

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.

I sistemi di negoziazione di strumenti finanziari hanno realizzato nell'anno trascorso nuove operazioni di concentrazione e stretto accordi di collaborazione transfrontaliera. Nel settore dei servizi di liquidazione e garanzia prosegue la realizzazione delle integrazioni tecnologiche e societarie avviate negli anni passati. Si è accentuata la concorrenza tra i gestori dei sistemi. Si conferma la tendenza alla de-mutualizzazione delle infrastrutture dei mercati, il passaggio cioè della gestione dei servizi da organismi di cooperazione tra utenti a società di capitali orientate al profitto.

In Europa si confrontano esperienze di integrazione orizzontale, realizzate tra strutture che operano nel medesimo comparto (negoziazione, compensazione, regolamento), e forme di integrazione verticale, con una società-mercato che controlla l'intera filiera produttiva. Questi processi hanno implicazioni - in termini di concorrenza tra gestori - sulle quali si è recentemente manifestato l'interesse delle autorità comunitarie, con particolare riferimento ai cosiddetti silos verticali ove sono necessarie specifiche discipline in materia di libertà di accesso.

In ambito nazionale i sistemi di negoziazione e di liquidazione sono sottoposti a regimi normativi volti a garantire condizioni di efficienza, integrità e stabilità finanziaria. A livello internazionale il contenimento del rischio sistemico, la tutela dell'investitore, la promozione di condizioni di equità nell'accesso alle strutture e di efficienza nei servizi sono perseguiti attraverso la definizione e l'applicazione di principi e standard condivisi dalla comunità finanziaria. La conformità dei sistemi nazionali a tali standard contribuisce a orientare le scelte operative degli investitori.

Nel 2005 sono stati definiti i criteri per l'affidamento di servizi a terzi (outsourcing) e per la continuità operativa (business continuity); in ambito G-10 sono state avviate riflessioni sulle problematiche concernenti la compensazione e la garanzia dei derivati over-the-counter (OTC) e sulle implicazioni che l'attività dei maggiori operatori inter-

nazionali può comportare per la stabilità e l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento. Nel quadro dei programmi di valutazione del Fondo monetario internazionale (FMI) è stato esaminato anche il sistema finanziario italiano.

A livello comunitario procede la definizione del quadro giuridico necessario alla realizzazione del mercato unico dei servizi finanziari. È stato pubblicato un Libro bianco che illustra le strategie da attuare nel prossimo quinquennio. Agli inizi di questo mese di maggio un'analisi condotta dalla Commissione ha evidenziato l'importante contributo alla crescita economica che deriverebbe da assetti più integrati dei sistemi europei di compensazione e regolamento.

In Italia la legge sulla tutela del risparmio ha confermato le competenze della Banca d'Italia nella disciplina dei mercati e della gestione accentrata di strumenti finanziari previste nella Parte III del Testo unico della finanza (cfr. anche la sezione: L'attività di vigilanza sulle banche e sugli intermediari non bancari).

Le società italiane di gestione dei mercati e delle strutture di supporto hanno sviluppato strategie di crescita dimensionale, innovazioni dei processi, ampliamento della gamma dei servizi. Da un recente studio della Commissione europea risulta che il costo dei servizi di negoziazione, compensazione e regolamento sul mercato azionario italiano è il più contenuto nel confronto con le altre piazze finanziarie dell'Unione.

Nel comparto all'ingrosso dei titoli di Stato i mercati regolamentati italiani hanno risentito di una generalizzata minore attività nei circuiti riservati agli operatori professionali e dell'accentuarsi della pressione concorrenziale esercitata da altri gestori internazionali; la crescita dei volumi nel segmento dedicato agli investitori istituzionali (BondVision) ha solo in parte compensato la riduzione delle transazioni sull'MTS. Il mercato italiano degli scambi di fondi interbancari ha continuato a mostrare volumi di attività elevati e in crescita.

È proseguita l'espansione dell'attività dei sistemi italiani di post-trading - Monte Titoli e Cassa di compensazione e garanzia - che hanno tratto vantaggio dal positivo andamento dei mercati finanziari; ciò ha contribuito al miglioramento del risultato economico dei gestori.

LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE E IL QUADRO NORMATIVO

La cooperazione internazionale

Nel febbraio del 2005 il Joint Forum tra gli organismi internazionali di vigilanza finanziaria ha pubblicato il rapporto *Outsourcing in financial services*. Il documento esamina le implicazioni e i rischi per i soggetti vigilati che affidano a terzi l'esecuzione su base continuativa di attività rilevanti per la gestione aziendale. Propone la diffusione di *best practices* nella scelta dei fornitori, nella definizione degli obblighi contrattuali e dei meccanismi di supervisione. Fornisce parametri minimi di riferimento per valutare la qualità dei processi di esternalizzazione.

Il Financial Stability Forum ha avviato una consultazione su un documento dal titolo *High level principles for business continuity*, a cui potranno ispirarsi le normative e le prassi nazionali per garantire la continuità operativa dei sistemi anche in presenza di eventi catastrofici.

Su iniziativa del Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) sono stati costituiti presso la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), all'inizio del 2006, due gruppi di lavoro incaricati di approfondire tematiche volte a rendere i sistemi di negoziazione e di regolamento dei vari paesi meno esposti alle ripercussioni delle situazioni di crisi.

Il primo ha il mandato di aggiornare un rapporto della BRI del 1998 riguardante i processi di compensazione e regolamento dei derivati OTC alla luce della crescita degli scambi e delle innovazioni delle prassi di mercato in questo comparto. Il secondo si propone di esaminare i rischi connessi con la partecipazione a una pluralità di infrastrutture di pagamento e regolamento da parte di grandi operatori finanziari.

Nell'ambito del Financial Sector Assessment Program (FSAP) il Fondo monetario internazionale (FMI) ha pubblicato nel marzo scorso il rapporto sul sistema finanziario italiano (cfr. anche la sezione: L'attività di vigilanza sulle banche e sugli intermediari non bancari). Le valutazioni del Fondo riconoscono un'elevata conformità della regolamentazione e delle strutture italiane ai principi di riferimento per il settore (Iosco, *Principles for Securities Regulation* e CPSS-Iosco, *Recommendations for Securities Settlement Systems*).

Il Fondo dà atto del significativo sviluppo del mercato dei titoli di Stato italiani; viene riconosciuto il contributo della piattaforma dell'MTS all'integrazione finanziaria internazionale. La regolamentazione e la vigilanza di settore sono giudicate incisive e ampiamente aderenti ai principi internazionali.

Relativamente al settore del post-trading, il rapporto giudica elevato il grado di conformità ai criteri del CPSS e dello Iosco del sistema di regolamento della Monte Titoli (Express II), che nel gennaio 2004 ha sostituito la Liquidazione titoli gestita dalla Banca d'Italia. Per quanto riguarda la governance il Fondo, pur considerando pienamente osservata la relativa raccomandazione, suggerisce di aumentare il numero dei consiglieri indipendenti nel consiglio di amministrazione della Monte Titoli. Evidenzia, inoltre, l'opportunità che la società controlli con regolarità le procedure atte ad assicurare la continuità di servizio.

La Banca d'Italia sottoporrà a verifica periodica l'aderenza delle infrastrutture dei mercati finanziari ai principi concordati nelle sedi internazionali di cooperazione.

La normativa comunitaria

Nel dicembre del 2005 la Commissione europea ha pubblicato un Libro bianco per illustrare le strategie che si propone di attuare nel settore dei servizi finanziari nel prossimo quinquennio.

Dopo la vasta opera di armonizzazione legislativa attuata attraverso le misure previste dal precedente Piano d'azione, la Commissione si propone di consolidare i progressi verso un mercato finanziario europeo integrato, aperto, competitivo ed efficiente mediante l'eliminazione degli ostacoli alla libera circolazione dei servizi finanziari e dei capitali (cfr. anche la sezione: L'attività di vigilanza sulle banche e sugli intermediari non bancari).

La Commissione propone la semplificazione della legislazione comunitaria vigente e la periodica verifica della sua corretta attuazione nei singoli Stati membri. Il documento sottolinea l'importanza di rendere il processo di formazione delle decisioni più efficiente e flessibile attraverso una stretta interazione tra l'attività normativa europea, la regolamentazione di dettaglio a cura di appositi comitati della UE, l'attuazione da parte delle autorità nazionali e il controllo della Commissione sulla corretta applicazione delle disposizioni.

A giugno è stato pubblicato dalla Commissione europea un rapporto che illustra gli assetti delle infrastrutture dei mercati e descrive, in particolare, i collegamenti e gli accordi esistenti tra i sistemi di negoziazione e i sistemi di regolamento e garanzia. La Commissione sta svolgendo ulteriori analisi sulla base di un'indagine conoscitiva svolta presso le società di gestione europee. Nel nostro paese l'Autorità Garante della Concorrenza e

del Mercato ha avviato approfondimenti sui profili di concorrenza rilevanti per i servizi di trading e post-trading nazionali.

Nello scorso mese di gennaio la Commissione europea ha diffuso fra gli Stati membri un questionario sull'attuazione della direttiva CE 6 giugno 2002, n. 47 relativa ai contratti di garanzia finanziaria, al fine di acquisire dati e valutazioni per riferire al Parlamento europeo e al Consiglio.

Non sono state ancora assunte decisioni in merito all'emanazione di una direttiva in materia di garanzia e regolamento, che disciplini la libera prestazione di tali servizi nell'Unione europea sulla base di requisiti comuni.

Con la comunicazione dell'aprile del 2004 la Commissione europea ha prospettato la possibilità di armonizzare il quadro normativo per i sistemi di garanzia e regolamento al fine di assicurare condizioni di parità concorrenziale e presidi per la stabilità del sistema finanziario e per la tutela degli investitori. Tra i principali aspetti da considerare figurano la cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali, principi comuni per il contenimento dei rischi, la definizione di requisiti di adeguatezza patrimoniale e di governance.

Proseguono le attività dei tre gruppi di esperti costituiti in ambito comunitario (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group, Fiscal Compliance Group e Legal Certainty Group) per individuare le soluzioni volte a rimuovere gli ostacoli all'integrazione.

Dopo la pubblicazione nell'ottobre del 2004 del rapporto preliminare sugli standard europei in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli il gruppo di lavoro costituito congiuntamente tra il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e il Committee of European Securities Regulators (CESR) ha completato l'adeguamento al contesto europeo delle *Recommendations CPSS-Iosco for Central Counterparties*, pubblicate nel novembre del 2004 dalla BRI e dallo Iosco. Il gruppo ha anche approfondito alcune questioni rimaste irrisolte nel corso della predisposizione degli standard, tra cui: l'individuazione del regime regolamentare da applicare ai depositari centrali che hanno status di banca; l'estensione dell'applicazione degli standard alle banche che svolgono in misura significativa l'attività di custodia e regolamento dei titoli; la definizione del modello di cooperazione fra le autorità di vigilanza di settore e fra queste e i supervisori bancari.

Nel dicembre 2005 la Commissione ha presentato al Parlamento e al Consiglio europeo una relazione sull'applicazione della direttiva CE 19 maggio 1998, n. 26 (cosiddetta Settlement Finality Directive) sulla definitività degli ordini di trasferimento immessi nei sistemi di pagamento e di regolamento titoli.

Dalla consultazione con gli Stati membri è emerso un generale apprezzamento sull'attuazione della direttiva e, in particolare, sull'applicazione del principio secondo cui gli ordini di trasferimento definitivi non possono essere pregiudicati dall'apertura di una procedura di insolvenza nei confronti del partecipante. La Commissione sta invece valutando una parziale revisione della direttiva per alcuni aspetti, tra cui la nozione di partecipante indiretto, la definizione di procedura di insolvenza e le modalità di diffusione tra gli Stati membri delle informazioni sulle insolvenze.

L'attività normativa in Italia

Con legge 18 aprile 2005, n. 62 è stata recepita nell'ordinamento nazionale la direttiva CE 28 gennaio 2003, n. 6 (cosiddetta Market Abuse Directive). Essa ha apportato modifiche e integrazioni al Testo unico della finanza per quanto riguarda l'abuso di informazioni privilegiate, la manipolazione del mercato e le relative procedure sanzionatorie. In via generale sono stati inoltre trasferiti alla Banca d'Italia e alla Consob i poteri sanzionatori, in precedenza posti in capo al Ministero dell'Economia e delle finanze, in materia di mercati regolamentati, scambi organizzati, sistemi di gestione accentrata, garanzia e liquidazione.

In linea con la regolamentazione dei principali paesi e in conformità a standard internazionali, la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, ha emanato linee guida per la gestione dei processi di outsourcing di attività rilevanti per la gestione dei mercati e delle infrastrutture di regolamento e garanzia.

Le linee guida prevedono che le società assumano specifiche misure volte a consentire la gestione consapevole dei rischi associati all'esternalizzazione dei processi aziendali, definiscano adeguati flussi informativi a carico del fornitore e individuino chiaramente le attività oggetto del contratto di outsourcing e i relativi livelli di servizio.

I SISTEMI DI NEGOZIAZIONE

Nell'anno trascorso si sono concluse alcune rilevanti operazioni di integrazione tra mercati; altre non hanno avuto esito positivo; altre ancora sono in corso di definizione. Aumenta il numero delle borse quotate.

Negli Stati Uniti il NASDAQ ha acquisito Instinet, il principale broker per gli investitori istituzionali sui mercati azionari. Il New York Stock Exchange (NYSE), completata la fusione con Archipelago, società di Chicago quotata in borsa che gestisce una delle principali piattaforme telematiche di negoziazione degli Stati Uniti, è stato ammesso alla quotazione sul proprio listino nel marzo del 2006 e ha programmato l'introduzione della contrattazione telematica. Anche l'American Stock Exchange (AMEX) ha annunciato l'intenzione di procedere alla propria quotazione. La borsa di Vienna ha acquisito una partecipazione in quella di Budapest.

Non si è realizzata l'acquisizione da parte di Deutsche Börse del London Stock Exchange, mercato verso cui anche Euronext ha manifestato il proprio interesse. La borsa di Londra ha rifiutato, verso la fine dell'anno, l'offerta del gruppo australiano Macquarie Bank e, nel mese di marzo dell'anno in corso, quella del NASDAQ che ha peraltro acquisito una quota significativa del capitale della società inglese.

In Italia il controllo della MTS spa è stato acquisito dalla MBE Holding spa, partecipata al 51 per cento da Euronext e al 49 da Borsa Italiana. Quest'ultima sta vagliando diverse opzioni strategiche che includono alleanze internazionali e la propria quotazione. La società MTS ha formalizzato l'intesa con lo Stato di Israele per l'avvio del mercato all'ingrosso dei titoli governativi e concluso un accordo con il China foreign exchange trade per conferire liquidità, trasparenza ed efficienza al mercato domestico dei titoli a reddito fisso.

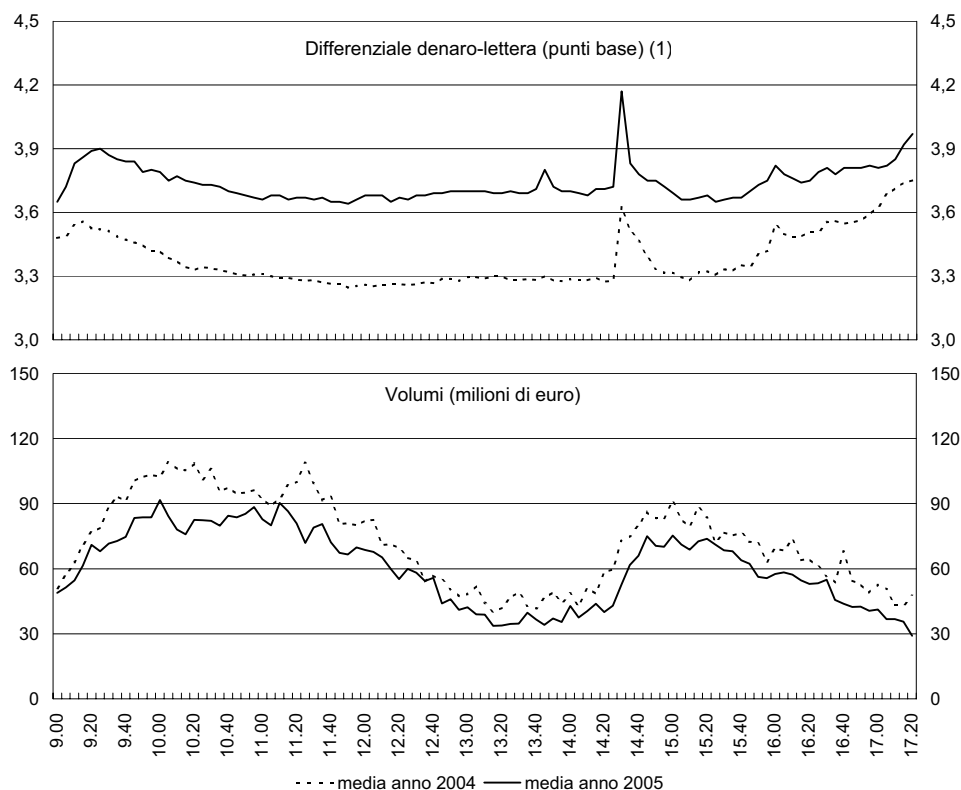
I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato

Il comparto a pronti. – I volumi trattati nel comparto a pronti dell'MTS (Mercato telematico dei titoli di Stato) sono ulteriormente diminuiti nel 2005. Hanno risentito di una minore operatività nei circuiti inter-dealer dovuta ai ridotti margini dell'attività di market making e alla bassa volatilità dei prezzi. La flessione - che ha riguardato tutte le categorie di titoli di Stato a eccezione dei BOT - è stata accompagnata, per la prima volta, da un modesto incremento del differenziale denaro-lettera. È proseguita la diminuzione del numero degli aderenti; la partecipazione al comparto tende a restringersi agli intermediari più specializzati e di maggiori dimensioni. Si è ridotta la

concentrazione dell'attività fra gli operatori. In forte crescita sono risultate le negoziazioni con l'interposizione delle controparti centrali.

Fig. G1

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



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

Il volume medio giornaliero degli scambi è stato pari a 6,3 miliardi di euro (-16 per cento rispetto al 2004). I BTP hanno rappresentato il 52 per cento del totale contro il 54 dell'anno precedente, i CCT il 19 (22 nel 2004); il peso degli strumenti a breve (BOT e CTZ) è aumentato dal 22 al 26 per cento (cfr. nell'Appendice la tav. aG1). Come nel 2004 la quota relativa agli operatori esteri è stata pari al 58 per cento.

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, nonostante il differenziale medio denaro-lettera sia leggermente aumentato, passando da 3,5 a 3,8 centesimi.

I partecipanti sono scesi da 130 a 119; gli operatori principali sono aumentati da 31 a 32. I primi 5 intermediari hanno rappresentato il 25 per cento del mercato (30 nel 2004); i primi dieci il 46 (51 nel 2004). La distribuzione delle negoziazioni tra i diversi strumenti finanziari si è mantenuta sui livelli dell'anno precedente, con i primi 5 titoli scambiati per il 15 per cento e i primi 10 per il 25.

Le negoziazioni garantite dalle due controparti centrali attive sull'MTS – Cassa di compensazione e garanzia e LCH.Clearnet - hanno interessato il 21 per cento degli scambi a fronte del 9 del 2004. L'aumento è dovuto all'adesione di operatori di grande dimensione: alla fine dello scorso mese di marzo erano 25 gli intermediari che utilizzavano una delle controparti centrali.

Pur in presenza di aspettative di rialzi dei tassi di interesse, il comparto dei CCT ha fatto registrare un calo delle quotazioni a seguito di forti vendite da parte degli investitori istituzionali. Questa situazione di difficoltà si è riflessa sull'andamento delle quantità quotate e dei differenziali denaro-lettera. Le incertezze manifestatesi su questo segmento sono verosimilmente riconducibili alla concorrenza di altri prodotti indicizzati o strutturati.

Nel comparto dei titoli con cedola legata all'inflazione si è registrato un significativo aumento dell'offerta nell'area dell'euro e in altri paesi, quali il Regno Unito e gli Stati Uniti, che hanno sfruttato la domanda degli investitori istituzionali, soprattutto sulle scadenze più lunghe.

Nel marzo del 2006 la Germania ha emesso per la prima volta un titolo indicizzato all'inflazione di durata decennale. Un contributo rilevante allo sviluppo di questo segmento in Europa è dato dalla crescente liquidità del mercato dei derivati indicizzati all'inflazione. L'attività sul mercato secondario in BTP reali, tuttavia, ha subito una contrazione, passando da 175 milioni di scambi medi giornalieri del 2004 a 139 del 2005. Sul mercato BondVision si è confermata la stessa tendenza (da 23 a 21 milioni).

L'attività sul grey market si è leggermente contratta (da 65,3 a 59,1 miliardi). La prevalenza degli scambi ha riguardato i BOT, a motivo della maggiore frequenza e consistenza delle emissioni; in rapporto al valore nominale emesso, tuttavia, i volumi dei CCT hanno rappresentato il 34 per cento delle relative emissioni, quelli dei BOT il 25 e quelli dei BTP il 15.

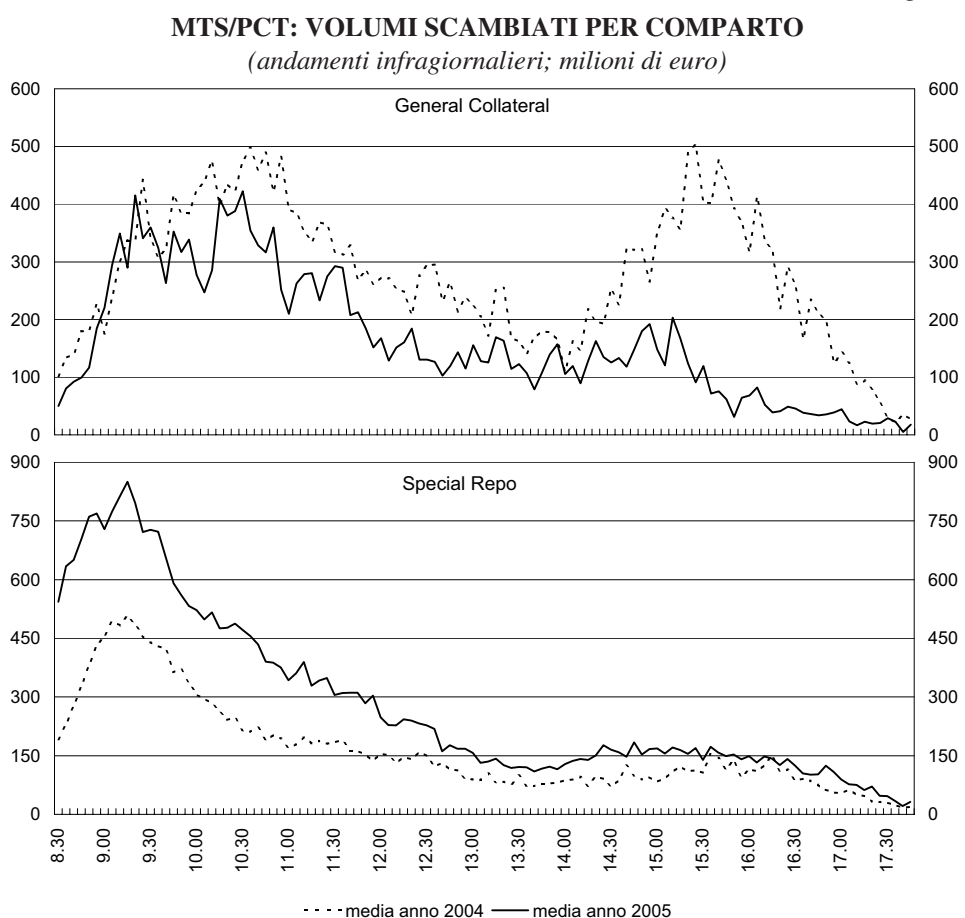
Il Ministero dell'Economia e delle finanze ha modificato per il biennio 2006-2007 i criteri di valutazione degli operatori specialisti. Tra le principali innovazioni rileva l'obbligo di utilizzare la controparte centrale sul mercato dei pronti contro termine.

Il comparto dei pronti contro termine. – Gli scambi sul comparto pronti contro termine dell'MTS hanno registrato una lieve diminuzione, dopo i consistenti aumenti degli ultimi anni. Nonostante il maggiore utilizzo delle controparti centrali - che dovrebbe favorire l'allungamento delle scadenze per la copertura del rischio di controparte - permane la tendenza a utilizzare la piattaforma italiana per transazioni di durata limitata (quasi esclusivamente un giorno).

I volumi medi giornalieri sono stati pari a 52 miliardi di euro con un calo del 7 per cento (cfr. nell'Appendice la tav. aG2). L'indagine condotta nel dicembre del 2005 dall'International Capital Market Association (ICMA) evidenziava, al contrario, una crescita del mercato europeo del repo intorno al 15 per cento; la quota dei circuiti elettronici è passata dal 21 al 25 per cento, riflettendo un aumento dell'attività su titoli non italiani.

Nel 2005 si è invertito sull'MTS il peso relativo dello special repo rispetto al general collateral: il primo ha rappresentato il 65 per cento del mercato contro il 43 dell'anno precedente (fig. G2).

Fig. G2



È proseguita la tendenza all'aumento delle contrattazioni sull'overnight (da una media giornaliera di 1.000 a 4.600 milioni), anche in relazione alle esigenze di copertura nel sistema di liquidazione titoli Express II. Tale scadenza ha rappresentato il 9 per cento delle contrattazioni (2 nel 2004), lo spot-next e il tomorrow-next rispettivamente il 74 e il 16 per cento (76 e 20 nell'anno precedente).

I partecipanti al mercato sono saliti a 193 rispetto ai 182 del 2004; 105 sono esteri. I primi 5 intermediari hanno scambiato il 33 per cento dei volumi complessivi (come nel 2004); la quota riconducibile ai primi 10 è diminuita dal 52 al 47 per cento. I volumi

garantiti da controparte centrale sono ammontati al 24 per cento del totale, in deciso aumento rispetto al 2004 (9 per cento).

Il tasso sui contratti special repo ha segnalato tempestivamente le tensioni sul mercato secondario, riflettendo le esigenze di prestito titoli degli operatori.

Le maggiori tensioni si sono registrate tra la fine di gennaio e l'inizio di febbraio 2005 sul nuovo BTP quinquennale benchmark con i tassi special repo che hanno raggiunto valori negativi pari a -1,5 per cento. Il Tesoro ha di conseguenza deciso di riaprire l'emissione per ulteriori 3,25 miliardi per soddisfare la carenza di titoli.

Nel corso del 2005 la società MTS ha introdotto una nuova piattaforma elettronica sul segmento dei pronti contro termine che consente modalità più flessibili di negoziazione.

Il mercato BondVision. – Le transazioni sul mercato all'ingrosso per gli scambi con la clientela istituzionale, gestito dalla MTS spa, sono cresciute sensibilmente, portando i volumi giornalieri al di sopra dei livelli massimi già toccati negli anni precedenti. Vi ha contribuito l'aumento del numero e dell'attività degli operatori esteri. I maggiori incrementi si sono registrati negli scambi in titoli di Stato europei (in particolare francesi e belgi). L'internazionalizzazione del mercato BondVision si è accentuata con l'ampliamento dell'offerta di prodotti negoziabili.

Alla fine del 2005 gli aderenti erano 273 (198 nel 2004): gli operatori in accesso remoto, cresciuti a 198 da 145, costituiscono sempre la componente di gran lunga più rilevante dei partecipanti al mercato (72,5 per cento del totale). La concentrazione degli scambi rimane sostanzialmente simile a quella del 2004 con i primi 5 operatori che realizzano il 21 per cento delle negoziazioni e i primi 10 il 35.

I volumi medi giornalieri, pari a 1,6 miliardi di euro, sono cresciuti del 27 per cento. L'aumento degli scambi in titoli italiani, che restano le attività maggiormente negoziate, è stato inferiore a quello delle transazioni in titoli esteri: i BTP hanno rappresentato il 26 per cento (29 nel 2004), i BOT il 9 (10 nel 2004), i CCT il 12 (14 nel 2004); in flessione del 15 per cento le negoziazioni sui CTZ, pari al 4 per cento del totale (6 nel 2004). La quota di scambi in titoli degli altri paesi dell'area dell'euro è aumentata dal 41 al 48 per cento; tra questi, le contrattazioni in Bund tedeschi hanno rappresentato il 16 per cento del mercato (13 nel 2004). In forte salita, anche se per volumi ancora molto contenuti, le negoziazioni in titoli di Stato di Polonia e Ungheria.

Sono state introdotte nuove categorie di strumenti quotati: i covered bond di enti creditizi dell'area dell'euro, le obbligazioni sovrane in valuta, le emissioni di enti pubblici e regionali, i titoli di Stato dei paesi nuovi membri della UE.

EuroMTS e gli altri MTS nazionali. – È proseguita nel 2005 la diminuzione dei volumi sull'EuroMTS – ove vengono negoziati i titoli di Stato benchmark dell'area dell'euro - e sugli altri circuiti del gruppo MTS, pur se con alcune differenze fra i diversi mercati nazionali. Sulla flessione hanno inciso la bassa volatilità dei tassi di interesse e la concorrenza dei circuiti *dealer-to-costumer*. EuroMTS ha avviato il segmento EuroGlobalMTS per lo scambio di titoli emessi dai paesi europei non appartenenti alla UE, dai paesi asiatici e dell'America latina.

I volumi medi giornalieri su EuroMTS sono stati pari a 1,3 miliardi di euro (1,4 nel 2004). I titoli dei principali paesi europei (italiani, tedeschi, francesi e spagnoli) hanno rappresentato il 60 per cento del totale (57 l'anno precedente). Gli scambi sui titoli non governativi sono diminuiti da 890 a 655 milioni di euro.

Le negoziazioni sui circuiti nazionali dell'MTS hanno evidenziato una lieve flessione, a eccezione di MTS Deutschland, MTS France e MTS Portugal. Il mercato dedicato agli scambi cash e pronti contro termine in titoli di Stato polacchi (MTS Poland), avviato alla fine del 2004, ha registrato negoziazioni per 96 milioni di euro giornalieri. Sull'MTS Corporate le transazioni sono state pari a 74 milioni di euro (115 milioni nel 2004), quasi interamente effettuate su titoli emessi dalla Banca europea degli investimenti.

Il mercato interbancario dei depositi (e-MID)

Nel gennaio del 2005 è stata introdotta dalla e-MID spa una nuova piattaforma elettronica, che consente nuove e più flessibili modalità di negoziazione e un più agevole accesso ai diversi comparti del mercato monetario.

Gli scambi denominati in euro sull'e-MID sono cresciuti del 5 per cento rispetto all'anno precedente, soprattutto nei segmenti a brevissimo termine diversi dall'overnight, per il maggiore apporto degli intermediari esteri e del segmento large deal. La concentrazione degli scambi per operatore si è leggermente ridotta. Le negoziazioni sul segmento in dollari si sono mantenute su livelli analoghi a quelli dell'anno precedente.

I volumi medi giornalieri sono stati pari a 21,6 miliardi di euro (20,5 nel 2004), di cui 19,4 sulla scadenza overnight che ha rappresentato l'88 per cento del mercato (90 nel 2004); quelli sui contratti broken-date, introdotti con la nuova piattaforma e che attribuiscono alle controparti la possibilità di concordare liberamente data di valuta iniziale e finale dell'operazione, si sono commisurati a 550 milioni di euro. Il comparto in dollari ha scambiato in media 1,56 miliardi (cfr. nell'Appendice la tav. aG3).

L'e-MID ha accentuato la propria dimensione internazionale avviando un nuovo segmento per i depositi interbancari in zloty polacchi e uno per le sterline inglesi; ha inoltre raggiunto un accordo per consentire agli utenti di Bloomberg di accedere ai propri servizi di negoziazione.

È cresciuto il ruolo assunto dagli intermediari esteri che accedono al mercato in forma remota. Alla fine del 2005 partecipavano 200 operatori (186 nel 2004); come negli anni scorsi, l'incremento di quelli esteri (da 65 a 83) ha più che compensato la modesta diminuzione di quelli italiani ancora legata alle razionalizzazioni derivanti dalla concentrazione del sistema bancario. Il segmento large deal, che prevede un lotto minimo di negoziazione di 100 milioni di euro, ha rappresentato il 50 per cento del mercato (45), con volumi medi giornalieri di 11 miliardi di euro (8,85 nel 2004).

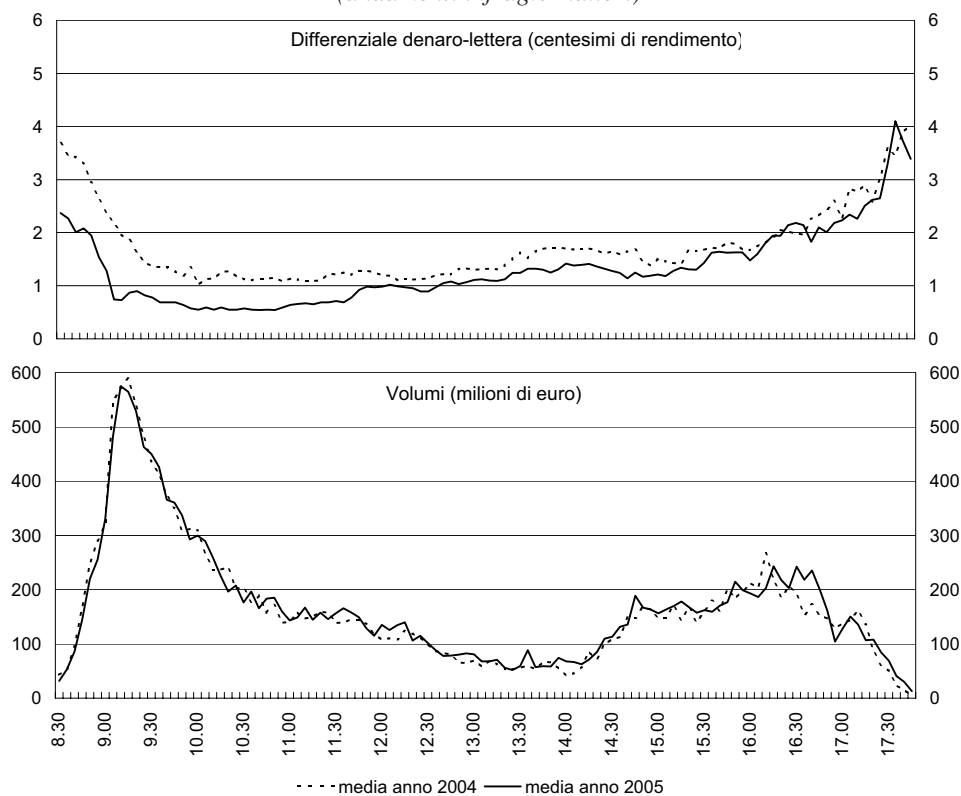
I primi 10 operatori per volume scambiato sui comparti dell'euro e del dollaro rappresentano rispettivamente il 25 per cento (28 nel 2004) e il 33 per cento del segmento large deal (42).

Anche nel 2005 il mercato ha riflesso con efficacia e tempestività le condizioni monetarie prevalenti dell'area dell'euro. Situazioni di tensioni, caratterizzate da un leggero incremento dei differenziali denaro-lettera, si sono manifestate solo verso la fine del mese di novembre quando la BCE ha deciso di alzare i tassi di riferimento.

La distribuzione infragiornaliera dei volumi rimane concentrata all'inizio e alla fine della giornata e nel tardo pomeriggio, quando le tesorerie provvedono ad aggiustare le posizioni di liquidità rispetto alle esigenze operative (fig. G3).

Fig. G3

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



Sul circuito degli Overnight Indexed Swaps (OIS), gestito dalla società e-MID, si è registrata una contrazione degli scambi. Hanno influito l'accresciuta concorrenza di altre piattaforme, la tendenza degli operatori a negoziare bilateralmente tali strumenti e le ridotte oscillazioni registrate dai tassi overnight.

I volumi medi giornalieri sono scesi a 450 milioni di euro, dagli oltre 1.000 del 2004. Le negoziazioni sono concentrate sui contratti a una settimana (35 per cento) e su quelli a uno e tre mesi (rispettivamente, 11 e 14 per cento). I primi 10 operatori trattano oltre l'80 per cento dei volumi.

I SISTEMI DI GESTIONE ACCENTRATA, REGOLAMENTO, GARANZIA

I sistemi europei di post-trading hanno accresciuto la loro operatività e ampliata la gamma dei servizi offerti ai partecipanti. Proseguono i lavori di adeguamento delle procedure di regolamento a TARGET2. Lo sviluppo di collegamenti e la interoperabilità fra le strutture europee di garanzia e liquidazione rimangono inadeguati alla crescita dell'operatività transfrontaliera; quest'ultima tende ulteriormente a concentrarsi presso intermediari internazionali specializzati.

Analisi condotte dai Servizi della Commissione europea valutano che una riduzione dei costi di transazione (tra il 7 e il 18 per cento) derivante da un più efficiente sistema di post-trading può produrre significativi aumenti del PIL (tra lo 0,2 e lo 0,6 per cento) attraverso la maggiore liquidità dei mercati e un minor costo del capitale.

La Monte Titoli e la Cassa di compensazione e garanzia hanno rafforzato la capacità di interagire con mercati e sistemi di clearing e settlement esteri.

Con l'attivazione del servizio cross-border transaction management (X-TRM), la Monte Titoli è ora in grado di indirizzare operazioni concluse sui mercati italiani a più sistemi di regolamento. La Cassa di compensazione e garanzia ha esteso il servizio di controparte centrale, offerto congiuntamente alla clearing house francese LCH.Clearent, a circuiti esteri di scambi organizzati.

I servizi di gestione accentrata

Analogamente a quanto avvenuto per i principali depositari centrali europei, l'attività di gestione accentrata degli strumenti finanziari della Monte Titoli ha registrato nel 2005 una significativa crescita; la società si conferma al terzo posto in Europa per valore di titoli gestiti. Il numero di aderenti al sistema è ancora diminuito nel 2005, confermando la tendenza di molti operatori, anche italiani, a utilizzare intermediari specializzati per l'accesso ai servizi di gestione accentrata e di liquidazione (cfr. nell'Appendice la tav. aG4).

Gli strumenti finanziari custoditi presso il depositario centrale italiano sono aumentati, ai prezzi di mercato, dell'11,4 per cento, portandosi a circa 2.500 miliardi di euro. Lo stesso aggregato ha raggiunto 15.700 miliardi di euro per il gruppo Euroclear (con un aumento del 19,8 per cento) e 8.750 miliardi per Clearstream International (con un aumento del 15,2 per cento).

In valore nominale i titoli depositati presso la Monte Titoli sono saliti del 5,4 per cento (1.834 miliardi di euro); gli strumenti finanziari esteri, gestiti mediante collegamenti con altri depositari centrali, sono aumentati da 16 a 22 miliardi.

Il numero di emissioni accentrate, dopo la diminuzione dello scorso anno, è nuovamente cresciuto, da 38.401 a 41.888; l'aumento è in larga parte riconducibile alle obbligazioni private, salite di oltre 3.000 unità. È inoltre passato da 1,6 a 1,74 milioni il numero delle disposizioni di trasferimento di titoli tra i conti del sistema impartite direttamente dai partecipanti.

Al termine dell'anno i partecipanti al sistema di gestione accentrata erano complessivamente 2.173; la maggioranza è costituita dagli emittenti, saliti da 1.546 a 1.822 a seguito della sensibile crescita degli enti locali. Si registra invece una diminuzione da 421 a 351 dei depositanti: le banche sono passate da 223 a 211, le SIM da 23 a 22, gli agenti di cambio da 3 a 2 e i soggetti esteri da 5 a 4. Continua la crescita del numero dei cosiddetti conti liquidatori (conti di custodia e regolamento), utilizzati dai partecipanti per tenere separati i titoli di singoli operatori: alla fine del 2005 erano 209 (180 nel 2004).

Il regolamento delle transazioni in titoli

La liquidazione su base netta. – L'attività del sistema di liquidazione degli strumenti finanziari gestito dalla Monte Titoli (Express II) è ulteriormente cresciuta.

Le operazioni giornalmente immesse nel sistema sono state in media pari a circa 95 mila (con un aumento del 9,2 per cento), per un controvalore di 177 miliardi (con un aumento del 4,1 per cento). La maggior parte (67,9 per cento del valore totale) riguarda contratti realizzati nei mercati regolamentati italiani; il 31,2 per cento è derivato da attività over-the-counter. Di rilievo è stata la crescita della quota garantita dalle due controparti centrali che ha riguardato il 17,3 per cento del valore totale delle operazioni (6,6 nel 2004), pari al 25,5 di quelle effettuate sui mercati regolamentati (9,7).

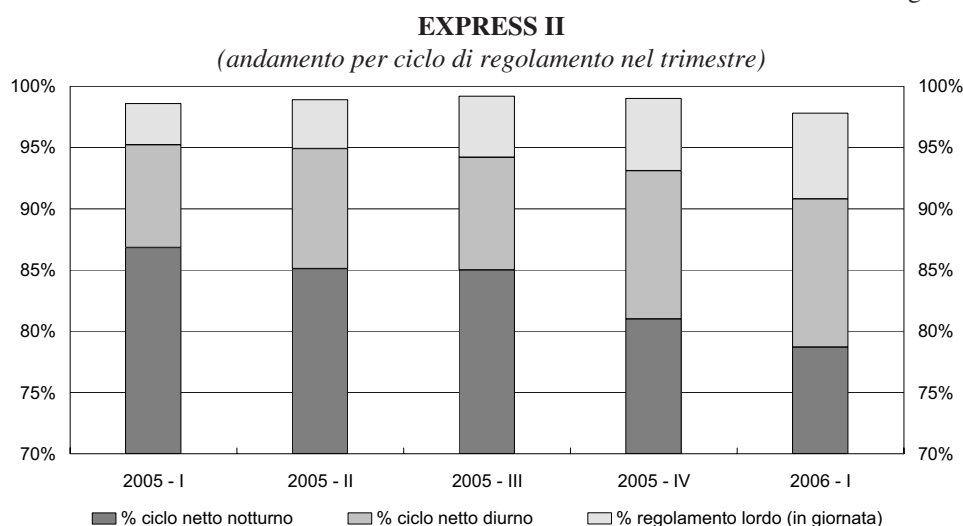
La media giornaliera delle transazioni regolate alla scadenza prevista si è mantenuta sui valori dello scorso anno. Il sistema ha assicurato il completamento di tutte le fasi di funzionamento anche nelle giornate in cui si è verificata una significativa indisponibilità dei titoli e del contante dovuti dai partecipanti. Si è tuttavia registrato un progressivo spostamento del momento effettivo di regolamento dal ciclo notturno alle componenti diurne. Tale fenomeno - che appare riconducibile soprattutto a una più elevata operatività transfrontaliera dei partecipanti - tende a comprimere i tempi disponibili per il completamento delle fasi in cui si articola il processo di

liquidazione; esso richiede, pertanto, tempestivi adeguamenti tecnologici, organizzativi e, se necessario, architeturali del sistema.

La quota di operazioni che ha completato il regolamento entro la giornata prevista è stata in media del 98,9 per cento in termini di controvalore e del 99,6 per cento di numero, confermando i valori del 2004. Le transazioni non eseguite nella giornata di liquidazione hanno registrato un ritardo medio nel regolamento di 1,4 giorni, in calo rispetto al dato del 2004 (1,6).

All'interno della giornata operativa di Express II, il ciclo netto notturno ha liquidato in media l'84,5 per cento del valore quotidianamente immesso, con una diminuzione del 6,1 per cento rispetto al 2004. La quota di transazioni regolata nel ciclo netto diurno ha assorbito solo in parte tale differenza, attestandosi al 9,9 per cento dal 5,7 dell'anno precedente; la componente lorda ha liquidato mediamente un ulteriore 4,6 per cento del valore delle operazioni, a fronte del 2,6 dell'anno precedente (fig. G4).

Fig. G4



Fonte: Monte Titoli spa.

Aumenta il risparmio del contante necessario per il regolamento dei titoli, grazie al crescente ricorso automatico al credito infragiornaliero della Banca d'Italia; ciò ha reso possibile una diminuzione della riserva di liquidità costituita dai partecipanti prima dell'avvio del ciclo notturno di compensazione.

Nel 2005 il credito erogato attraverso il meccanismo automatico offerto da Express II è più che raddoppiato, passando a 2,7 miliardi al giorno (pari al 38,6 per cento dei saldi a debito). Gli intermediari hanno continuato a utilizzare in misura prevalente i titoli provenienti dalla liquidazione (self-collateralization); tale forma di finanziamento ha rappresentato l'86,9 per cento del totale (86,3 nel 2004). È diminuita da 12 a 9,6 miliardi la riserva di liquidità costituita dagli intermediari per far fronte agli obblighi di regolamento nel ciclo notturno.

La Monte Titoli e gli intermediari hanno adottato nuove regole e prassi operative.

Le modifiche di maggiore rilievo hanno riguardato l'estensione del meccanismo di frazionamento (shaping) alle transazioni over-the-counter in attesa di regolamento, per facilitarne la liquidazione parziale, e l'adozione da parte dei liquidatori di una nuova prassi volta a contenere i tempi di immissione delle operazioni in Express II attraverso la riduzione dei controlli di copertura (no-position checking).

Alcune anomalie operative hanno reso necessari interventi di miglioramento del sistema di liquidazione, con particolare riferimento alla componente tecnologica.

Nella giornata del 31 gennaio 2006, in particolare, una significativa indisponibilità di titoli ha comportato l'impossibilità di attivare pienamente il meccanismo automatico di collateralizzazione previsto nel ciclo notturno di Express II; ne è derivato un ammontare di operazioni non regolate di gran lunga superiore ai valori medi. L'accumulo di transazioni non eseguite si è riflesso sulle giornate successive. È attualmente in corso una revisione di alcune procedure allo scopo di rafforzare le capacità operative in condizioni di tensione.

La riduzione degli aderenti al sistema di liquidazione è continuata nel 2005, in linea con quanto avvenuto per i servizi di gestione accentrata: il numero dei partecipanti alla componente netta è passato da 143 iniziali (alla fine del marzo 2004) a 126 alla fine del 2004 e 121 alla fine del 2005.

Alla fine dello scorso dicembre i 121 soggetti che partecipavano alla componente netta di Express II erano così ripartiti: 104 banche, 10 SIM (rispettivamente 110 e 9 alla fine del 2004), le due controparti centrali (Cassa di compensazione e garanzia e LCH. Clearnet), le Poste Italiane, il Ministero dell'Economia e delle finanze e la Banca d'Italia; sono rimasti 2 gli aderenti in accesso remoto.

Il 53,3 per cento del valore delle transazioni immesse nel sistema è riconducibile a 3 intermediari (49,7 nel 2004); l'82,6 per cento a 10 (81,5). La concentrazione relativa al numero di operazioni è meno pronunciata sebbene abbia subito incrementi maggiori: la quota dei primi 5 aderenti è stata pari al 42,3 per cento (38,3); quella dei primi 10 al 64,5 (60,1).

Anche l'attività dei servizi di riscontro e rettifica giornalieri della Monte Titoli, relativi alle due componenti di Express II, è cresciuta. Essi hanno gestito oltre 244 milioni di operazioni in titoli e inviato più di 49 milioni di istruzioni al sistema di liquidazione (rispettivamente 163 e 42 milioni nel 2004).

La liquidazione su base lorda. – Nel 2005 i risultati della liquidazione lorda sono migliorati: a fronte di una considerevole crescita del controvalore e del numero delle operazioni gestite dal sistema, si sono ridotti sia i

tempi di attesa per il regolamento (code) sia la quota di transazioni ancora non liquidate a fine giornata.

Il controvalore mediamente immesso nel sistema è salito da 22,2 a 30,8 miliardi al giorno. È aumentata dall'85,1 al 90,4 la percentuale di istruzioni il cui regolamento si conclude positivamente (cfr. nell'Appendice la tav. aG5).

Le operazioni non regolate nei cicli netti, e trasferite quindi alla liquidazione lorda, sono passate al 33,7 per cento del valore totale, a fronte del 30,5 del 2004; è aumentato il peso dei pronti contro termine negoziati sul MTS (17,7 per cento contro il 5,6).

La concentrazione dell'operatività per aderente è ulteriormente salita, come nella componente netta. Resta sostanzialmente stabile la quota di contante regolato direttamente sui conti delle banche di regolamento (cosiddette banche tramite).

I cinque partecipanti più attivi immettono nel sistema il 78,7 per cento del valore totale, i primi dieci l'89,2 (rispettivamente, 76,5 e 87,3 nel 2004). La quota di contante regolato sui conti delle banche è scesa dal 15,4 al 14,9 per cento del valore totale da liquidare.

I partecipanti al servizio di liquidazione su base lorda sono scesi a 129 alla fine dello scorso anno (erano 131 alla fine del 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 8 alla fine del 2005, 3 in più dell'anno precedente.

I servizi di compensazione e garanzia

Il 2005 ha rappresentato per la Cassa di compensazione e garanzia un anno di sostenuta crescita sia sul mercato azionario sia su quello obbligazionario; l'ammontare medio giornaliero dei margini raccolti ha registrato un aumento del 71 per cento. All'espansione dell'attività hanno contribuito il positivo andamento dei mercati garantiti e l'aumento degli operatori che utilizzano la controparte centrale sull'MTS.

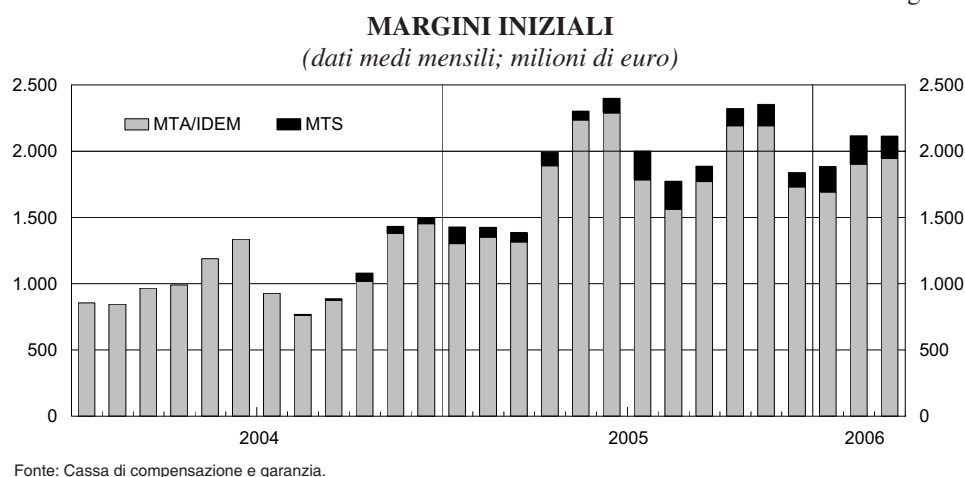
La Cassa ha gestito 47,9 milioni di contratti sui mercati azionari a pronti (34,6 milioni nel 2004), con un incremento da 2,9 a 3,7 miliardi di euro del controvalore medio giornaliero. Nel settore dei derivati l'Idem ha raggiunto un nuovo massimo in termini di volumi negoziati (25,8 milioni), con una crescita del 42 per cento; il controvalore nozionale dei contratti garantiti ha segnato un aumento del 31 per cento, per un ammontare di 925.736 milioni di euro. Sull'MTS la Cassa ha garantito operazioni pari a una media di 7 miliardi di euro al giorno (3 nel 2004).

La Cassa ha richiesto margini iniziali per un ammontare giornaliero medio di 1.805 milioni di euro (fig. G5). I partecipanti hanno versato garanzie per 2.389 milioni di euro, lasciando mediamente eccedenze pari al 32 per cento, ripartite in misura pressoché paritetica fra contante (15 per cento) e titoli (17).

Alla fine del 2005 erano 87 i partecipanti al comparto dei derivati, come nel 2004, di cui 27 generali, 21 individuali e 39 indiretti; i 110 aderenti all'MTA - Mercato telematico azionario - (109 nell'anno precedente) si ripartivano in 19 generali, 41 individuali e 50 indiretti. Sull'MTS risultavano 11 partecipanti (7 generali, 1 individuale e 3 indiretti). Alla fine del primo trimestre del 2006, i partecipanti al servizio di controparte centrale sull'MTS erano 26, equamente ripartiti tra Cassa e LCH.Clearnet (cfr. nell'Appendice la tav. aG7).

Nella gestione del rischio di controparte la Cassa ha mantenuto un atteggiamento prudente; ha attivato la procedura di versamento di margini infragiornalieri in 154 giornate (94 l'anno precedente), per un importo medio di circa 100 milioni di euro.

Fig. G5



La Cassa ha modificato più volte l'importo dei due fondi di garanzia (default fund) versati dagli aderenti in aggiunta ai margini. L'esecuzione coattiva di contratti non regolati per mancanza di titoli si è mantenuta su livelli modesti.

Per i comparti azionario e dei derivati una prima revisione è stata effettuata a giugno, con l'aumento del fondo da 100 a 150 milioni di euro; nel mese di novembre è stato deciso un ulteriore incremento a 200 milioni. Per il comparto obbligazionario, è stata raddoppiata a giugno del 2005 la quota individuale di contribuzione (portata a 2 milioni); alla fine dell'anno l'ammontare complessivo del fondo era di 22 milioni.

Per assicurare il buon fine delle operazioni sul sistema di liquidazione Express II, la Cassa può procedere all'esecuzione coattiva dei contratti non regolati per mancanza di titoli (buy-in) o di contante (sell-out). Nel 2005 sono state attivate 75 procedure di buy-in, per un valore totale pari a 25 milioni di euro; non è stato mai fatto ricorso al sell-out.

GLI INTERVENTI DI VIGILANZA

La sorveglianza sui sistemi di trading e post-trading si fonda su una intensa attività di controllo nell'arco della giornata finalizzata a verificarne l'ordinato funzionamento sotto il profilo della continuità e dell'efficienza.

L'attività di vigilanza sulle società di gestione è volta invece ad accertare il rispetto delle norme, l'adeguatezza dei profili organizzativi, la corretta gestione dei rischi. La realizzazione di importanti progetti societari e l'introduzione di nuove piattaforme tecnologiche di contrattazione hanno richiesto un continuo confronto con le società di gestione.

L'analisi dei profili gestionali e tecnologici e della qualità dei controlli interni si è avvalsa delle relazioni sulla struttura organizzativa e informatica e sulla gestione dei rischi che le società sono tenute a trasmettere su base annuale.

Sono state sottoposte a verifica le attività di adeguamento dei piani di continuità operativa dei gestori dei mercati e delle strutture di supporto rispetto alle indicazioni contenute nelle linee guida emanate dalla Banca d'Italia nell'ottobre del 2004; sono stati esaminati i test di disaster recovery che le società hanno effettuato nel corso dell'anno, anche in considerazione di precise indicazioni pervenute dal Fondo monetario internazionale. I collaudi hanno fornito risultati soddisfacenti sul grado di preparazione all'emergenza dei singoli soggetti vigilati.

In relazione all'avvio di nuove piattaforme elettroniche per il comparto pronti contro termine dell'MTS e per i mercati gestiti dall'e-MID spa, sono state esaminate le principali novità introdotte e la loro coerenza con gli assetti organizzativi e con la gestione dei rischi delle società coinvolte.

Nel novembre del 2005 MTS spa ha assunto un provvedimento sanzionatorio - consistente nella sospensione per un mese dall'attività di market maker - nei riguardi di Citigroup Global Capital Markets Ltd. che nell'agosto 2004 aveva posto in essere un'anomala attività di negoziazione in titoli di Stato. La decisione della società di gestione ha seguito quella della Financial Services Authority (FSA) inglese che ha comminato - per scarsa diligenza nella conduzione degli affari e carenze nei controlli interni - una sanzione all'intermediario inglese pari a 14 milioni di sterline. La Banca d'Italia ha seguito gli aspetti procedurali della vicenda attraverso scambi informativi con gli altri organismi di vigilanza e con l'autorità giudiziaria.

Interventi di vigilanza ad hoc sono stati effettuati in occasione di alcune criticità manifestatesi nel sistema di liquidazione durante tre giornate operative tra il mese di ottobre del 2005 e lo scorso febbraio.

La Banca d'Italia ha richiesto al gestore della liquidazione interventi atti a evitare il ripetersi in futuro di eventi della specie. Ha inoltre avviato un confronto con gli intermediari maggiormente attivi in Express II; insieme con la Consob ha richiamato l'attenzione di tutti i partecipanti all'esigenza di adottare comportamenti cooperativi.

La Cassa di compensazione e garanzia è stata ammessa all'anticipazione infragiornaliera della Banca d'Italia. È stato seguito l'iter procedurale che richiedeva l'intervento autorizzativo della Banca centrale europea, non essendo le società di clearing controparti di politica monetaria.

È proseguita, nel corso del 2005, l'attività di vigilanza volta a verificare la conformità alla normativa nazionale delle modifiche delle regole di funzionamento dei mercati. La Banca d'Italia ha fornito il proprio parere al Ministero dell'Economia e delle finanze e alla Consob sulle variazioni apportate allo statuto e ai regolamenti dei mercati gestiti dalla MTS spa. Il riassetto proprietario - deciso al fine di trovare un partner strategico con il quale diversificare la gamma dei prodotti offerti, espandere la scala delle attività, accelerare lo sviluppo internazionale - ha comportato modifiche allo statuto volte a salvaguardare il ruolo che il mercato dei titoli di Stato riveste per la gestione del debito pubblico e per il sistema finanziario italiano.

L'acquisizione di MTS spa ha determinato una variazione nella composizione della compagine azionaria: il 60,4 per cento fa capo ora alla MBE Holding e il resto a intermediari aderenti al mercato (34,3 per cento esteri e 5,3 italiani).

Ulteriori modifiche statutarie hanno riguardato l'adozione del modello di amministrazione dualistico. Attraverso tale nuovo sistema, la MTS spa si propone di ridurre i potenziali conflitti di interesse e consentire un più efficace controllo sulla gestione aziendale.

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

Il regolamento di Express II è stato modificato per consentire l'estensione del meccanismo di frazionamento a tutte le operazioni non regolate, comprese quelle non garantite da controparte centrale; è stato unificato il limite orario per il regolamento delle operazioni inserite nella liquidazione lorda con quello previsto per le operazioni provenienti dal ciclo netto al fine di snellire l'articolazione della giornata operativa.

La variazione del regolamento ha permesso alla Cassa di compensazione e garanzia di estendere l'ambito della propria attività al di fuori dei mercati regolamentati.

A seguito delle previsioni introdotte dalla riforma del diritto societario, la Banca d'Italia ha rilasciato alla Consob la propria intesa sulle modifiche al regolamento del 23 dicembre 1998, n. 11768 finalizzate a legittimare l'intervento in assemblea per le società con azioni dematerializzate sulla base di una comunicazione effettuata dall'intermediario all'emittente.