

19. I SISTEMI DI NEGOZIAZIONE E DI REGOLAMENTO DEI TITOLI

Il processo di integrazione dei mercati finanziari internazionali

Nel 2007 si è registrata una decisa accelerazione del processo di concentrazione tra le principali borse valori. Dopo la fusione tra Euronext e New York Stock Exchange, altre due importanti operazioni hanno modificato l'assetto strutturale del comparto azionario a livello internazionale. Nel settore delle piattaforme di negoziazione proseguono le iniziative di grandi intermediari internazionali volte alla realizzazione di accordi di collaborazione transfrontaliera. Emerge anche la tendenza di fondi sovrani, interessati a diversificare i propri investimenti, ad acquisire partecipazioni al capitale delle società di gestione dei mercati azionari.

Nel giugno del 2007 è stato raggiunto l'accordo per l'integrazione tra il London Stock Exchange (LSE) e la Borsa Italiana, che ha dato vita al principale mercato europeo in termini di liquidità e di capitalizzazione delle società quotate. Le due borse sono rimaste legalmente distinte e assoggettate ai rispettivi assetti regolamentari; sono attese sinergie dall'adozione su entrambi i mercati della nuova piattaforma di negoziazione del London Stock Exchange (TradeElect). È tuttora in fase di definizione il progetto di revisione organizzativa che interesserà anche le altre società del gruppo Borsa Italiana: Monte Titoli spa, Cassa di compensazione e garanzia spa ed MTS spa. Il cambiamento del controllo di Euronext aveva comportato a giugno l'esercizio dell'opzione da parte di Borsa Italiana per acquisire il controllo di MTS.

Nel mese di settembre si è realizzata l'acquisizione da parte del Nasdaq di OMX, il gruppo tecnologico che gestisce in modo integrato i mercati azionari del Nord Europa. In tale operazione è intervenuta anche la Borsa di Dubai che ha raggiunto il 20 per cento del nuovo gruppo, acquisendo inoltre dal Nasdaq una partecipazione del 20 per cento nel London Stock Exchange. Sempre a settembre il Qatar Investment Authority, fondo sovrano del paese arabo, ha a sua volta acquisito una partecipazione del 15 per cento nel London Stock Exchange Group.

Sette primarie banche internazionali, alcune già promotrici del progetto Turquoise - che si propone di sviluppare un circuito di negoziazione in concorrenza con le borse europee - hanno avviato a febbraio di quest'anno un'iniziativa per realizzare tra loro e insieme a grandi hedge fund un nuovo circuito (Rainbow) dedicato alle contrattazioni di prodotti derivati.

Le società-mercato italiane hanno continuato a rafforzare la loro posizione competitiva attraverso l'ampliamento dei servizi e un'accresciuta apertura ai mercati esteri.

Il gruppo MTS ha continuato nella strategia volta a estendere l'internazionalizzazione della propria piattaforma. Ha proseguito i contatti con la Cina per avviare lo sviluppo del mercato dei titoli a reddito fisso di tale paese. Ha siglato un Memorandum of Understanding con le autorità del Brasile per avviare nel 2008 un circuito per la negoziazione di titoli di Stato brasiliani. A giugno 2007 MTS ha lanciato un mercato per gli interest rate swap. È ancora in fase di studio la possibilità di far partecipare su un apposito segmento di EuroMTS gli hedge fund, ampliando così la platea degli aderenti al mercato.

Con il recepimento nell'ordinamento nazionale della direttiva CE 21 aprile 2004, n.39 (MiFID), avvenuto lo scorso 1° novembre, l'e-MID spa è stata autorizzata dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, a operare come impresa di investimento. La trasformazione in SIM ha come obiettivo quello di far evolvere il modello della società verso un assetto più conforme a quello dei principali broker attivi nel settore a livello internazionale e di favorire una maggiore offerta di servizi in Europa grazie all'inquadramento giuridico armonizzato che caratterizza le imprese di investimento. La società e-MID ha inoltre realizzato il progetto per regolare automaticamente in TARGET2 le operazioni in euro concluse sul proprio mercato.

I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato

Tra i mercati gestiti dalla società MTS ha continuato a svilupparsi in misura rilevante BondVision, il circuito dedicato agli scambi all'ingrosso di titoli di Stato con investitori istituzionali. Anche il segmento pronti contro termine (MTS/PCT) ha visto accrescere i valori delle negoziazioni, anche se meno dello scorso anno. In lieve aumento sono risultati i volumi sull'MTS a pronti (MTS cash); è proseguita invece la contrazione dell'attività su EuroMTS, il comparto sul quale vengono scambiati i titoli di Stato benchmark dell'area dell'euro. L'acuirsi della crisi dei mutui *subprime* nel mese di marzo dell'anno in corso ha condizionato in maniera particolarmente intensa l'attività sull'MTS cash.

Nel 2007 l'importo medio giornaliero negoziato sull'MTS cash è stato di 6,5 miliardi, con un aumento dell'1,5 per cento rispetto al 2006. I BTP hanno costituito il 56 per cento degli scambi (54 nel 2006), i CCT il 15 per cento (dal 14), i CTZ il 7 per cento, come nel 2006; si è invece ridotta la quota dei BOT (dal 24 al 21 per cento). Nei primi tre mesi del 2008 l'aumento della volatilità sui mercati finanziari ha determinato ampie oscillazioni delle negoziazioni sull'MTS: dopo un forte incremento dei volumi a gennaio, a marzo gli scambi si sono più che dimezzati rispetto ai due mesi precedenti, toccando il loro minimo storico a 3,3 miliardi di euro medi giornalieri, con una flessione di oltre il 57 per cento rispetto ai livelli precedenti alla crisi di luglio. Sull'EuroMTS le contrattazioni medie giornaliere - pari a poco più di 1 miliardo - si sono ridotte di circa il 19 per cento rispetto al 2006; un analogo decremento si è registrato nel primo trimestre di quest'anno.

L'ampliamento del differenziale denaro-lettera registrato in media nel 2007 è stato di quasi un punto base, attestandosi al di sopra dei 5 punti. Nel primo trimestre di quest'anno il differenziale è quasi raddoppiato, portandosi a circa 9 punti base e inducendo a marzo la società di gestione ad allentare gli obblighi di quotazione.

Il numero degli operatori presenti nell'MTS cash si è ridotto, così come il grado di concentrazione degli scambi. È proseguito l'aumento del ricorso alla controparte centrale.

Il numero dei partecipanti è sceso di dieci unità, a 108. La quota di volumi scambiati dai primi 5 operatori è stata del 26 per cento (27 nel 2006), quella relativa ai primi 10 operatori del 44,5 per cento (dal 46). Le due controparti centrali, Cassa di compensazione e garanzia e ICH.Clearnet SA, hanno garantito negoziazioni per un importo pari ai tre quarti degli scambi complessivi (62 per cento nel 2006).

I volumi trattati nel segmento pronti contro termine dell'MTS sono cresciuti del 6 per cento rispetto al 2006. L'incremento può essere ascritto al continuo progresso del segmento General Collateral e, in particolare, delle contrattazioni sulla scadenza overnight.

Nel comparto dei pronti contro termine i valori medi giornalieri si sono attestati a 63 miliardi (59 nel 2006). Sullo Special Repo, che rappresenta il 61 per cento del mercato (63 nel 2006), l'87 per cento degli scambi ha luogo sullo spot next. Sul General Collateral il 37 per cento delle negoziazioni è realizzato sulla scadenza overnight, che ha raggiunto importi giornalieri pari a 9,4 miliardi (50 per cento in più rispetto all'anno precedente); nei primi tre mesi di quest'anno, le contrattazioni sulla scadenza overnight sono all'incirca raddoppiate, toccando a gennaio e febbraio livelli massimi di 20 miliardi giornalieri.

Il mercato BondVision ha continuato a crescere a ritmi elevati. Nel 2007 i valori medi giornalieri complessivamente scambiati sono stati pari a 2,5 miliardi (di cui 1,5 miliardi in titoli di Stato italiani), con un incremento del 22 per cento rispetto al 2006. Il numero degli aderenti è ulteriormente aumentato, da 295 a 333. Le modalità di negoziazione con asta di questo mercato sono risultate particolarmente adatte nell'attuale fase di turbolenza, in quanto limitano i rischi derivanti dall'obbligo del dealer di esporre proposte vincolanti.

Il mercato interbancario dei depositi

I depositi interbancari scambiati sulla piattaforma elettronica e-MID hanno registrato nell'anno una flessione del 7 per cento, mostrando un maggiore grado di concentrazione per scadenza e operatori. L'attività si è contratta dal mese di agosto, con il manifestarsi della crisi di fiducia nei mercati monetari e finanziari. La tendenza è proseguita nei primi tre mesi di quest'anno: rispetto allo stesso periodo del 2007 i volumi scambiati sull'e-MID si sono ridotti del 44 per cento, con una progressiva decrescita dell'attività degli operatori esteri.

Sull'e-MID gli scambi medi giornalieri si sono attestati nel 2007 a 22,4 miliardi (24,2 nel 2006), il 92 per cento dei quali negoziati sull'overnight (88 per cento nel 2006). La concentrazione dell'attività, misurata dalla quota dei primi dieci intermediari, si è leggermente ampliata (dal 25,0 al 27,5 per cento). È cresciuta anche l'incidenza degli scambi sul segmento large deal – dove è previsto un lotto minimo di negoziazione di 100 milioni – che è risultata pari al 60 per cento degli scambi complessivi (56 per cento nel 2006). Nel primo trimestre dell'anno in corso la media giornaliera dei volumi in euro è scesa a 15 miliardi, rispetto ai 26,9 del primo trimestre del 2007.

Nel 2007 l'attività degli operatori esteri ha rappresentato il 53 per cento di quella complessiva, in ulteriore crescita rispetto all'anno precedente (46 per cento). A partire da agosto gli intermediari non residenti hanno tuttavia ridotto le contrattazioni giornaliere, portando nel primo trimestre di quest'anno la loro quota di mercato al di sotto di quella degli operatori italiani. Alla fine del 2007 aderivano all'e-MID 196 intermediari, di cui 112 italiani.

I timori relativi al merito di credito delle controparti si sono riflessi significativamente sulle condizioni di mercato e sugli indicatori di liquidità. I differenziali denaro-lettera praticati dagli operatori sulla scadenza overnight si sono sensibilmente ampliati, soprattutto nell'ultimo trimestre dell'anno, così come si sono ridotte le quantità proposte in pagina. Nel primo trimestre 2008 le operazioni supplementari a tre mesi delle banche centrali hanno contribuito a ripristinare condizioni migliori di liquidità, anche se non sono state sufficienti a fugare la crisi di fiducia tra gli operatori bancari, che hanno continuato a quotare proposte di negoziazione per volumi modesti.

Nel corso del 2007 il differenziale denaro-lettera sugli scambi overnight è in media quasi triplicato, passando da poco più di un punto a quasi 3,5 punti base; lo spread ha superato i 6 punti nell'ultimo trimestre dell'anno, per poi rientrare a circa 3 punti base nei primi mesi del 2008. Parallelamente, anche le quantità proposte in pagina dagli operatori sono andate riducendosi: tra luglio 2007 e il primo trimestre di quest'anno i volumi quotati sulla piattaforma sono diminuite di oltre il 25 per cento. Da agosto anche la variabilità del tasso sui depositi overnight è significativamente aumentata, per poi tornare parzialmente sui livelli precedenti nella prima parte del 2008.

Si è intensificato il rallentamento dell'attività sull'e-MIDER, il mercato dei derivati su tasso (*overnight indexed swaps*) gestito da e-MID spa, dove i volumi si sono più che dimezzati rispetto al 2006 scendendo a 70 milioni giornalieri.

I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia

L'industria europea del post-trading sta rispondendo alle sollecitazioni, di natura pubblica e privata, volte a migliorarne l'efficienza e l'integrazione. La firma del Codice di condotta per l'offerta di servizi di garanzia e regolamento per i titoli azionari ha stimolato le richieste di collegamento fra mercati, controparti centrali, sistemi di regolamento di diversi paesi, coerentemente con il principio sancito dalla direttiva MiFID che prevede per i mercati e gli intermediari, di scegliere, indipendentemente dalla localizzazione, il fornitore dei servizi di post-trading. Le differenze fra i sistemi giuridici dei paesi europei continuano tuttavia a rappresentare un ostacolo alla piena liberalizzazione dei servizi. Nella riunione del Consiglio Ecofin del marzo scorso, i Ministri finanziari e i Governatori della UE hanno ribadito la necessità di intensificare gli sforzi per abolire i residui ostacoli, di natura giuridica e fiscale, alla piena integrazione delle infrastrutture europee di compensazione e regolamento.

Nell'ottobre del 2006 le borse, le controparti centrali e i depositari centrali europei avevano sottoscritto, su impulso della Commissione europea, un Codice di condotta per l'offerta di servizi di garanzia e regolamento per i titoli azionari. Nel mese di giugno 2007 i gestori di detti sistemi hanno adottato una Linea guida per l'accesso e l'interoperabilità, al fine di disciplinare la realizzazione di collegamenti. A febbraio 2008 risultavano avanzate, nella UE, oltre 80 richieste in tal senso; l'iter di realizzazione dei collegamenti deve ancora completarsi.

Il Codice di condotta ha avuto l'effetto di migliorare la trasparenza tariffaria del comparto del post-trading. Nuovi soggetti si propongono di entrare nel mercato, con l'obiettivo di soddisfare la crescente domanda di servizi integrati proveniente dagli intermediari di maggiori dimensioni, i quali negoziano titoli su scala europea. Il depositario centrale statunitense DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation) ha costituito nel Regno Unito una controparte centrale denominata EuroCCP, destinata a garantire le transazioni che saranno concluse sul mercato europeo Turquoise. Lo scorso 31 marzo EuroCCP è stata autorizzata dalla FSA a prestare servizi di controparte centrale nel Regno Unito.

L'adozione del Codice e l'avanzamento del progetto TARGET2-Securities stanno portando a una intensificazione delle iniziative di collaborazione fra i gestori dei sistemi di post-trading.

Lo scorso aprile sette depositari centrali europei, fra cui il tedesco Clearstream e lo spagnolo Iberclear, hanno concluso un accordo (cosiddetto Link Up Markets Initiative) per la realizzazione di una infrastruttura tecnologica atta a facilitare i collegamenti fra i diversi sistemi, con l'obiettivo di consentire ai partecipanti a ciascuna piattaforma domestica di avere accesso ai servizi di regolamento offerti dagli altri depositari aderenti all'accordo.

Nel 2007 le società italiane del post-trading hanno preso parte ai lavori di realizzazione di TARGET2; hanno inoltre apportato ulteriori affinamenti ai sistemi gestiti al fine di migliorarne l'affidabilità e la capacità di affrontare situazioni critiche.

I servizi di gestione accentrata. – L'attività di gestione accentrata svolta dalla Monte Titoli è rimasta sostanzialmente stabile, sia con riferimento al valore degli strumenti finanziari accentrati, sia per quanto riguarda il numero di intermediari aderenti, mentre sono ancora cresciuti gli emittenti. La società è impegnata ad attuare un piano pluri-

nale di razionalizzazione e automazione delle modalità di colloquio con gli intermediari e con gli emittenti, mediante un intenso ricorso all'automazione dei processi, al fine di rendere il servizio più sicuro ed efficiente.

Ai prezzi di mercato, gli strumenti finanziari custoditi ammontavano alla fine 2007 a 2.770 miliardi, con un incremento del 2,9 per cento; il numero delle emissioni accentrate è salito del 4,5 per cento, mentre le disposizioni di trasferimento titoli sono aumentate del 22,7 per cento.

La Monte Titoli resta al terzo posto in Europa per valore dei titoli gestiti, dietro ai depositari internazionali Euroclear e Clearstream. Alla fine del 2007 si registravano 2.451 aderenti al sistema di gestione accentrata (2.334 nel 2006); gli emittenti sono passati da 1.987 a 2.097.

Il regolamento delle transazioni in titoli. – Nel 2007 l'attività del sistema di regolamento Express II è ulteriormente aumentata. La media giornaliera delle transazioni immesse nella componente netta è stata pari a circa 108.000 operazioni, con un aumento di oltre il 5 per cento. Il controvalore medio giornaliero (circa 163 miliardi) risulta invece sostanzialmente stabile (-1,2 per cento rispetto all'anno precedente). Circa il 70 per cento delle transazioni elaborate dal sistema è stato concluso sui mercati regolamentati italiani. Continua a crescere l'incidenza delle operazioni garantite dalle controparti centrali, passata dal 32,6 nel 2006 al 36,0 per cento nel 2007.

Express II, dopo i perfezionamenti tecnici apportati negli ultimi due anni e con l'introduzione, nel febbraio 2007, di un sistema volto a penalizzare gli intermediari che presentano scoperture sui conti, ha assorbito senza traumi le turbolenze registrate sui mercati finanziari, facendo registrare un'elevata capacità di regolamento delle operazioni immesse in linea con quella degli anni precedenti. È continuata la tendenza alla diminuzione del controvalore regolato nel ciclo netto notturno; il calo è stato più che compensato dalla quota di transazioni regolate nei cicli netti diurni.

Il controvalore mediamente regolato a fine giornata è risultato pari al 99,0 per cento (98,9 per cento nel 2006). Il contributo complessivo della componente netta è migliorato, passando in termini di controvalore regolato dal 92,6 al 93,2 per cento. Il calo delle percentuali di regolamento del ciclo netto notturno (dall'80,6 al 79,5 per cento) è stato più che compensato dal miglioramento del ciclo diurno, passato dal 12,0 al 13,7 per cento del totale immesso. Nei primi tre mesi del 2008 la quota di controvalore regolato nel ciclo netto notturno è scesa al 71,8 per cento, soprattutto a causa delle scoperture generate da alcuni aderenti esteri di grandi dimensioni. Gli operatori che presentano con maggiore frequenza posizioni scoperte nel ciclo netto notturno risultano essere i grandi intermediari internazionali, a motivo della più elevata complessità della loro attività, che richiede capacità di colloquio con sistemi di vari paesi.

Il sistema ha beneficiato del crescente ricorso dei partecipanti ai meccanismi di concessione automatica del credito infragiornaliero della Banca d'Italia.

All'interno del ciclo notturno il credito erogato per via automatica è passato da 3,8 a 4,6 miliardi di euro e ha consentito di coprire oltre il 50 per cento dei saldi a debito dei partecipanti. Tale valore è ulteriormente aumentato nei primi tre mesi del 2008, quasi al 60 per cento. Gli strumenti finanziari provenienti dalla liquidazione (self collateralisation) restano la quota di gran lunga prevalente dei titoli posti a garanzia.

Il numero di aderenti alla componente netta del sistema è lievemente diminuito, da 127 a 122, mentre è ulteriormente cresciuto il grado di concentrazione. Nel 2007 ai due operatori più attivi ha fatto capo una quota di attività pari al 40,3 per cento; l'incidenza dei primi cinque operatori era pari al 70,4 per cento. Nei primi tre mesi del 2008 tali valori sono passati rispettivamente al 42,6 e al 74,4 per cento.

Si è mantenuta rilevante la quota di attività degli intermediari esteri (62,7 per cento), concentrata su pochi operatori; ai tre maggiori ha fatto capo il 40,6 per cento del controvalore totale immesso nel sistema. L'attività è cresciuta anche sulla componente lorda di Express II, che ha evidenziato in termini di controvalore regolato una media giornaliera di 37,9 miliardi (33 nel 2006). Nel complesso, il sistema lordo ha ulteriormente migliorato le proprie caratteristiche di efficienza operativa.

Si è registrato un deciso incremento delle transazioni over-the-counter (passate dal 57,4 al 66,8 per cento); sono diminuiti i volumi di attività connessi con il regolamento delle operazioni in fail provenienti dalla componente netta (dal 38,6 al 29,6 per cento) e quelli derivanti dalla gestione operativa della politica monetaria (dal 4 al 3,5 per cento). Il tempo medio di regolamento delle operazioni nel sistema lordo all'interno della giornata di regolamento si è ridotto, risultando pari a 34 minuti nel 2007 contro i 37 dell'anno precedente.

I servizi di compensazione e garanzia. – I volumi di attività della controparte centrale italiana hanno mostrato una decisa crescita sul mercato azionario e su quello dei derivati; su quello obbligazionario si è registrata una lieve riduzione rispetto all'anno precedente.

La Cassa di Compensazione e garanzia ha garantito 73,6 milioni di contratti conclusi sul mercato azionario a pronti (58,4 nel 2006) per un controvalore medio giornaliero di 6,3 miliardi (4,5 nel 2006). Anche sul mercato dei derivati azionari (Idem) si è registrato un incremento consistente: il numero di contratti è salito a 37,1 milioni (31,6 milioni l'anno precedente). Sul comparto a pronti dell'MTS, l'attività è cresciuta da 471 a 556 miliardi, mentre sul comparto dei repo i controvalori garantiti sono passati da 3.921 a 3.290 miliardi.

I margini versati alla Cassa sono aumentati in misura considerevole, riflettendo sia la maggiore attività di negoziazione sui mercati garantiti, sia la più elevata volatilità dei corsi dei titoli rispetto agli anni precedenti. Il servizio di controparte centrale offerto sul mercato MTS congiuntamente a LCH.Clearnet SA ha contribuito al totale dei margini raccolti con una quota pari a circa il 7 per cento.

Nel 2007 la media giornaliera dei margini iniziali richiesti è stata pari a 2,6 miliardi (2,2 nel 2006). I valori massimi sono stati raggiunti in maggio; in alcune giornate hanno raggiunto punte di 5,6 miliardi. L'ammontare medio giornaliero dei margini scambiati tra la Cassa e LCH.Clearnet SA derivanti dall'attività dei rispettivi partecipanti è stato pari a 41 milioni, contro i 48 del 2006. Nel primo trimestre del 2008, a seguito della contrazione dell'operatività sui mercati garantiti dalla Cassa, i margini giornalieri versati in media dai partecipanti sono stati pari a 1,8 miliardi di euro.

Il numero di aderenti alla Cassa è rimasto pressoché stabile (130); il comparto con la partecipazione più ampia è quello azionario. Il grado di concentrazione dell'attività resta elevato. I primi due aderenti coprono una quota dei margini versati pari al 28 per cento (il 46 per cento considerando i primi cinque). Il ruolo degli intermediari esteri resta molto importante, con più del 50 per cento del volume di attività. Il ricorso alla procedura di acquisto forzoso (cosiddetto *buy-in*) si è quasi triplicato rispetto al 2006 (136 interventi contro 51); i destinatari degli interventi sono stati per lo più i partecipanti indiretti.