 2.215 miliardi di euro, con un incremento dell'8,4 per cento rispetto all'anno precedente. Lo stesso aggregato per il gruppo Euroclear è stato pari a 13.100 miliardi di euro e per Clearstream International a 7.600 miliardi, rispettivamente in aumento del 10,2 e del 3,5 per cento rispetto al 2003.

In valore nominale gli strumenti finanziari accentrati presso il depositario italiano sono saliti, nell'anno, da 1.643 miliardi di euro a 1.740; quelli gestiti attraverso collegamenti con i depositari centrali esteri sono aumentati da 12 a 16 miliardi (cfr. nell'Appendice la tav. aG4).

Le specie di titoli accentrati sono diminuite da 40.176 a 38.401 per la contrazione dei warrant, ridotti di 5.132 unità. Si mantiene elevata l'attività nelle operazioni caratteristiche della gestione accentrata: è aumentato del 10,6 per cento il valore delle operazioni relative a eventi societari (pagamento di interessi e dividendi, interventi sul capitale e rimborsi), pari a 113,3 miliardi; il numero delle disposizioni di trasferimento di titoli sui conti del sistema, 1,6 milioni, è diminuito dell'1,7 per cento.

È proseguita la tendenza al calo del numero di intermediari che aderiscono al depositario centrale italiano.

Tra il 2003 e il 2004 i depositanti sono passati da 473 a 421: sono diminuite le banche da 253 a 223, le SIM da 30 a 23, gli agenti di cambio da 5 a 3 e i soggetti esteri da 11 a 5. È cresciuto, da 1.396 a 1.546, il numero degli emittenti che partecipano al sistema. È ulteriormente aumentato, da 157 alla fine del primo trimestre del 2004 a 187 alla fine del marzo del 2005, il numero dei conti di custodia e regolamento utilizzati per mantenere separati i titoli di singoli operatori.

La Monte Titoli continua a espandere la gamma dei servizi offerti. Nel 2004 ha attivato MT-X (Monte Titoli Internet Communication System), che sfrutta la tecnologia internet per il collegamento e lo scambio di messaggi relativi alle funzioni di gestione accentrata.

Sono stati introdotti il servizio di gestione dei Flussi informativi standardizzati (FIS), che consente agli intermediari di segnalare alle società emittenti i nominativi dei soci e il servizio Info MT che fornisce l'informativa relativa alle operazioni societarie sui titoli depositati ai soggetti che non aderiscono alla gestione accentrata.

Il regolamento delle transazioni in titoli

La Monte Titoli ha completato nel corso del 2004 lo sviluppo del nuovo sistema di liquidazione; Express II risponde alle esigenze di integrazione provenienti dai mercati finanziari e assicura modalità operative avanzate, in linea con i principi internazionali.

Con l'avvio di Express II si è conclusa la privatizzazione dei servizi di regolamento. Il 26 gennaio 2004 è stata attivata per tutti i titoli la liquidazione netta, che si integra con quella lorda operativa dal 2000. La sua architettura è stata definita in modo coordinato con gli intermediari, i mercati e le infrastrutture; gli sviluppi sono discussi in uno specifico gruppo di consultazione costituito in sede ABI (Express User Group).

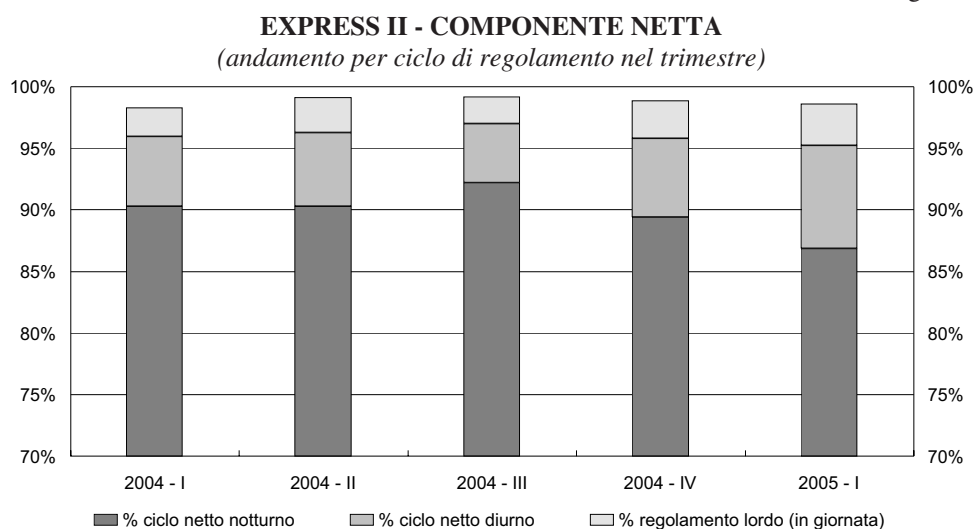
L'articolazione del sistema è volta a ridurre al minimo le operazioni non regolate per carenza di titoli o contante. Nel corso del ciclo notturno il processo di liquidazione si avvale anche dei flussi monetari derivanti dal rimborso dei titoli di Stato e dal pagamento dei relativi interessi; l'accesso al credito infragiornaliero offerto dalla Banca d'Italia avviene automaticamente, sfruttando strumenti finanziari già disponibili per i partecipanti (firm collateralization) o in corso di acquisizione (self collateralisation); il credito ottenuto è utilizzato per regolare i saldi contante nel medesimo ciclo. Componente tecnica rilevante del nuovo sistema di liquidazione è l'algoritmo di ottimizzazione; attraverso un procedimento che iterativamente confronta le possibili soluzioni, esso individua il risultato di regolamento ottimale, date le disponibilità in titoli e contante dei partecipanti; seleziona inoltre le operazioni non regolabili all'interno dei cicli netti inviandole alla componente lorda.

L'efficienza di funzionamento di un sistema di liquidazione dipende dalla sua capacità di eseguire, nei tempi previsti, una quota significativa di operazioni rispetto a quelle acquisite. Express II ha consentito, nell'anno

trascorso, l'ordinato regolamento delle operazioni anche in presenza di volumi particolarmente elevati o di tensioni su singoli titoli. Le transazioni non eseguite (fail) sono risultate contenute in numero e valore; in media, rimangono in attesa di esecuzione per meno di due giorni.

Il valore giornaliero delle operazioni immesse nel sistema è stato pari a 170 miliardi di euro; il 98,9 per cento è liquidato nella giornata originariamente prevista. Il ciclo notturno di compensazione ha regolato il 90,6 per cento del valore quotidianamente immesso; al termine del ciclo netto diurno questa percentuale sale al 96,3 per cento. La componente lorda liquida entro le ore 16 un altro 2,6 per cento. Negli ultimi 2 trimestri si è ridotta la quota di operazioni regolate nel ciclo notturno di compensazione (fig. G4).

Fig. G4



Le operazioni affluite nella componente netta di Express II sono state stipulate per la maggior parte (69,8 per cento del valore totale) nei mercati regolamentati italiani; le controparti centrali (LCH.Clearnet e Cassa di compensazione e garanzia) hanno garantito il 6,6 per cento. Il 29,4 per cento è derivato da attività over-the-counter; le operazioni del Ministero dell'Economia e delle finanze hanno rappresentato lo 0,8 per cento (cfr. nell'Appendice la tav. aG6).

Il credito automaticamente erogato dalla Banca d'Italia nel ciclo notturno ha rappresentato il 21,7 per cento del contante a debito dei partecipanti (in media, 5,7 miliardi al giorno); gli intermediari hanno fatto ricorso prevalentemente alla self-collateralisation (86,3 per cento del credito).

Gli aderenti al sistema di liquidazione sono diminuiti, in linea con la tendenza emersa negli ultimi anni. Si è mantenuta elevata la concentrazione dell'operatività; la distribuzione dell'attività fra gli intermediari rappresenta un profilo attentamente considerato nell'attività di controllo svolta

dalla Banca, al fine di ridurre i rischi connessi con potenziali difficoltà degli aderenti maggiormente attivi.

Alla fine del marzo scorso erano 125 i soggetti che partecipavano alla componente netta di Express II (143 nel marzo del 2004): 110 banche, 10 SIM (rispettivamente 122 e 16); le due controparti centrali, le Poste italiane, il Ministero dell'Economia e delle finanze e la Banca; erano 2 gli aderenti in accesso remoto (7 nel marzo del 2004).

Il 62,9 per cento del valore regolato ha fatto capo ai 5 operatori più attivi, l'81,5 per cento ai primi 10. In termini di numero di operazioni, la quota dei primi 5 è stata pari al 38,3 per cento; al 60,1 per cento quella relativa ai primi 10.

La Monte Titoli ha apportato alcuni miglioramenti al funzionamento di Express II, che hanno principalmente riguardato: l'estensione del meccanismo di frazionamento dei fail per facilitarne il regolamento nella liquidazione lorda; l'automazione della gestione degli eventi societari; l'anticipo della chiusura del ciclo notturno di compensazione, con la conseguente riduzione dei tempi di elaborazione.

La Monte Titoli ha inoltre avviato un ampio confronto, nell'ambito dell'Express User Group, allo scopo di definire incentivi per i partecipanti a regolare le operazioni nella giornata prevista.

La società sta sviluppando servizi automatici di riscontro e rettifica giornalieri (RRG) delle operazioni, atti a interagire con sistemi di regolamento posti in diversi paesi.

I servizi di riscontro e rettifica giornalieri relativi alle due componenti di Express II hanno gestito nell'anno oltre 163 milioni di operazioni in titoli e hanno inviato più di 42 milioni di istruzioni al sistema di liquidazione.

La liquidazione su base lorda. – Il 2004 è stato un anno di crescita significativa per la componente lorda di Express II (cfr. nell'Appendice la tav. aG5). A differenza di quanto avveniva con la Liquidazione dei titoli, in cui i fail davano luogo a sistemazioni bilaterali fra gli aderenti, nel nuovo sistema di regolamento la componente lorda riceve automaticamente le operazioni non liquidate in quella netta; di conseguenza, ha tratto un rilevante impulso dalla completa attivazione di quest'ultima.

Le operazioni regolate sono state in media 2.269 al giorno (466 nel 2003), per un valore di 19 miliardi di euro (5 nel 2003).

Rispetto al totale le operazioni provenienti dalla componente netta (fail) sono state pari al 27,5 per cento in numero e al 30,5 in valore.

La concentrazione dell'operatività per aderente è più accentuata di quella della liquidazione netta; è salita la quota di transazioni regolate direttamente sui conti in contante delle banche tesoriere.

I cinque partecipanti più attivi regolano il 75,9 per cento del valore totale (78,2 per cento nel 2003) e il 66,5 per cento del numero (78,1 nel 2003).

Quando le due controparti di un'operazione utilizzano la medesima banca per regolare in BI-REL il contante (cosiddetta banca tramite), il pagamento avviene sui conti di tale intermediario; nel 2004 è cresciuta al 15,4 per cento del valore totale da liquidare (2,1 per cento nel 2003) la quota di contante regolato sui conti delle "banche tramite".

I partecipanti al servizio di liquidazione su base lorda sono scesi a 132 alla fine dello scorso marzo (erano 150 alla fine del primo trimestre 2004); ciò è diretta conseguenza della diminuzione degli aderenti registrata per la componente netta di Express II.

Gli intermediari aderenti al solo servizio di liquidazione su base lorda erano 7 alla fine del primo trimestre del 2005, come l'anno precedente.

I servizi di compensazione e garanzia

Nel 2004 è proseguita la crescita dell'attività della Cassa di compensazione e garanzia, coerentemente con l'andamento delle principali controparti centrali europee.

Il mercato Idem ha toccato un nuovo massimo in termini di contratti negoziati (18,3 milioni), in crescita del 3 per cento rispetto al 2003. Il valore nozionale è stato tuttavia negativamente condizionato dall'andamento di future e mini-future sull'indice, che hanno segnato una consistente flessione (rispettivamente del 22 e del 42 per cento).

La Cassa ha inoltre gestito, per i mercati azionari a pronti, 34,6 milioni di contratti, per un importo medio giornaliero di 2,9 miliardi (2,7 miliardi nel 2003); sui mercati dell'MTS il valore è stato di circa 3 miliardi.

L'ammontare medio giornaliero dei margini iniziali richiesti dalla controparte centrale italiana è cresciuto a oltre 1.050 milioni (974 milioni l'anno precedente). L'incremento (8 per cento) è da ricondurre all'estensione del servizio all'MTS, all'aumento delle open positions nonché al positivo andamento dei prezzi registrato nel 2004 (fig. G5).

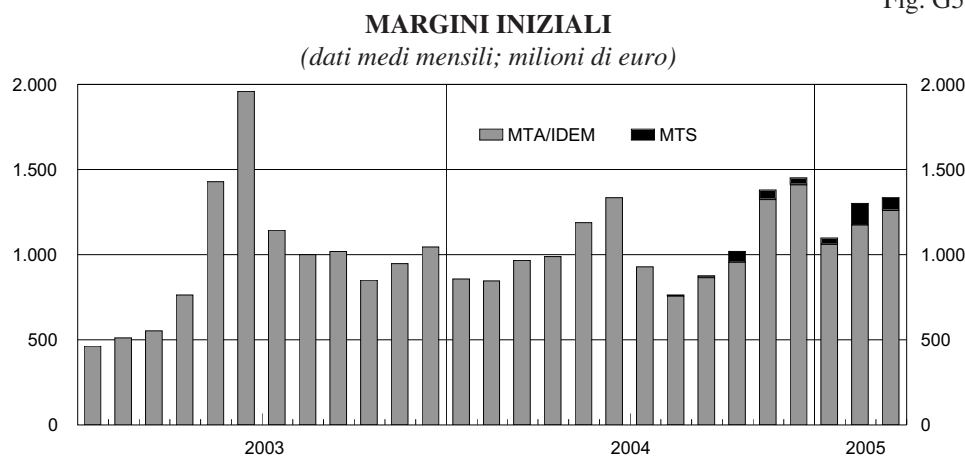
Il volume delle operazioni gestite dalla tedesca Eurex Clearing ha registrato nell'anno un incremento del 5 per cento, raggiungendo 1,07 miliardi di contratti; quello di LCH.Clearnet Group Ltd, che riunisce le controparti centrali francese e inglese, è stato di 1,04 miliardi, con un aumento del 14 per cento.

Per far fronte agli obblighi di versamento dei margini i partecipanti generalmente scelgono di utilizzare lo stesso strumento di pagamento: o

interamente titoli o solo contante. Permane su livelli significativi il versamento di garanzie in eccesso rispetto a quelle dovute.

Gli aderenti alla controparte centrale italiana hanno costituito margini per un ammontare medio di 1.411 milioni (56 per cento in contante e 44 in titoli), superiore del 34 per cento rispetto a quelli richiesti.

Fig. G5



Fonte: Cassa di compensazione e garanzia.

La Cassa ha mantenuto un atteggiamento ispirato a criteri prudenziali particolarmente stringenti nella determinazione dei margini richiesti ai partecipanti; ha inoltre attivato la procedura di versamento di margini infragiornalieri in 94 giornate (23 l'anno precedente), in relazione all'andamento del mercato e all'assunzione di consistenti posizioni individuali di rischio.

Con l'estensione del servizio di controparte centrale nel 2003 anche ai mercati azionari cash, la Cassa aveva introdotto come ulteriore forma di garanzia un default fund di natura mutualistica, alimentato da contribuzioni dei partecipanti; in caso di insufficienza dei margini di un insolvente per coprire le perdite, la Cassa utilizza le somme versate nel default fund anche dagli altri aderenti. Nel 2004, in concomitanza con l'avvio del servizio anche sui mercati cash e repo gestiti da MTS spa, è stato costituito un default fund anche per tale comparto. A fine anno i due fondi ammontavano rispettivamente a 101,6 e a 6 milioni di euro.

Nell'accordo di reciproca adesione fra la Cassa e LCH.Clearnet per l'erogazione del servizio di controparte centrale sul MTS, è stato previsto lo scambio di un margine iniziale preventivo, in luogo della partecipazione ai rispettivi default fund, per evitare che ciascuna sia esposta ai rischi di fallimento degli aderenti dell'altra.

Continua la flessione dei partecipanti alla Cassa, passati da 140 a 129 unità a seguito di 10 nuove adesioni e 21 recessi; aumentano gli aderenti

in accesso remoto, da 40 a 43, in linea con l'internazionalizzazione della piazza finanziaria italiana.

Alla fine del 2004 erano 87 i partecipanti all'Idem (103 nel 2003) di cui 27 generali, 21 individuali e 39 indiretti; sull'MTA erano 109 (113 nel 2003) suddivisi in 19 generali, 42 individuali e 48 indiretti. I partecipanti al comparto obbligazionario MTS erano 6 (cfr. nell'Appendice la tav. aG7).

Permane una significativa concentrazione nell'attività svolta dalla Cassa; ai primi 10 operatori fa capo oltre il 60 per cento dei margini iniziali medi giornalieri raccolti, ai primi 15 il 75 per cento. Ancora più accentuato risulta il fenomeno se si considera solo l'attività in conto proprio: i primi 10 partecipanti rappresentano circa l'87 per cento del totale.

Con l'avvio di Express II e la conseguente possibilità per il sistema di gestire i fail, 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). Nel 2004 sono state attivate 44 procedure di buy-in, per un valore totale pari a circa 15 milioni di euro.

Nello scorso dicembre la Cassa ha introdotto una commissione da applicare ai partecipanti che effettuano in ritardo il versamento giornaliero degli importi dovuti a titolo di margini; la puntualità dei pagamenti ne ha beneficiato in misura significativa.

Interventi di vigilanza

La vigilanza sulle società di gestione ha riguardato il rispetto delle norme e l'adeguatezza del disegno organizzativo, dell'infrastruttura informatica e delle misure di controllo dei rischi. In linea con le previsioni delle Istruzioni di vigilanza sono state esaminate, tra l'altro, le relazioni sulla struttura organizzativa e informatica e sulla gestione dei rischi; particolare attenzione è stata rivolta alla disamina delle verifiche svolte dalle società sulle strutture tecnologiche e informatiche rilevanti per la prestazione dei servizi istituzionali.

Gli interventi finalizzati ad approfondire e correggere situazioni di anomalia sono stati dieci. Si sono tenuti inoltre sette incontri con gli esponenti aziendali che hanno consentito di acquisire informazioni sull'attività di pianificazione e di approfondire aspetti organizzativi e relativi al contenimento dei rischi.

Uno specifico esame è stato svolto per analizzare e circoscrivere i rischi connessi con l'avvio del servizio di controparte centrale da parte della Cassa sull'MTS.

Nell'ambito degli interventi di vigilanza particolare rilievo hanno assunto le misure volte ad assicurare la continuità operativa. È stata richiesta alle società la predisposizione di un documento di pianificazione dei lavori di adeguamento al piano di continuità a fronte dei nuovi adempimenti previsti dalle Linee guida emanate nell'ottobre scorso (cfr. il capitolo: *La cooperazione internazionale e il quadro normativo*).

La Banca, d'intesa con la Consob, ha approvato alcune modifiche ai regolamenti operativi sui servizi di liquidazione e sul sistema di garanzia a controparte centrale.

Il regolamento di Express II è stato modificato per prevedere l'eventuale applicazione di penali ai partecipanti che generano operazioni non regolabili al termine della giornata di liquidazione per mancanza di titoli e di contante. La variazione del regolamento dei sistemi di garanzia ha riguardato l'istituzione del default fund per l'attività di controparte centrale sull'MTS.

È stato anche modificato il regolamento dei servizi di gestione accentrata. Le variazioni di maggior rilievo hanno riguardato l'individuazione del momento in cui si considerano irrevocabili e definitivi, ai sensi del decreto legislativo 12 aprile 2001, n. 210, i trasferimenti di strumenti finanziari effettuati mediante operazioni di "giro" e la disciplina del servizio di gestione delle comunicazioni tramite internet.