

18. I SISTEMI DI NEGOZIAZIONE E DI REGOLAMENTO DEI TITOLI

Il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa

È proseguita la tendenza delle società di gestione delle borse, in passato costituite nella forma di organismi di cooperazione tra utenti, a trasformarsi in società con fini di lucro, sia in Europa sia negli Stati Uniti, e a realizzare aggregazioni internazionali. Grandi intermediari, sfruttando i margini aperti dalla direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39 (MiFID), reagiscono a tali tendenze alleandosi fra loro per costituire piattaforme alternative ai mercati regolamentati. Ne deriveranno un aumento della concorrenza tra mercati e intermediari e riflessi sul processo di formazione dei prezzi.

Dopo il fallimento delle trattative per la realizzazione di un'alleanza federativa tra le principali borse europee, il processo di consolidamento ha assunto connotazioni globali, con l'integrazione tra Euronext e New York Stock Exchange. Il cambiamento del controllo di Euronext, derivante dal nuovo assetto societario, si riflette anche su MTS spa, il cui capitale è detenuto dalla joint venture MBE Holding costituita tra la stessa Euronext (51 per cento) e Borsa Italiana (49 per cento). La borsa spagnola è stata ammessa a quotazione sul proprio circuito.

Tra le iniziative degli intermediari rileva il progetto Turquoise, predisposto da un consorzio di sette grandi operatori internazionali che si propone di sviluppare un circuito di negoziazione in concorrenza con le borse europee. La direttiva MiFID prevede requisiti di trasparenza pre-trade e post-trade per le varie sedi di negoziazione (mercati, sistemi multilaterali e internalizzatori) nonché l'obbligo di garantire all'investitore il miglior risultato possibile del proprio ordine (cosiddetta best execution). Per fronteggiare i rischi di una frammentazione della liquidità si prospettano soluzioni incentrate sulla concentrazione in un'unica sede ("consolidatore") delle informazioni provenienti dai diversi sistemi di negoziazione e una più ampia collaborazione tra le Autorità di vigilanza nello scambio delle informazioni. Sono in corso riflessioni sulla possibilità di estendere il campo di applicazione degli obblighi di trasparenza anche alle obbligazioni.

Nel settore obbligazionario europeo cresce l'attività delle piattaforme elettroniche e in particolare di quelle che consentono l'accesso diretto alle negoziazioni da parte degli investitori istituzionali. I mercati telematici offrono in misura crescente servizi integrati di trading e di post-trading, anche grazie all'utilizzo delle controparti centrali che assicurano una più efficiente gestione del rischio di inadempimento. Il canale telefonico prevale ancora per le negoziazioni dei depositi interbancari; l'e-MID, gestito dalla e-MID spa, risulta l'unica piattaforma elettronica dell'area dell'euro.

Le società-mercato italiane tendono a rafforzare la loro posizione competitiva attraverso l'ampliamento dell'offerta di nuovi servizi e della platea degli operatori.

La strategia del gruppo MTS mira all'introduzione di nuovi prodotti tra cui la negoziazione di derivati su tassi d'interesse; è in corso di valutazione la possibilità di ampliare la platea degli operatori agli hedge fund. Nel corso del 2006 il gruppo ha costituito MTS Israel, il mercato di riferimento per i titoli di Stato israeliani, ha siglato l'accordo con il China Foreign Exchange Trade System, mercato interbancario dei depositi e delle valute della Cina, per avviare lo sviluppo del mercato dei titoli a reddito fisso di quel paese e ha raggiunto un'intesa con la Slovenia per la creazione di un mercato secondario dei titoli di Stato.

La e-MID spa sta realizzando un progetto relativo al regolamento automatico delle operazioni in euro in vista del prossimo avvio di TARGET2. La società ha avviato l'iter per trasformarsi in impresa di investimento allo scopo di uniformare il modello aziendale a quello dei principali broker attivi nel settore a livello internazionale.

È stato recentemente costituito il Mercato alternativo del capitale, sistema di scambi organizzato riservato agli investitori professionali caratterizzato da modalità di accesso semplificate, volto a offrire opportunità di crescita alle piccole e medie imprese italiane.

Sono state approvate le modifiche al quadro normativo al fine di consentire la quotazione di Borsa Italiana spa sul circuito di scambio dalla stessa gestito. A luglio è stato avviato il segmento dedicato alla negoziazione di azioni europee (MTA International), indirizzato a soddisfare le esigenze degli investitori interessati a una maggiore diversificazione internazionale dei propri portafogli.

I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato

Sul segmento a pronti dell'MTS gli scambi sono tornati ad aumentare nel secondo semestre del 2006, dopo la progressiva riduzione registrata negli ultimi tre anni. L'incremento ha riguardato tutte le tipologie di titoli di Stato, a eccezione dei CCT; più marcata è stata la crescita dei BOT. Gli scambi si sono ridotti negli altri mercati a pronti gestiti dal gruppo MTS e, in particolare, sul circuito EuroMTS.

L'importo medio giornaliero negoziato sull'MTS cash è stato di 6,4 miliardi con un aumento del 3,6 per cento rispetto al 2005. I BOT hanno costituito il 24 per cento degli scambi (19 per cento nel 2005), i BTP e i CTZ rispettivamente il 52 e il 7, come nel 2005; in calo i CCT (14 per cento dal 19 del 2005). In aumento gli scambi sui BTP trentennali trainati dall'operatività degli investitori istituzionali, la cui strategia di investimento è stata in parte influenzata dalle recenti modifiche agli standard contabili e alla regolamentazione del settore.

Si è leggermente ampliato il differenziale denaro-lettera registrato in media sul mercato; sono rimasti stabili il numero degli operatori e il grado di concentrazione. È aumentato significativamente il ricorso alla controparte centrale.

L'incremento del differenziale denaro-lettera registrato in media nel 2006 è stato di circa 0,5 punti base, attestandosi intorno a 4,3 punti base. Il numero degli aderenti al mercato è sceso di una unità, a 118. La quota di volumi scambiati dai primi 5 operatori è stata del 27 per cento (25 per cento nel 2005); è rimasta invariata al 46 per cento quella relativa ai primi 10 operatori. Le negoziazioni garantite dalle due controparti centrali, Cassa di compensazione e garanzia e ICH.Clearnet SA, hanno rappresentato il 62 per cento dei volumi scambiati (21 nel 2005).

Nel mese di ottobre 2006 la nuova piattaforma Trade Impact, già impiegata nel segmento pronti contro termine, è stata introdotta anche sul comparto a pronti. L'elevata capacità di trattamento dei dati derivante dalla più moderna tecnologia consente l'ampliamento della gamma dei prodotti e delle modalità di negoziazione.

Dopo la lieve diminuzione registrata nel 2005 i volumi trattati nel segmento pronti contro termine dell'MTS sono tornati a crescere (15 per cento in più rispetto al 2005).

I valori medi giornalieri sul comparto dei pronti contro termine si attestano intorno a 59 miliardi di euro (52 nel 2005) con un ulteriore incremento del 10 per cento nei primi tre mesi del 2007. Lo Special Repo rappresenta il 64 per cento del mercato (65 per cento nel 2005); l'86 per cento dei volumi ha luogo sullo spot next. Sul General Collateral il 99 per cento è realizzato con contratti aventi la durata di un giorno: maggiore rilevanza hanno assunto le negoziazioni overnight, che hanno raggiunto scambi giornalieri pari a 6,9 miliardi di euro (50 per cento in più rispetto al 2005).

Su BondVision, piattaforma della MTS spa dedicata alle negoziazioni tra intermediari e clienti istituzionali, sono risultati in ulteriore espansione sia il volume di scambi (28 per cento), sia il numero degli aderenti (passato da 273 a 295). L'intensificazione dell'operatività è riconducibile al maggiore interesse della clientela istituzionale per il trading elettronico e al crescente numero di strumenti negoziabili sul mercato.

Il mercato interbancario dei depositi

Il mercato dei depositi interbancari gestito dall'e-MID spa ha registrato nel 2006 una crescita dell'ordine dell'11 per cento. La partecipazione degli operatori esteri ha favorito la concentrazione degli scambi sul segmento large deal, preferito dagli intermediari di maggiori dimensioni per la possibilità di negoziare un lotto minimo più elevato. Sono rimasti stabili sia il numero degli intermediari sia il grado di concentrazione delle contrattazioni. Si è registrato un crescente interesse per la possibilità offerta dall'e-MID di stipulare contratti su scadenze liberamente definibili dagli operatori (broken date).

I volumi medi giornalieri si sono attestati a 24,2 miliardi (21,8 nel 2005); le contrattazioni sull'overnight hanno rappresentato l'88 per cento degli scambi, come nel 2005.

Nel primo trimestre del 2007 la media giornaliera dei volumi è ulteriormente cresciuta attestandosi a 26,9 miliardi. L'attività degli operatori esteri ha riguardato circa il 46 per cento di quella complessiva (41 nel 2005). Il segmento large deal ha rappresentato il 56 per cento del mercato (50 nel 2005), con volumi medi giornalieri pari a 13 miliardi di euro (11 nel 2005). Nel comparto in dollari gli scambi sono stati pari a 1.500 milioni al giorno (1.560 nel 2005).

Alla fine del 2006 aderivano all'e-MID 224 intermediari. La distribuzione tra operatori italiani ed esteri è rimasta sostanzialmente invariata: gli italiani sono passati da 121 a 119 e gli esteri sono aumentati di due unità. La concentrazione del mercato, misurata sulla quota dei primi dieci intermediari, è risultata in linea con quella del 2005 (circa 25 per cento). Gli scambi medi giornalieri sulle broken date sono stati pari a 719 milioni, in crescita del 33 per cento rispetto all'anno precedente.

La variabilità del tasso sui depositi overnight è stata nel complesso contenuta. Alcune frizioni sul mercato si sono verificate nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, in concomitanza con le operazioni di fine-tuning effettuate dall'Eurosistema: gli operatori sono apparsi meno disponibili a scambiare fondi e il differenziale denaro-lettera si è ampliato rispetto ai valori medi. Il tasso overnight negoziato sull'e-MID è risultato nell'anno in linea con il tasso Eonia.

È proseguita la tendenza alla diminuzione dell'attività sul segmento dei derivati su tasso (overnight indexed swap) gestito dalla e-MID (e-Mider). L'importo medio giornaliero è risultato pari a 150 milioni, 300 in meno del 2005. Il calo dell'attività è da ricondurre all'accresciuta concorrenza di altre piattaforme elettroniche europee, che hanno attratto i flussi generati da grandi intermediari esteri.

I sistemi di gestione accentrata, regolamento e garanzia

L'industria del clearing e del settlement in Europa è stata interessata da importanti iniziative che, avviate su impulso del settore pubblico, sono destinate a incidere sulle scelte strategiche degli operatori del settore. Fra queste, il menzionato progetto TARGET2-Securities si potrà riflettere sull'attività dei depositari centrali.

Alla fine di ottobre le borse, le controparti centrali e i depositari centrali europei hanno sottoscritto un Codice di condotta per l'offerta dei servizi di garanzia e regolamento per i titoli azionari, rispondendo a un impulso della Commissione europea volto a stimolare la concorrenza fra i sistemi.

Gli organismi firmatari si sono impegnati a rendere trasparenti i prezzi dei singoli servizi di trading, clearing e settlement, a garantire l'accesso da parte di altre infrastrutture di mercato, a sviluppare l'interoperabilità tra sistemi, a rilevare e contabilizzare separatamente costi e ricavi dei singoli servizi offerti. Per consentire la verifica del rispetto degli impegni sottoscritti, le associazioni firmatarie dovranno produrre relazioni periodiche che verranno esaminate da un apposito gruppo – Monitoring Group of the Code of Conduct on Clearing and Settlement – composto da rappresentanti della Commissione europea, del Comitato di European Securities Regulators (CESR) e dell'Eurosistema.

Le società italiane del post-trading hanno ampliato la gamma dei servizi offerti e assunto iniziative per rafforzare la solidità dell'infrastruttura tecnologica.

Nel quadro dei miglioramenti procedurali, la Monte Titoli è intervenuta anche sulle caratteristiche tecniche adottate per l'interazione con i depositari esteri. Il valore delle transazioni cross-border regolate attraverso i collegamenti con altri depositari è salito del 30 per cento rispetto all'anno precedente. Essa ha inoltre avviato una revisione delle modalità operative seguite per la gestione degli eventi societari (stacco dei dividendi, esercizio dei diritti di opzione, pagamento delle cedole), al fine di contenere rischi operativi e costi mediante l'adozione di processi automatizzati.

La Cassa di compensazione e garanzia ha introdotto nuove funzionalità per facilitare le modalità automatiche di comunicazione con i propri partecipanti e ha esteso la funzione di controparte centrale ad altri mercati esteri (BrokerTec) e nazionali (MTA International).

Alla crescita dell'attività ha fatto riscontro un notevole miglioramento del risultato netto di esercizio: questo è stato pari rispettivamente a 22 milioni per la Monte Titoli (con un aumento del 26 per cento) e a 14,3 milioni per la Cassa (con un aumento del 13 per cento).

I servizi di gestione accentrata. – Gli strumenti finanziari custoditi presso la Monte Titoli sono aumentati, ai prezzi di mercato, del 9 per cento, portandosi a circa 2.700 miliardi di euro; il numero delle emissioni accentrate è salito di circa il 6 per cento, le disposizioni di trasferimento di titoli del 23. Il depositario centrale italiano si è confermato al terzo posto in Europa per valore di titoli gestiti, dietro ai gruppi Euroclear e Clearstream.

Alla fine del 2006 i partecipanti al sistema di gestione accentrata italiano erano complessivamente 2.334 (2.174 l'anno precedente); gli emittenti sono passati da 1.822 a 1.987, anche in conseguenza del ricorso di un numero crescente di enti locali all'emissione di titoli di debito.

L'ammontare dei titoli depositati presso il gruppo Euroclear ha raggiunto 18.200 miliardi (con un aumento del 16 per cento); quelli gestiti da Clearstream International 9.700 miliardi (11 per cento).

Il regolamento delle transazioni in titoli. – Il numero delle operazioni giornalmente immesse nella componente netta del sistema italiano di liquidazione Express II, gestito dalla Monte Titoli, è cresciuto di oltre l'8 per cento nel 2006, raggiungendo le 103 mila unità; il controvalore è diminuito del 7 per cento, a 165 miliardi. Il 69 per cento circa delle transazioni proviene dai mercati regolamentati italiani; le operazioni garantite dalle controparti centrali, Cassa di compensazione e garanzia e LCH.Clearnet SA, sono aumentate nell'anno dal 17,3 al 32,6 per cento di quelle complessive. Si è conferma-

ta l'elevata percentuale di transazioni regolate nella giornata contrattualmente prevista (98,8 del valore totale).

È aumentato il contributo delle fasi diurne del sistema di liquidazione, a conferma di prassi operative già delineatesi nel 2005; la quota del ciclo notturno è diminuita dall'84,6 all'80,9 per cento del valore delle transazioni.

Il numero dei partecipanti alla componente netta di Express II è rimasto sostanzialmente stabile; si è ulteriormente accentuata la concentrazione dell'attività presso alcuni partecipanti; è cresciuto il ricorso ai meccanismi di attivazione automatica del credito infragiornaliero della Banca d'Italia previsti dal sistema di liquidazione.

Gli aderenti sono passati da 121 a 120. Il 66,8 per cento del valore delle transazioni immesse nel sistema riguarda i primi cinque partecipanti (64,4 nel 2005); l'85,2 per cento è coperto dai primi dieci aderenti (82,6).

Dal 2005 al 2006 il credito erogato dalla Banca d'Italia attraverso i meccanismi automatici di Express II per la costituzione delle garanzie è passato da 2,7 a 3,8 miliardi al giorno (dal 36,9 al 43,5 per cento dei saldi a debito). La quota prevalente dei titoli posti a garanzia è data dagli strumenti finanziari provenienti dalla liquidazione (self-collateralization); essi rappresentano il 92,8 per cento del valore totale del credito (86,3 nel 2005).

I risultati della liquidazione lorda sono migliorati: si è registrata una crescita del controvalore e del numero delle operazioni gestite dal sistema; si è ridotto il tempo necessario per il regolamento delle operazioni provenienti dal sistema netto. È rimasta invariata la quota di transazioni non liquidate a fine giornata.

Il controvalore mediamente immesso nella liquidazione lorda è salito da 30,8 a 33 miliardi al giorno. Si è mantenuta al 90,5 la percentuale di istruzioni il cui regolamento si conclude positivamente.

La concentrazione dell'operatività per aderente è ulteriormente salita, come nella componente netta. Ha subito invece un'ulteriore riduzione la quota di contante regolata direttamente sui conti delle banche di regolamento (cosiddette banche tramite).

I cinque partecipanti più attivi immettono nel sistema il 76,5 per cento del numero totale di operazioni, i primi dieci l'87,8 (rispettivamente, 75,8 e 86,0 nel 2005). La quota di contante regolato sui conti delle banche è scesa dal 14,9 al 12,4 per cento del valore totale da liquidare. I partecipanti al servizio di liquidazione su base lorda sono scesi a 127 alla fine dello scorso anno (erano 129 alla fine del 2005). Gli intermediari aderenti al solo servizio di liquidazione su base lorda erano 7 alla fine del 2006, uno in meno dell'anno precedente.

I servizi di compensazione e garanzia. – È proseguita l'espansione dell'attività svolta sul mercato azionario e obbligazionario dalla Cassa di compensazione e garanzia.

Sui mercati azionari a pronti la Cassa ha gestito 58,4 milioni di contratti (47,9 nel 2005), corrispondenti a un controvalore medio giornaliero di circa 4,5 miliardi (3,7 nel 2005). Per il mercato dei derivati azionari (Idem), il 2006 si è contraddistinto per l'andamento positivo sia relativamente al numero di contratti scambiati (31,6 milioni contro i 25,8 del 2005) sia in termini di controvalori (1,2 miliardi, con un incremento del 29 per cento).

Sui mercati a pronti e repo dei titoli di Stato, la Cassa ha registrato un aumento sia del numero dei partecipanti sia del controvalore scambiato. Quest'ultimo è stato pari, per i repo, a 3.921 miliardi rispetto ai 1.680 miliardi dell'anno precedente; per le operazioni cash è risultato pari a 471 miliardi (128 miliardi nel 2005).

Il positivo andamento dei mercati garantiti ha comportato, anche per il 2006, un aumento dei margini iniziali depositati presso la Cassa.

L'ammontare richiesto si è attestato su una media giornaliera di 2,2 miliardi rispetto a 1,8 dell'anno precedente. I partecipanti hanno versato garanzie in eccesso, elevando così il versamento medio a 2,9 miliardi.

Il servizio di controparte centrale sui mercati MTS, EuroMTS e BrokerTec, offerto dalla Cassa in condivisione con la clearing house francese LCH.Clearnet SA, ha contribuito al totale dei margini raccolti. I margini derivanti dall'attività cross-border dei partecipanti alle due clearing house hanno rappresentato il 2 per cento del totale.

Nello svolgimento della sua attività, la Cassa esegue forzosamente i contratti non regolati per mancanza di titoli (buy-in) o di contante (sell-out) per assicurare il buon fine delle operazioni giunte al termine della data di validità prevista dal sistema Express II.

Nel corso del 2006 la procedura di buy-in è stata eseguita 51 volte, per un controvalore totale di circa 22 milioni. Non è stato mai fatto ricorso al sell-out.