

**IL SISTEMA DEI PAGAMENTI, I MERCATI  
E LE LORO INFRASTRUTTURE**



## 20. LE INFRASTRUTTURE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI ALL'INGROSSO E DEI MERCATI MONETARIO E FINANZIARIO

Nei primi mesi del 2009 i mercati monetari e finanziari hanno attraversato una fase di elevata incertezza, flessione degli scambi, accentuata volatilità dei prezzi. Nel corso dell'anno le tensioni si sono gradualmente attenuate, pur in presenza di perduranti fattori di incertezza e di un'elevata avversione al rischio. Successivamente, le tensioni legate alle difficoltà dei conti pubblici della Grecia e l'emergere di timori di contagio dei fattori di instabilità ad alcuni paesi dell'area dell'euro hanno portato a cospicui aumenti dei premi al rischio pagati dai prenditori sovrani.

A livello internazionale emerge una tendenza a estendere l'attività delle società che erogano servizi di post-trading alla compensazione e al regolamento di prodotti negoziati sul segmento over-the-counter (OTC); ne sono esempio l'avvio del clearing sui credit default swap (CDS) da parte della statunitense Intercontinental Exchange, della tedesca Eurex Clearing AG e della francese LCH.Clearnet SA. Ne derivano effetti benefici in termini di contenimento del rischio di controparte, di gestione della liquidità, di efficienza nell'uso delle garanzie.

In linea con le indicazioni espresse nell'aprile del 2008 dal Financial Stability Forum (ora Financial Stability Board, FSB) e con le sue successive raccomandazioni, nonché con quelle emerse dalla riunione del Gruppo dei Venti (G20) del settembre 2009, è proseguita un'ampia attività di revisione della regolamentazione e della supervisione finanziaria, volta ad accrescere l'efficacia dei controlli in un quadro di cooperazione internazionale.

Alla fine del 2009 la Commissione europea ha avviato i lavori per la definizione di una nuova normativa nel settore delle controparti centrali (European Market Infrastructures Legislation, EMIL): si mira a rendere obbligatorio il loro utilizzo per i derivati OTC standardizzati, a introdurre un regime armonizzato per l'autorizzazione e requisiti di capitale per tali infrastrutture, ad accrescere la trasparenza del mercato e rafforzarne la stabilità.

Con riguardo all'assetto della vigilanza europea, alla luce dell'esperienza maturata nel corso dell'ultima crisi finanziaria la Commissione europea, il Consiglio e il Parlamento europei hanno condiviso la necessità di rivedere, nell'assetto complessivo del sistema di supervisione finanziaria, la ripartizione di responsabilità tra le autorità centrali di prossima costituzione e quelle nazionali per le infrastrutture di mercato di rilievo sistemico quali le controparti centrali.

In Italia la percezione dei rischi di controparte e di liquidità ha continuato a penalizzare gli scambi sul segmento palese del mercato interbancario, mentre i comparti assistiti da garanzie sul rischio di credito, anonimato delle transazioni, presenza di controparti centrali hanno registrato andamenti positivi. Nel mercato finanziario, le compravendite a pronti di titoli di Stato italiani si sono attestate nei primi mesi del 2009

sui valori storicamente contenuti registrati già nel 2008; nell'ultima parte dell'anno si è tornati verso volumi più elevati delle negoziazioni e sono migliorati gli indicatori di liquidità e di spessore del mercato. Nel primo trimestre del 2010 sono nuovamente aumentati i differenziali denaro-lettera sui titoli di Stato italiani, in un contesto di sostanziale tenuta degli scambi.

Nel mercato monetario il clima di maggiore avversione al rischio determinato dalla crisi orienta gli intermediari verso tipologie di negoziazione garantite da forme di collateralizzazione o dall'interposizione di una controparte centrale, in grado di attenuare il rischio di credito e assicurare l'anonimato delle controparti.

È ancora prematuro stabilire se tale evoluzione prefiguri un ruolo strutturalmente marginale per il mercato monetario non garantito. Tuttavia, varie iniziative sono state prese per realizzare forme di integrazione funzionale e commerciale tra piattaforme di trading elettronico, controparti centrali e depositari centrali in grado di offrire servizi avanzati di gestione delle garanzie.

Per assecondare la tendenza degli operatori a prediligere forme garantite di scambi, e a sostegno dell'efficiente gestione della liquidità bancaria, nel 2008 la Banca d'Italia aveva promosso la costituzione di un nuovo mercato (Mercato interbancario collateralizzato, MIC), la cui operatività è stata avviata nel 2009, nel quale le transazioni avvengono su base anonima e garantita. In tale mercato l'Istituto interviene custodendo, amministrando e valutando le garanzie conferite dai partecipanti, gestendo l'eventuale inadempimento di un partecipante.

In questa linea di tendenza, il MIC potrà continuare a svolgere un ruolo importante anche dopo che, alla fine del 2010, avrà avuto termine lo schema di garanzia prestato dalla Banca, in coerenza con le azioni di progressiva dismissione delle misure di emergenza adottate dalle banche centrali europee per fronteggiare la crisi finanziaria. La e-MID SIM spa e le infrastrutture di post-trading della piazza finanziaria italiana, appartenenti al London Stock Exchange Group, hanno avviato lavori diretti a dare continuità al segmento garantito del mercato interbancario, accentuandone la prospettiva in chiave europea.

Nel 2009, malgrado le forti tensioni nella distribuzione di fondi liquidi emerse nel corso della crisi finanziaria, il sistema di regolamento lordo TARGET2 non ha mostrato ritardi nella chiusura della giornata operativa o nel regolamento delle transazioni nel corso della giornata; il 99,96 per cento delle transazioni è stato regolato entro cinque minuti. Il sistema, inoltre, ha garantito la piena continuità di funzionamento, facendo registrare una disponibilità del 100 per cento.

È proseguita la realizzazione dei progetti infrastrutturali dell'Eurosistema TARGET2-Securities (T2S) e Collateral Central Bank Management (CCBM2). T2S costituirà il futuro sistema europeo per il regolamento in moneta di banca centrale delle transazioni in titoli in euro; esso sarà disponibile anche per il regolamento nelle altre valute europee. Tramite l'armonizzazione e la standardizzazione dei processi operativi, il post-trading delle transazioni in titoli diverrà più efficiente e meno costoso e sarà favorita l'integrazione dei mercati finanziari europei, riducendo il costo delle transazioni transfrontaliere. T2S sarà avviato nel mese di settembre 2014. Nel 2009 è stato istituito il Programme Board, l'organismo di direzione del progetto, a cui compete la gestione delle relazioni con il mercato e con le quattro banche centrali nazionali incaricate dall'Eurosistema di realizzare la nuova infrastruttura (Banca d'Italia, Banco de España, Banque de France, Deutsche Bundesbank). Il progetto CCBM2 è invece volto a con-

sentire la gestione, tramite un'unica piattaforma tecnologica, delle attività finanziarie utilizzate dalle controparti dell'Eurosistema come garanzia nelle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero.

### *Il regolamento in moneta di banca centrale*

Nel 2009 TARGET2 ha trattato in media giornaliera oltre 345.000 pagamenti per un controvalore di circa 2.150 miliardi di euro, rispettivamente il 60 e l'89 per cento dei trasferimenti di fondi eseguiti attraverso i due principali sistemi della UE. Per la prima volta dall'avvio di TARGET (1999) i pagamenti si sono ridotti rispetto all'anno precedente sia in termini di numero (-6,5 per cento) sia, soprattutto, in termini di importo (-19,2 per cento). Il sistema Euro1, gestito dall'EBA Clearing, nel 2009 ha regolato in media giornaliera oltre 227.000 pagamenti (-9,2 per cento rispetto al 2008) per un controvalore di 255 miliardi (-11 per cento rispetto al 2008).

*La riduzione dei pagamenti è imputabile principalmente al rallentamento dell'attività economica e alla contrazione delle transazioni sui mercati finanziari in tutta l'area dell'euro. In TARGET2 la flessione in termini di importo è riconducibile anche ad altri due fattori: la riduzione del numero delle operazioni di politica monetaria in seguito all'introduzione – nell'ambito degli interventi straordinari della Banca centrale europea (BCE) volti a fronteggiare la crisi – di operazioni di rifinanziamento con scadenza a un anno; le modifiche introdotte dal gennaio 2009 nelle modalità di rilevazione statistica delle operazioni regolate (in particolare l'esclusione di alcuni pagamenti di natura "tecnica" che avevano comportato una sovrastima dei flussi di TARGET2).*

Nel 2009 i flussi trattati dai sistemi italiani di compensazione e di regolamento gestiti dalla Banca d'Italia (TARGET2-Banca d'Italia e BI-Comp) sono stati superiori a 42.200 miliardi, in riduzione di quasi il 22 per cento rispetto all'anno precedente; i flussi si sono commisurati a 27,8 volte il PIL (tav. 20.1).

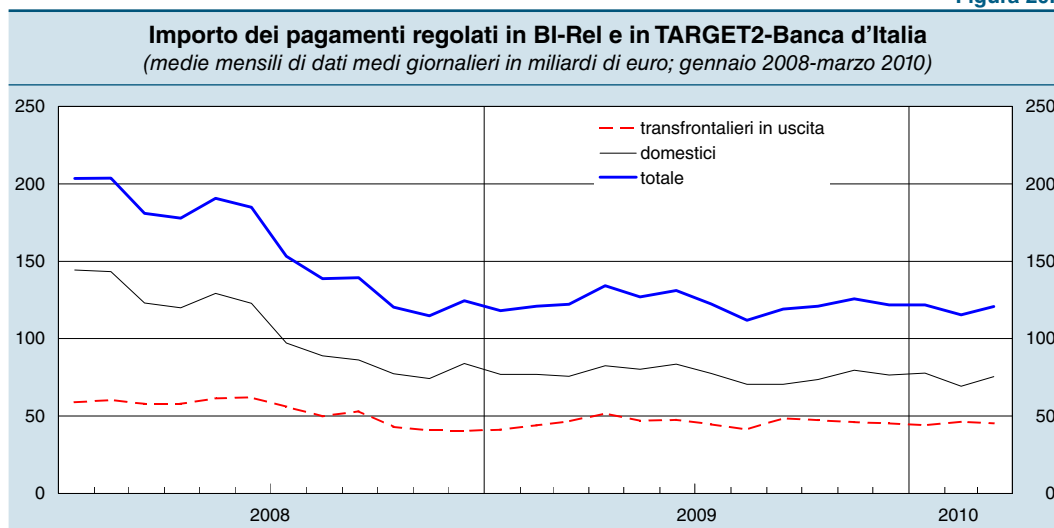
**Tavola 20.1**

<b>Flussi trattati nei sistemi di compensazione e regolamento</b> (miliardi di euro)						
ANNI	Sistemi di compensazione (1)			Regolamento lordo (2) (c)	Totale flussi	
	Flussi lordi (a) BI-Comp	Saldi multilaterali			(d)=(a+b+c)	(d)/PIL
		BI-Comp	Liquidazione dei titoli ed Express II (b)			
2001	2.449	266	2.252	34.980	39.681	31,8
2002	2.598	276	1.954	32.145	36.697	28,3
2003	2.839	291	2.116	30.873	35.828	26,8
2004	3.011	323	2.190	31.650	36.851	26,4
2005	3.181	376	2.531	37.656	43.368	30,3
2006	3.402	420	2.818	43.635	49.855	33,5
2007	3.376	415	3.123	49.902	56.401	36,5
2008	3.449	444	4.111	46.476	54.036	34,4
2009	3.094	426	2.858	36.256	42.208	27,8

Fonte: elaborazioni su dati SIA-SSB, Istat e Banca d'Italia. Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
 (1) Comprese le operazioni della Banca d'Italia, delle Sezioni di tesoreria provinciale e delle Poste Italiane spa. Dal 19 maggio 2008, in corrispondenza della migrazione al sistema TARGET2, i saldi delle Sezioni di tesoreria provinciale sono compresi in quelli della Banca d'Italia. Il sistema Express II è stato avviato l'8 dicembre 2003. La Liquidazione dei titoli ha cessato di operare il 23 gennaio 2004. –  
 (2) Operazioni al netto dei saldi dei sistemi multilaterali ancillari. Include i pagamenti transfrontalieri sia in entrata sia in uscita al netto delle operazioni con la Banca d'Italia. Non sono incluse le operazioni regolate sui conti accentrati esterni a BI-Rel/TARGET2-Banca d'Italia.

Nel 2009 i flussi medi giornalieri sono stati prossimi a quelli del dicembre 2008. Rispetto ai valori medi del 2008, i flussi immessi si sono ridotti da 161 a 123 miliardi. La riduzione è riconducibile, oltre che alla crisi, alla migrazione da BI-Rel a TARGET2-Banca d'Italia (maggio 2008), che ha favorito un processo di accentramento presso la casa madre delle tesorerie delle banche estere operanti in Italia (fig. 20.1).

Figura 20.1



Nel sistema italiano di regolamento lordo vengono trattate anche le operazioni provenienti dai sistemi ancillari domestici (il sistema di compensazione dei pagamenti al dettaglio, il mercato interbancario, il sistema di regolamento titoli Express II, i sistemi di controparte centrale), nonché le operazioni delle banche italiane partecipanti ai sistemi ancillari internazionali (Euro1, STEP2 e il sistema di regolamento multivalutario Continuous Linked Settlement, CLS). Tra i sistemi domestici particolare rilevanza assume Express II, che vede la partecipazione anche di operatori esteri di grande dimensione a cui è riconducibile oltre il 30 per cento delle transazioni complessivamente regolate in TARGET2-Banca d'Italia. Nel 2009 il valore medio giornaliero delle operazioni rivenienti da Express II si è ridotto rispetto all'anno precedente da 64 a 42 miliardi a seguito della contrazione dell'attività sui mercati finanziari. L'importo giornaliero dei pagamenti relativi ai saldi dei sistemi ancillari internazionali è invece aumentato da 2,5 a circa 3 miliardi; l'incremento è in larga misura attribuibile ai sistemi Euro1 (350 milioni) e STEP2 (165 milioni) che dal dicembre 2008 regolano in modo separato in TARGET2.

Le turbolenze sui mercati finanziari non hanno avuto effetti negativi sull'efficienza e sull'affidabilità di TARGET2-Banca d'Italia. Nel 2009 circa il 70 per cento dell'ammontare dei pagamenti immessi nel sistema è stato regolato tempestivamente, entro le ore 13.00. L'ordinato funzionamento del sistema è confermato anche dal numero estremamente contenuto di pagamenti scartati per carenza di liquidità, nonché dai tempi contenuti di permanenza dei pagamenti temporaneamente privi di copertura nelle liste di attesa (tra i 30 secondi e un minuto); solo in alcune giornate questo tempo è cresciuto fino a un massimo di alcuni minuti in linea con quanto avvenuto negli anni precedenti.

Nel 2009 l'ammontare della liquidità infragiornaliera a disposizione delle banche, costituita dal valore delle linee di credito garantite, è aumentata rispetto al 2008 passando da circa 28 miliardi a oltre 40 miliardi. Tale dinamica riflette le scelte prudenziali delle banche nella gestione di tesoreria a seguito della crisi finanziaria; essa è stata fa-

vorita dalle misure straordinarie adottate dall'Eurosistema, in particolare dall'ampliamento della gamma delle attività stanziabili a garanzia delle operazioni di credito. Rispetto all'ammontare disponibile, l'utilizzo della liquidità infragiornaliera è aumentato in misura minore raggiungendo, in media giornaliera, l'importo di 8,2 miliardi (6,4 miliardi nel 2008). L'utilizzo massimo della liquidità infragiornaliera, pari in media a circa 13 miliardi (12,6 miliardi nel 2008), continua a verificarsi nelle prime ore della mattinata; esso è riconducibile all'utilizzo dei meccanismi di autocollateralizzazione per il regolamento dei saldi del sistema Express II, nonché alla provvista effettuata da alcune filiali di banche estere a favore della rispettiva casa madre. Il ricorso alla liquidità infragiornaliera è risultato concentrato presso un numero limitato di operatori; circa il 90 per cento dell'utilizzo, infatti, fa capo a tre intermediari.

*Le attività a garanzia.* – A livello europeo a fine 2009 il valore del collaterale depositato a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema è stato pari a 2.270 miliardi di euro, in aumento del 7 per cento rispetto all'anno precedente. Le garanzie mobilizzate su base transfrontaliera hanno rappresentato il 38 per cento del totale, di cui il 25 per cento tramite il Correspondent Central Banking Model (CCBM) e il 13 per cento mediante i collegamenti in essere tra depositari centralizzati (cosiddetti links). Il ricorso al canale CCBM ha presentato un significativo rallentamento a seguito del maggior utilizzo di attività domestiche.

Nel corso del 2009 le banche italiane hanno detenuto in media giornaliera presso la Banca d'Italia oltre 73 miliardi di attività a garanzia delle operazioni di pronti contro termine di politica monetaria e dell'anticipazione infragiornaliera (tav. 20.2), in aumento del 61 per cento rispetto al 2008. L'incremento ha riguardato prevalentemente le attività negoziabili domestiche, passate da circa 18 a 37 miliardi e in minor misura i prestiti bancari, il cui valore è aumentato da 14 a 21 miliardi. Il sensibile aumento della componente domestica dei titoli negoziabili continua ad associarsi al deposito da parte di alcuni operatori di garanzie rivenienti da cartolarizzazione di propri crediti (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

Tavola 20.2

Attività a garanzia in deposito presso la Banca d'Italia (consistenze medie; milioni di euro)									
PERIODI	Anticipazione infragiornaliera e pronti contro termine di politica monetaria					Prestiti bancari	Totale attività a garanzia	di cui: anticip. infrag. (%)	Titoli italiani a garanzia delle BCN estere via CCBM
	Titoli				Totale				
	Italiani	CCBM	Links						
2008	18.482	3.216	9.227		30.925	14.594	45.519	51	58.373
2009	37.751	3.015	11.064		51.830	21.538	73.368	49	54.906
2009 – 1° trim.	42.290	3.382	13.522		59.193	19.884	79.077	42	63.678
2° trim.	31.791	2.958	11.449		46.198	21.901	68.099	50	57.691
3° trim.	38.488	2.823	10.402		51.713	21.782	73.495	51	50.993
4° trim.	38.469	2.900	8.941		50.310	22.584	72.894	54	47.484
2010 – 1° trim.	40.279	3.128	10.203		53.610	21.559	75.168	51	48.446

Per la metodologia di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

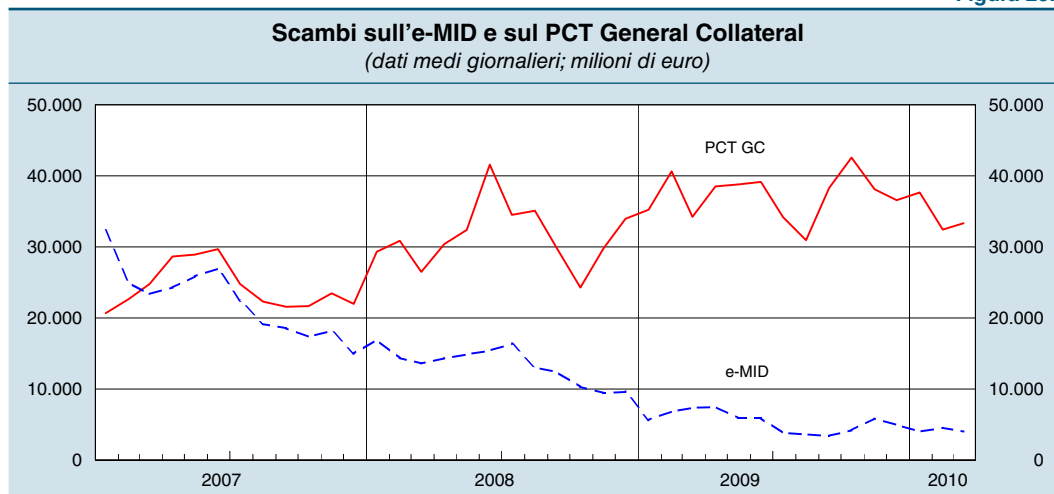
L'utilizzo dei titoli esteri ha presentato un lieve aumento, passando da 12 a 14 miliardi, e una ricomposizione nei canali di utilizzo a favore dei links (+19 per cento rispetto al 2008). Anche le giacenze di titoli italiani gestite per conto delle banche centrali del SEBC nell'ambito del CCBM hanno subito una contrazione, riducendosi da 73 miliardi di euro a fine 2008 a 47,5 miliardi nel quarto trimestre del 2009. Resta limitato l'utilizzo su base transfrontaliera di prestiti bancari erogati in Italia (un miliardo di euro a fine 2009).

### Il mercato interbancario dei depositi (e-MID)

Sul segmento palese del mercato dei depositi interbancari e-MID è proseguita la flessione delle negoziazioni, i cui volumi ormai si collocano su valori inferiori a un quarto di quelli registrati fino all'estate 2007. La ridotta attività di negoziazione resta legata alla percezione di elevati rischi di controparte e al timore del cosiddetto effetto stigma connesso con l'esplicitazione al mercato dei fabbisogni di liquidità; ulteriori ostacoli all'operatività transfrontaliera derivano dalle maggiori asimmetrie informative e dalle incertezze circa le modalità, i tempi e i costi associati al recupero dei crediti verso operatori esteri. Le ingenti iniezioni di liquidità da parte dell'Eurosistema hanno inoltre permesso alle banche di soddisfare largamente le rispettive esigenze di finanziamento.

La contrazione delle transazioni sull'e-MID è stata bilanciata dall'andamento del segmento General Collateral dei pronti contro termine, sostenuto dalla presenza di controparti centrali che abbattano il rischio di credito e consentono un completo anonimato delle contrattazioni (fig. 20.2), nonché dagli scambi non garantiti conclusi over-the-counter e dalle negoziazioni eseguite sul MIC.

Figura 20.2



Fonte: e-MID SIM spa e MTS spa.

Nel 2009 l'importo medio giornaliero dei depositi negoziati sull'e-MID si è attestato a 5,4 miliardi (13,4 nel 2008); in particolare, esso è sceso sotto i 4 miliardi nei tre mesi successivi all'operazione dell'Eurosistema con scadenza a un anno effettuata nel mese di giugno 2009; nell'insieme dell'anno gli scambi transfrontalieri hanno rappresentato il 20 per cento di quelli complessivi, a fronte del 42 per cento nel 2008. Nel primo trimestre 2010 sono stati scambiati in media contratti per 4,2 miliardi di euro al giorno. La struttura per scadenze è rimasta concentrata prevalentemente per il circa il 90 per cento sul segmento overnight.

Nel 2009, l'ingente ammontare di liquidità in circolazione ha portato il tasso overnight a fluttuare anche al di sotto del tasso di deposito dell'Eurosistema.

*Alla fine dello scorso anno al mercato aderivano 190 intermediari, 105 dei quali italiani. I dieci operatori più attivi hanno negoziato oltre il 40 per cento dei contratti, rispetto al 30 per cento del 2008. Le transazioni concluse con modalità di negoziazione bilaterale (request for quote), pari nell'anno a 600 milioni medi giornalieri, hanno registrato un picco nel marzo 2009 (900 milioni medi giornalieri) per assestarsi su livelli inferiori in coincidenza con il graduale ristabilirsi della fiducia nei rapporti interbancari.*

Sul MIC il volume dei contratti è costantemente aumentato e la loro durata ha toccato livelli inconsueti sugli altri circuiti di scambio (dopo aver raggiunto un massimo di 90 giorni, la durata media è progressivamente scesa, attestandosi a fine aprile intorno a 70 giorni); a partire da settembre sulle scadenze superiori alla settimana le negoziazioni sul MIC hanno superato quelle concluse sul segmento palese dell'e-MID in termini di importi overnight equivalenti.

*Alla fine del 2009 la consistenza complessiva dei depositi sul MIC era pari a 6,9 miliardi; è andata progressivamente aumentando nei primi mesi dell'anno in corso, fino a superare 11 miliardi nelle settimane più recenti. I tassi hanno oscillato all'interno di un corridoio determinato dai tassi Euribor ed Euro. Nel corso dell'anno il differenziale denaro-lettera si è ridotto significativamente anche sulle scadenze superiori al mese; in particolare, sui contratti a tre mesi il differenziale medio giornaliero è stato pari a circa 5 punti base verso la fine del 2009, rispetto ai 15 punti medi dei mesi precedenti.*

### ***I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato***

Nei primi mesi del 2009 gli scambi sul mercato a pronti dei titoli di Stato italiani (MTS Cash) si sono attestati su valori ridotti (pari in media giornaliera a 2,3 miliardi di euro, un terzo dei volumi scambiati nel 2007), risentendo di una difficile fase congiunturale caratterizzata: dalla ricerca da parte degli investitori di attività più sicure; da livelli di liquidità estremamente contenuti; da differenziali denaro-lettera storicamente elevati. Da settembre si è assistito a una ripresa dei volumi negoziati, attestatisi a 3,8 miliardi di euro medi giornalieri, e a un maggiore spessore del mercato.

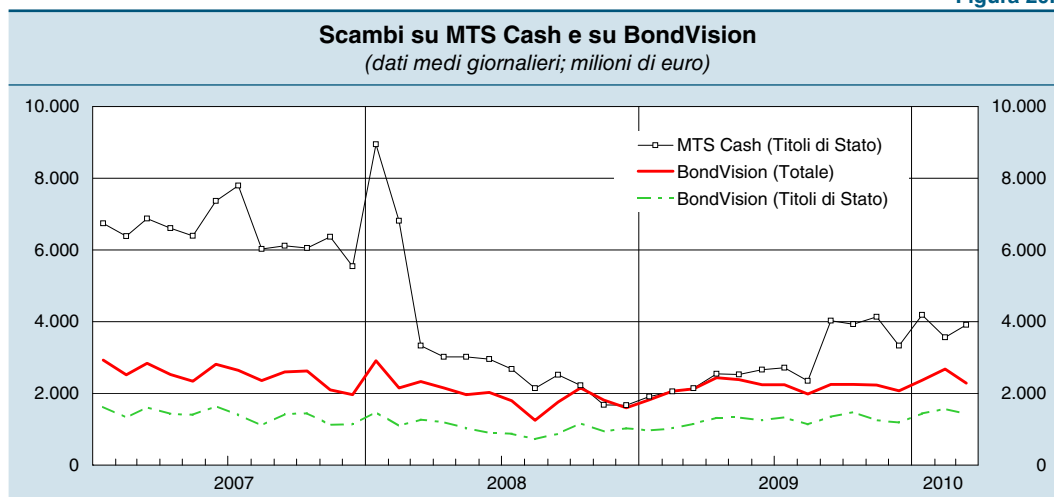
*Nel 2009 sono aumentate la quota degli scambi dei BOT (dal 17 del 2008 al 20 per cento) e quella dei BTP (dal 52 al 54 per cento); si sono invece ridotte (dall'8 al 4 per cento) le negoziazioni di BTP indicizzati all'inflazione. Le operazioni di fusione che, a seguito della crisi, hanno interessato alcuni grandi operatori internazionali e l'uscita dal mercato di alcune banche – che hanno spostato l'attività su BondVision – si sono riflesse in un aumento della concentrazione degli scambi: la quota riconducibile ai primi cinque operatori è passata dal 26 al 33 per cento, quella dei primi dieci dal 49 al 56 per cento. Il numero dei partecipanti a MTS è diminuito da 101 a 94 unità. È aumentata, dall'80 all'84 per cento, la quota delle negoziazioni garantite dalle due controparti centrali attive sul mercato, Cassa di compensazione e garanzia e ICH.Clearnet SA.*

A fine 2009 e nei primi mesi di quest'anno sull'andamento del mercato hanno influito il declassamento del debito greco e i timori di contagio all'interno dell'area dell'euro, che hanno portato a un ampliamento del differenziale fra i tassi denaro e lettera e a una maggiore variabilità dei volumi scambiati.

Un aumento delle negoziazioni in titoli di Stato italiani si è invece verificato sul mercato BondVision, la piattaforma del gruppo MTS rivolta agli operatori istituzionali (fondi comuni, SGR, banche di minore dimensione, società finanziarie), anche per la maggiore flessibilità operativa offerta dalla possibilità di negoziare ad asta e per tagli inferiori rispetto a MTS. Su questo segmento, sul quale operano con continuità 25 primary dealer e 126 investitori istituzionali residenti in 15 paesi, il valore giornaliero

degli scambi è risultato pari mediamente a 1,2 miliardi di euro – in crescita di quasi il 20 per cento rispetto al 2008 – per il 62 per cento intermediati da investitori istituzionali italiani (fig. 20.3). Nonostante le differenze nelle modalità di funzionamento, BondVision e MTS Cash hanno mostrato un livello di integrazione elevato, con prezzi applicati sui medesimi titoli allineati.

Figura 20.3



Fonte: MTS spa.

I volumi negoziati sul mercato dei pronti contro termine sono stati, nel 2009, pari a 61 miliardi di euro medi giornalieri, sostanzialmente invariati rispetto all'anno prima. Alla crescita da 31 a 37 miliardi delle transazioni nel segmento del General Collateral, nel quale si scambiano contratti di mercato monetario con sottostante costituito da un paniere di titoli di Stato italiani, ha fatto riscontro la flessione da 29 a 24 miliardi delle transazioni nel segmento Special Repo, nel quale si negoziano contratti riferiti a titoli specifici richiesti di regola per la copertura di posizioni assunte a pronti. Tale ultimo segmento ha risentito della scarsa liquidità che ha caratterizzato il mercato a pronti dei titoli di Stato, in particolare nella prima parte dell'anno; sono emersi con frequenza fenomeni di carenza di titoli che, in ripetute occasioni, hanno portato a una marcata differenza tra il tasso negoziato sul General Collateral e l'equivalente tasso Special Repo su diverse tipologie di titoli.

*Sul complesso degli scambi pronti contro termine, le negoziazioni sul General Collateral sono state pari al 54 per cento (52 per cento nel 2008), pressoché interamente su durate molto brevi (entro la scadenza tom next). Nel corso del 2009 gli importi negoziati sulle durate più lunghe sono gradualmente aumentati, contrariamente a quanto avvenuto sul segmento non garantito del mercato monetario. L'attività sul General Collateral è stata favorita dalla presenza delle controparti centrali, che nei momenti di maggiore tensione hanno gestito oltre l'80 per cento dei contratti negoziati sulle scadenze tom next e spot next.*

### ***Il sistema multivalutario Continuous Linked Settlement (CLS)***

Il sistema CLS, avviato nel 2002 e a cui partecipano in forma diretta o indiretta numerosi intermediari italiani, regola transazioni in cambi su 17 valute attraverso un meccanismo di Payment versus Payment (PVP), che offre protezione nei confronti del rischio di regolamento; dal 2007 CLS regola anche pagamenti derivanti da alcune categorie di contratti derivati negoziati OTC, in particolare credit default swap.

Nel 2009 CLS ha ampliato la gamma dei servizi offerti; nello scorso novembre esso ha avviato, insieme con una società specializzata in attività di post-trading, una nuova funzionalità che permette l'aggregazione delle transazioni in cambi di importo ridotto, riducendo il numero delle istruzioni da regolare.

*La tutela offerta dal sistema nei confronti del rischio di controparte, ancora più apprezzabile in seguito al dissesto di Lehman Brothers, ha portato a un significativo aumento dei partecipanti in via indiretta. Alla fine dello scorso marzo, come un anno prima, il numero dei partecipanti diretti in qualità di agenti di regolamento era pari a 60, tra cui due banche italiane; gli operatori che accedono a CLS in via indiretta erano invece 7.519, con un aumento del 57 per cento rispetto allo stesso mese del 2008, soprattutto a causa dell'incremento della partecipazione dei fondi di investimento esteri. Le banche che partecipano indirettamente al sistema si attestavano nello stesso periodo a 455, fra le quali 18 italiane. Il valore delle transazioni regolate nel primo trimestre di quest'anno, in media giornaliera, è aumentato del 29,4 per cento rispetto allo stesso periodo del 2009 e si è attestato a quasi 4.000 miliardi di dollari equivalenti.*

### ***I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia***

Il 2009 ha visto l'espansione dell'attività di post-trading alla compensazione e al regolamento di prodotti negoziati OTC.

Numerose sono le iniziative internazionali riguardanti la regolamentazione delle infrastrutture di mercato, in considerazione del ruolo determinante che queste rivestono per il contenimento del rischio sistemico e del rilevante grado di interdipendenza che esse presentano.

*Nel giugno 2009 sono state pubblicate le raccomandazioni per i sistemi di regolamento titoli e le controparti centrali elaborate dal Committee of European Securities Regulators (CESR) e dalle banche centrali nazionali appartenenti al SEBC. Tali raccomandazioni concludono un lungo processo di adattamento al contesto europeo delle raccomandazioni emanate congiuntamente dal Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) e dal Comitato tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco). In linea con le indicazioni formulate dal Consiglio Ecofin nel dicembre 2008 i nuovi standard, che si presentano nella forma di raccomandazioni non vincolanti alle autorità pubbliche, sono stati adattati per tenere conto espressamente dei rischi legati ai derivati OTC. A luglio del 2009 il CPSS e lo Iosco hanno annunciato la costituzione di un gruppo di lavoro per fornire una guida all'applicazione delle raccomandazioni, definite nel 2004, dirette alle controparti centrali alla luce delle caratteristiche specifiche dei derivati OTC. Nel febbraio scorso i due Comitati hanno avviato una revisione complessiva degli standard per le infrastrutture di mercato (sistemi di pagamento, sistemi di regolamento titoli e controparti centrali); ai lavori partecipano anche il Fondo monetario internazionale e la Banca Mondiale.*

Nel quadro dell'azione di riforma complessiva sollecitata dal Financial Stability Board, banche centrali, autorità di supervisione dei mercati, autorità di vigilanza bancaria e finanziaria hanno costituito, nel settembre scorso, l'OTC Derivatives Regulators' Forum quale sede stabile di cooperazione, confronto e condivisione di informazioni sulle infrastrutture per il mercato dei derivati OTC (in particolare, le controparti centrali e i sistemi centralizzati per la registrazione elettronica dei contratti, quali i *trade repositories*).

*I principali obiettivi del Forum sono stati così individuati: condividere esperienze fra regolatori in materia di derivati OTC; promuovere obiettivi di policy e approcci di sorveglianza coerenti a livello globale, incluso lo sviluppo di accordi di sorveglianza cooperativa da applicare a singole infrastrutture; coordinare la condivisione delle informazioni che le controparti centrali e i trade repositories devono rendere disponibili alle autorità e al pubblico; incoraggiare una comunicazione aperta tra le autorità e l'industria del settore.*

*Attualmente partecipano al Forum oltre 40 autorità in rappresentanza di singoli paesi (fra cui la Banca d'Italia), o nella veste di organismi sopranazionali, come la BCE, la Commissione europea, il CPSS e lo Iosco.*

Negli Stati Uniti, a giugno dello scorso anno, il Dipartimento del Tesoro statunitense ha diffuso una proposta legislativa di riforma del mercato dei derivati OTC (Over-the-Counter Derivatives Markets Act).

*La proposta, approvata a dicembre 2009 dalla House of Representatives e ora all'esame del Senato, prevede che la Securities and Exchange Commission (SEC) e la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) condividano un potere regolamentare sui derivati OTC; la supervisione verrebbe esercitata dalla SEC per le operazioni di swap su titoli e CDS (se su un singolo titolo o emittente) e dalla CFTC per tutti gli altri derivati. La proposta prevede, tra l'altro, che i derivati standardizzati siano sottoposti all'obbligo di clearing tramite una controparte centrale (CCP).*

In ambito europeo, è in corso di definizione il nuovo assetto della vigilanza europea sui mercati e sugli intermediari finanziari, che prevede la costituzione di un sistema europeo di supervisione finanziaria, lo European System of Financial Supervisors; la Commissione, oltre che nei lavori per l'elaborazione della normativa nel settore dei derivati OTC, è impegnata nella definizione di una proposta di direttiva riguardante i titoli detenuti tramite intermediari (Directive on legal certainty of securities holding and transactions – Securities Law Directive, SLD).

*La proposta, che dà seguito al parere espresso dal Legal Certainty Group della UE sull'abbattimento delle barriere legali esistenti fra i diversi Stati membri, intende affrontare quattro tematiche: la disciplina legale della custodia e del trasferimento dei titoli per il tramite di intermediari; l'esercizio dei diritti degli investitori nel caso di titoli detenuti attraverso una catena di intermediari, in particolare in situazioni cross-border; l'introduzione della libertà di scelta del depositario accentrato da parte degli emittenti; la previsione di un appropriato regime di supervisione per ogni attività di custodia e amministrazione dei titoli.*

In Italia le società nazionali del post-trading, che dal 2007 fanno parte del London Stock Exchange Group, hanno ampliato la gamma dei servizi offerti e hanno assunto iniziative volte a estendere l'attività oltre i confini nazionali.

*La Monte Titoli ha esteso nel 2009 l'utilizzo di X-TRM, il sistema per il riscontro e l'indirizzamento dei contratti, sia alle negoziazioni effettuate sul segmento International Order Book (IOB) sia al mercato obbligazionario retail MOT-UK, entrambi del London Stock Exchange. Inoltre, in considerazione del ruolo centrale svolto nell'esecuzione delle operazioni societarie, Monte Titoli sta sviluppando nuove procedure per la gestione delle operazioni sul capitale in linea con gli standard internazionali.*

*La Cassa di compensazione e garanzia ha introdotto nuove funzionalità per consentire, alla scadenza dei contratti futures negoziati sul mercato dei derivati elettrici (IDEX), la possibilità di richiedere la consegna fisica di energia in alternativa al regolamento in contante del differenziale di prezzo. Dalla fine dello scorso anno la Cassa fornisce il servizio di outsourcing informatico alla controparte centrale inglese ICH.Clearnet Ltd per il mercato dei derivati azionari e obbligazionari EDX, del Gruppo London Stock Exchange.*

*Nel luglio 2009 la Cassa ha ottenuto dalla Financial Services Authority (FSA) il riconoscimento dello status di "recognised overseas clearing house, ROCH", necessario agli operatori esteri per prestare servizi di post-trading nel Regno Unito.*

*I servizi di gestione accentrata.* – L'attività di gestione accentrata svolta dalla Monte Titoli si è ampliata nel 2009, con riferimento sia al valore nominale e di mercato degli strumenti finanziari gestiti sia al numero degli operatori aderenti al sistema.

*Alla fine dello scorso dicembre, i titoli custoditi ammontavano in valore nominale a 2.537 miliardi di euro (con un incremento del 10,2 per cento rispetto a un anno prima), e il loro valore di mercato era pari a 2.825 miliardi (in aumento del 3,4 per cento). La Monte Titoli resta al terzo posto in Europa per valore dei titoli gestiti, dopo i depositari internazionali Euroclear e Clearstream (rispettivamente 20.200 e 10.700 miliardi). Il numero degli emittenti è aumentato di 36 unità raggiungendo quota 2.197; il totale degli aderenti al sistema è passato da 2.484 a 2.494.*

*Il regolamento delle transazioni in titoli.* – Nel 2009 l'attività del sistema di regolamento titoli Express II, che si compone di un servizio di liquidazione su base netta e di uno su base lorda, è aumentata con riferimento al numero di operazioni trattate, a fronte di una lieve diminuzione del relativo controvalore. Le transazioni immesse giornalmente sono state in media oltre 106.000, il 9,6 per cento in più rispetto al 2008, per un valore di 178 miliardi (-2,4 per cento).

*Le transazioni mediamente immesse nella componente netta sono aumentate in termini sia di numero, passate da 90.000 a 100.000, sia di controvalore, cresciute da 139 a 148 miliardi. L'attività è invece diminuita nella componente lorda di Express II, utilizzata principalmente per le operazioni di politica monetaria e per quelle negoziate OTC, che ha registrato una riduzione in termini sia di valore delle operazioni trattate (da 43 a 29 miliardi al giorno) sia di numero di transazioni gestite (da 7.400 a 6.200).*

Gli aderenti sono diminuiti da 115 a 112 e si è attenuata la concentrazione dell'operatività: ai tre maggiori intermediari ha fatto capo una quota di attività pari al 46,4 per cento dei flussi immessi nella componente netta, a fronte del 54 per cento del 2008. Il mantenimento per gran parte dell'anno del divieto di condurre operazioni allo scoperto stabilito dalla Consob per i mercati azionari, insieme al più regolare andamento dei mercati finanziari, ha consentito al sistema di regolamento di contenere il valore delle transazioni non regolate nella giornata prevista (0,8 per cento nel 2009 a fronte dell'1 per cento del 2008). Nel primo trimestre del 2010, rinnovate tensioni sui mercati dei titoli di Stato si sono riflesse in un aumento all'1,8 per cento della quota di operazioni non regolate entro la giornata.

*I mercati regolamentati italiani rappresentano la principale fonte delle operazioni immesse nella componente netta del sistema di regolamento; essi hanno accresciuto la loro quota sul valore totale delle transazioni immesse dal 71 per cento del 2008 al 74 del 2009. Continua a crescere il ricorso alle controparti centrali: nel 2009 le transazioni da esse garantite sono passate dal 41 per cento al 51,6 per cento. Nella componente lorda, i pronti contro termine dell'MTS hanno rappresentato il 40,6 per cento del valore regolato (era il 41,7 nel 2008); continua a diminuire il volume di attività dovuto al regolamento delle operazioni ancora non regolate provenienti dalla componente netta (dal 18,1 al 16,1 per cento del valore).*

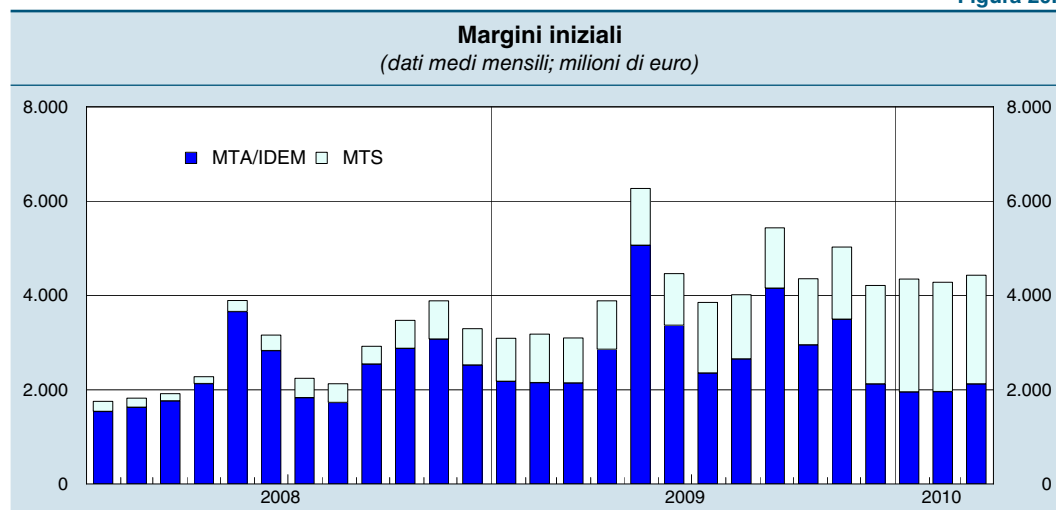
*I servizi di compensazione e garanzia.* – Le misure adottate dalla Consob in seguito al dissesto di Lehman Brothers, che hanno sancito il divieto di vendita allo scoperto su titoli azionari, e una più contenuta propensione al rischio degli operatori hanno comportato nel 2009 un andamento differenziato dell'attività della Cassa di compensazione e garanzia: alla contrazione sui mercati azionari a pronti e dei derivati ha fatto riscontro una forte espansione su quelli obbligazionari garantiti.

*La Cassa ha gestito 66,2 milioni di contratti sui mercati azionari a pronti, con una contrazione del 6 per cento rispetto al 2008. Il settore dei derivati ha mostrato una ripresa nei volumi negoziati, con 42,6 milioni di contratti (35,9 nel 2008), ma ha registrato una forte e generalizzata riduzione dei controvalori, scesi complessivamente a 703 miliardi di euro dai 1.148 del 2008. Il mercato dei titoli di Stato ha invece mostrato un consistente incremento: il controvalore garantito dalla Cassa è aumentato*

dell'83,7 per cento. I primi tre mesi del 2010 si sono connotati per una ripresa dell'attività sui mercati azionari a pronti e dei derivati garantiti dalla controparte centrale: in entrambi i comparti il controvalore medio giornaliero scambiato è aumentato di oltre il 40 per cento rispetto allo stesso periodo del 2009. Il primo anno di attività del segmento IDEX si è concluso con 5.188 contratti standard eseguiti, per un controvalore di circa un miliardo di euro. Il grado di concentrazione dell'attività complessiva della Cassa è rimasto elevato: ai primi dieci aderenti fa capo circa il 63 per cento del totale dei margini medi giornalieri. Dei primi dieci partecipanti ai mercati italiani garantiti dalla Cassa, cinque (con circa il 30 per cento dei margini) sono intermediari esteri.

L'aumento dell'operatività su alcuni mercati garantiti e l'approccio prudente della politica di gestione dei rischi si sono tradotti in un consistente incremento dei margini iniziali richiesti in media dalla Cassa, che hanno raggiunto i 4,2 miliardi. Il servizio di controparte centrale offerto sul mercato MTS congiuntamente con LCH. Clearnet SA ha contribuito al totale dei margini raccolti con una quota pari a circa il 30 per cento (14 per cento nel 2008). L'estensione, nel novembre 2009, del servizio di controparte centrale anche alle operazioni di pronti contro termine overnight ha accentuato il peso dei margini richiesti per l'attività sul mercato MTS (circa il 50 per cento del totale alla fine del 2009; fig. 20.4).

Figura 20.4



Fonte: Cassa di compensazione e garanzia spa.

Nel 2009, le garanzie complessivamente richieste dalla Cassa (margini e default fund) sono state in media pari a 5,7 miliardi di euro con un aumento del 53 per cento rispetto al 2008. Nei primi tre mesi del 2010 i margini versati mediamente dai partecipanti si sono attestati su valori in linea con quelli dell'anno precedente (4,4 miliardi di euro). Quelli relativi all'MTS hanno registrato un forte incremento rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente (242 per cento).

Il numero complessivo dei partecipanti è salito a 144, da 137 alla fine del 2008. Alla fine dello scorso anno erano 80 i partecipanti al comparto dei derivati IDEM, 115 quelli al Mercato telematico azionario (MTA), 21 i partecipanti al comparto obbligazionario e 22 al mercato dei futures sull'energia IDEX.