

G - LA SUPERVISIONE SUI MERCATI

La funzione di supervisione svolta dalla Banca d'Italia, nell'ambito delle competenze affidatele dal Testo unico della finanza, è volta alla funzionalità dei mercati, promuovendo l'efficienza operativa e l'ordinato svolgimento delle transazioni. Si esplica attraverso la fissazione di principi e regole, la sorveglianza sugli scambi e sulle procedure di regolamento, la vigilanza sui gestori dei sistemi.

Mercati ordinati ed efficienti consentono di effettuare, tempestivamente e a costi contenuti, transazioni per volumi ampi nonché di incorporare rapidamente nei prezzi tutte le informazioni a disposizione degli operatori. In essi si accresce la liquidità degli strumenti finanziari, si minimizzano i costi di transazione e si assicura agli intermediari la possibilità di operare con continuità in un contesto di elevata trasparenza. Emergono con chiarezza le aspettative degli investitori e la politica monetaria è in grado di trasmettere efficacemente i suoi impulsi. Ne beneficiano i meccanismi allocativi e, in ultima analisi, l'affidabilità e la stabilità del sistema finanziario.

Nel 1999 e nella prima parte dell'anno in corso i mercati finanziari italiani si sono mossi in sintonia con le tendenze prevalenti su quelli internazionali. È cresciuta l'attività complessiva, seppure con contributi differenziati dei vari comparti; sono stati attivati nuovi segmenti operativi e approntati nuovi servizi e procedure, sotto la spinta della crescente concorrenza che si è sviluppata tra i sistemi - di contrattazione, regolamento e garanzia - per effetto della globalizzazione finanziaria, dell'utilizzo di nuove tecnologie e, più di recente, dell'introduzione dell'euro.

Analogamente agli altri principali mercati azionari, la borsa italiana ha registrato un forte sviluppo sia in termini di capitalizzazione sia di volumi giornalieri. Nell'MTS il rapido incremento degli scambi nel comparto pronti contro termine ha più che compensato la contrazione nel segmento cash. L'attività del MID, flettente nel 1999, appare in buona ripresa nei primi mesi dell'anno in corso. Alla diminuzione degli scambi in future su tassi di interesse ha fatto riscontro il buon livello mantenuto dai derivati sui titoli azionari.

In un contesto di sempre più intensa integrazione, diviene cruciale la capacità delle singole strutture del mercato di rispondere tempestivamente alla domanda di servizi prove-

niente dagli operatori. Verso un ampliamento delle opportunità di contrattazione muovono le iniziative prese dalla Borsa Italiana SpA (costituzione dell'EuroMOT e del Nuovo Mercato per le imprese innovative, inizio del trading after hours sui titoli azionari), dall'MTS Spa (avvio del mercato corporate, avvio del grey market sui titoli di Stato, costituzione dell'EuroMTS e di MTS nazionali) e dall'e-MID Spa (progetto del mercato degli Overnight Indexed Swaps). All'esigenza di innalzare su standard internazionali le procedure di regolamento rispondono la predisposizione di un sistema per la liquidazione su base lorda delle transazioni in titoli (Express) e la riduzione, come per le obbligazioni, dell'intervallo di regolamento per i titoli azionari.

L'elevata volatilità che ha continuato a caratterizzare i mercati non ha comportato, come negli altri maggiori paesi, difficoltà rilevanti per l'ordinato funzionamento dei sistemi di negoziazione e regolamento. Resta alta l'attenzione per i riflessi dell'operatività dei mercati finanziari sull'economia reale.

I timori sul funzionamento dei mercati finanziari in occasione del cambio di millennio hanno temporaneamente accresciuto la domanda di liquidità e fortemente contratto l'attività nella parte finale dell'anno. Le banche centrali hanno coordinato tutte le fasi del passaggio per assicurarne il regolare svolgimento.

Si conferma l'impegno delle autorità dei maggiori paesi per promuovere assetti e regole che rafforzino la capacità dei mercati di operare efficacemente anche in condizioni di tensione, tutelando la stabilità finanziaria.

Nel Forum per la stabilità finanziaria i governi, le banche centrali e le autorità di controllo sui mercati dei maggiori paesi sono impegnati, insieme con le istituzioni internazionali, nella definizione di un complesso di principi-guida sul funzionamento del sistema finanziario internazionale, sulla regolamentazione e sulla vigilanza dei mercati e delle loro strutture di supporto. Nel 1999 è stato costituito, dalla Banca dei regolamenti internazionali e dalla International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), un gruppo di lavoro che formulerà raccomandazioni in materia di processi di regolamento delle transazioni, individuando i requisiti minimi che i sistemi dovranno rispettare per contenere i rischi di instabilità finanziaria. In ambito europeo il SEBC segue con attenzione l'evoluzione dei sistemi di regolamento delle transazioni su strumenti finanziari.

Nel contesto di una crescente apertura internazionale, i sistemi italiani di contrattazione, deposito accentrato, regolamento, compensazione e garanzia hanno avviato progetti di integrazione funzionale e di riordino degli assetti proprietari. L'avvio della moneta unica ha accentuato la competizione fra le piazze finanziarie europee, già alimentata dallo sviluppo della tecnologia e dalla progressiva convergenza degli ordinamenti giuridici nazionali. Ne è derivata, nei singoli paesi, la tendenza a concentrare presso il medesimo soggetto funzioni analoghe. A livello internazionale, la ricerca di una maggiore efficienza spinge verso alleanze e integrazioni all'interno dei singoli settori.

LA SORVEGLIANZA SUGLI SCAMBI

Il Testo unico della finanza affida alla Banca d'Italia la vigilanza sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato e sugli scambi organizzati di fondi interbancari. Per svolgere efficacemente questa funzione è necessaria una visione d'insieme dell'intero mercato finanziario italiano e più in generale di quelli dell'area dell'euro e delle maggiori piazze internazionali. La valutazione della funzionalità dei mercati vigilati trova in questo modo gli elementi di confronto necessari.

L'analisi dei mercati più direttamente rilevanti per la politica monetaria - MTS (con i suoi comparti cash, pronti contro termine, strips) e MID - è necessariamente integrata da quella sui mercati contigui, come l'MTS/Corporate e il MIF, sui quali la Banca non esercita una diretta funzione di vigilanza, ma che completano l'ambito di osservazione fornendo utili parametri di riferimento. Elementi idonei a valutare la funzionalità dell'MTS derivano anche dal confronto con l'EuroMTS, per le strette affinità tra i due mercati.

I principali indicatori di efficienza e di liquidità dei mercati sono basati sul volume dei contratti, sul numero dei titoli trattati e, soprattutto, sul differenziale denaro-lettera. Altri elementi da considerare sono la concentrazione degli scambi su particolari prodotti, scadenze o fasce orarie, nonché il numero e la tipologia dei partecipanti, che consentono di valutare anche il grado di concorrenza di ogni singolo mercato.

Il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato

Il comparto a pronti. - La diminuzione del volume delle contrattazioni registrata nel comparto a pronti dell'MTS segue la generale tendenza che ha caratterizzato i principali mercati europei dei titoli di Stato. È aumentata la concentrazione degli scambi per operatore e per titolo.

Nel 1999 il volume degli scambi giornalieri si è ridotto del 26 per cento rispetto all'anno precedente, attestandosi intorno a una media di circa 18.400 miliardi di lire (9.500 milioni di euro). I BTP hanno rappresentato circa il 76 per cento del totale, i CCT il 13, i BOT e i CTZ l'8, i Bund il 3 per cento. La diminuzione del livello delle transazioni è proseguita anche nel primo trimestre del 2000 (16.290 miliardi di lire; 8.400 milioni di euro giornalieri). La concentrazione degli scambi - misurata giornalmente sulla base delle quote di mercato per operatore e comparto dei titoli - fornisce una stima delle segmentazioni del mercato. Nel 1999 i 5 operatori più attivi hanno intermediato il 30 per cento degli scambi, i primi 10 oltre il 50 contro il 26 e il 47 per cento, rispettivamente, nel 1998. È rimasta elevata la quota degli scambi effettuati tra operatori principali (63 per cento).

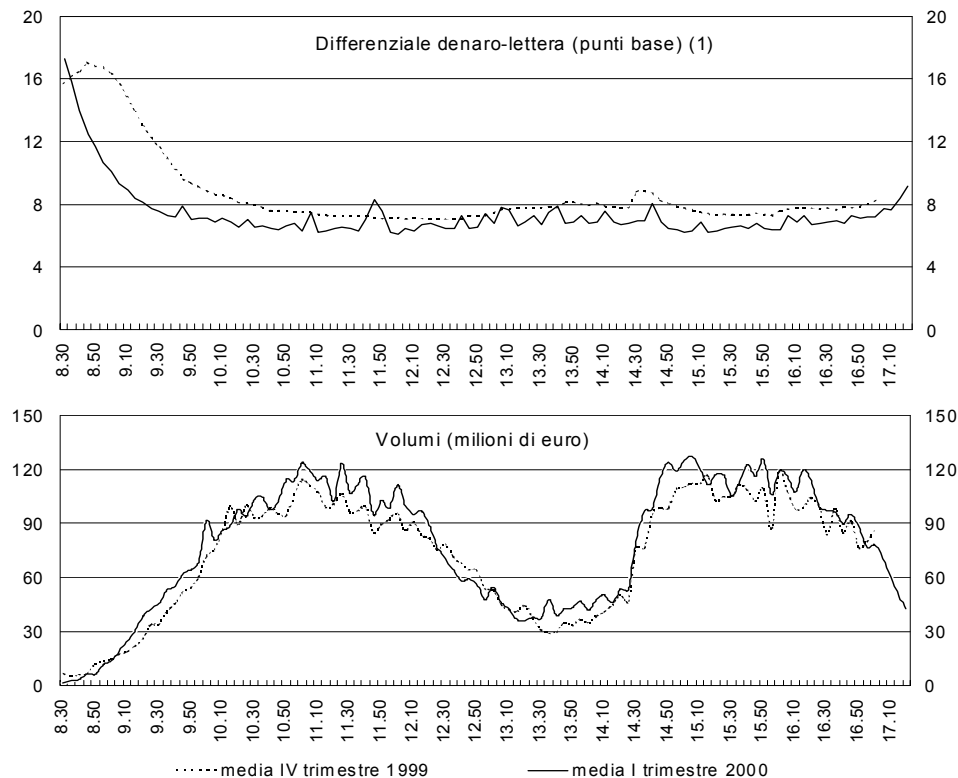
15 titoli più liquidi hanno rappresentato il 45 per cento delle contrattazioni contro il 36 del 1998. Nel primo trimestre del 2000 i dati evidenziano un leggero aumento di tale quota (46 per cento).

Nonostante la riduzione e la maggiore concentrazione degli scambi, il differenziale denaro-lettera in termini di rendimento, rilevato alla chiusura del mercato, è diminuito da 6 a 3,5 centesimi di punto fra il 1998 e il 1999; nello scorso anno è risultato pari a 11 centesimi di punto per i BOT, a 3,8 per i CTZ e a 3 per i BTP.

L'elevata efficienza del mercato emerge dall'analisi dell'intera giornata operativa. Sulla base di dati ad alta frequenza, il differenziale medio in termini di prezzo si mantiene, dopo le fasi di apertura, su valori estremamente contenuti e inferiori a quelli rilevati nell'EuroMTS per i BTP quotati su entrambi i mercati. L'attività di contrattazione risulta continua nel corso della giornata operativa, con una fisiologica rarefazione degli scambi tra le 13,00 e le 14,30.

Fig. G1

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



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

Un'elaborazione effettuata sulla base degli andamenti infragiornalieri rilevati per l'intero MTS ogni 5 minuti indica che il differenziale medio era pari a 8,6 centesimi nel quarto trimestre del 1999 e a 7,3 nel primo trimestre del 2000, a fronte di volumi sostanzialmente invariati. Sono stati presi in considerazione le migliori proposte di negoziazione inserite nel sistema e i volumi scambiati. Le regole di funzionamento dell'MTS prevedono che gli operatori principali debbano quotare su base continuativa le diverse tipologie di titoli: nel far ciò essi esprimono lungo l'intero arco della giornata operativa prezzi in denaro e in lettera, il cui differenziale costituisce il margine di intermediazione nonché un buon indicatore in tempo reale della liquidità.

L'andamento degli spread nel corso della giornata mostra due caratteristiche. Come accade su tutti i mercati, all'inizio delle contrattazioni essi si collocano su livelli sistematicamente più elevati. Il fenomeno riflette la prudenza degli operatori a posizionarsi sul mercato nella fase di apertura, quando le uniche informazioni disponibili sono rappresentate dalle tendenze sviluppatesi sui mercati internazionali dopo la fine della precedente giornata operativa. A differenza di altri mercati, sull'MTS non sembra emergere, invece, un significativo allargamento dei differenziali durante la rarefazione degli scambi di metà giornata.

Alla concentrazione degli scambi si è accompagnata una riduzione del numero complessivo dei partecipanti al mercato, in parte conseguente alle aggregazioni bancarie, in parte determinata dall'uscita di alcuni operatori di piccole dimensioni. Sono cresciuti il numero e le quote di mercato delle istituzioni estere che accedono agli scambi in forma remota.

Nel corso del 1999 gli intermediari aderenti all'MTS si sono ridotti da 234 a 214, confermando una tendenza riscontrata negli anni precedenti. Gli operatori principali sui titoli di Stato italiani alla fine del 1999 erano 28, uno in meno rispetto all'anno precedente. Nel primo trimestre del 2000 il numero dei partecipanti al mercato si è ulteriormente ridotto a 203, di cui 26 operatori principali. Gli intermediari che accedono all'MTS senza disporre di insediamenti sul territorio italiano sono cresciuti dagli 11 del 1998 ai 19 della fine del 1999. A fine aprile del 2000 il loro numero è salito a 22, tra cui 8 operatori principali. L'ammontare degli scambi effettuati dai partecipanti con accesso remoto è stato pari al 14 per cento del totale nel 1999, contro il 3 dell'anno precedente; nel primo trimestre del 2000 tale quota è salita al 24 per cento.

Nel 1999 la quota di mercato degli specialisti in titoli di Stato - che da 14 sono diventati 16 - è cresciuta dal 59 al 65 per cento. Nell'MTS gli specialisti residenti risultano i più attivi per i volumi scambiati e per il contributo alla liquidità del mercato (differenziale denaro-lettera e numero di titoli trattati). Più debole appare l'attività di alcuni specialisti che operano ad accesso remoto, soprattutto nei comparti dei titoli a breve termine e a tasso variabile.

A gennaio del 2000 è stata compiuta la verifica dei requisiti previsti per gli specialisti in titoli di Stato, relativamente al periodo 1° luglio 1997 - 31 dicembre 1999. Sulla base dei parametri calcolati dalla Banca d'Italia, il Ministero del Tesoro ha deciso di confermare tutti gli specialisti presenti nell'elenco.

Il comparto pronti contro termine. - Nel 1999 i pronti contro termine negoziati nell'MTS hanno registrato una forte crescita, raggiungendo un ammontare più che doppio rispetto a quello del segmento cash. Questo comparto è divenuto essenziale per la gestione della liquidità da parte degli operatori (general collateral), per gli arbitraggi e, in generale, per il buon funzionamento del mercato secondario dei titoli (special repo).

Nel 1999 il volume medio giornaliero degli scambi è stato pari a oltre 38.300 miliardi di lire (19.800 milioni di euro), contro i 15.900 (8.200) dell'anno precedente. Nei primi tre mesi del 2000 i volumi medi giornalieri sono cresciuti ulteriormente, superando i 38.900 miliardi di lire (20.100 milioni di euro). Il mercato rimane molto concentrato sulle scadenze più brevi: nel 1999 la scadenza più liquida è risultata lo spot-next con l'84 per cento circa delle transazioni, seguita dal tom-next con il 12. Gli scambi sul general collateral hanno rappresentato il 53 per cento del totale, quelli sullo special repo il 47. Si è ridotta la concentrazione degli scambi nel segmento del general collateral, nel quale i primi 5 operatori hanno negoziato circa il 43 per cento del totale (50 nel 1998); è rimasta al 24 per cento la quota dei primi 5 operatori nel segmento dello special repo. I fondi comuni di investimento hanno realizzato circa il 20 per cento dell'intero volume degli scambi, 5 punti in più rispetto al 1998.

La gamma delle scadenze è stata ampliata lo scorso agosto con l'introduzione di tre contratti con regolamento della componente a pronti nello stesso giorno di contrattazione.

Sulla scadenza overnight è possibile stipulare dalle ore 8,00 alle 9,15 tre tipologie di contratto con regolamento "stesso giorno" e durata rispettivamente pari a uno, due e tre giorni lavorativi. Nei primi mesi di attività i volumi medi giornalieri della scadenza overnight sono risultati estremamente contenuti e caratterizzati da elevata variabilità.

Il grey market. - Dal maggio del 1999 hanno preso avvio le negoziazioni sui titoli di Stato italiani nei giorni precedenti la loro emissione (grey market). L'operatività di tale segmento di mercato ha interessato tutti i titoli di nuova emissione; nel 1999 gli scambi sono ammontati complessivamente a circa 23.200 miliardi di lire (12.000 milioni di euro), con una media giornaliera di 252 miliardi (130 milioni).

La costituzione del grey market tende a contenere il fenomeno dell'underpricing in sede di asta, conferendo una maggiore efficienza al mercato primario. Gli scambi si sono concentrati su BTP (40 per cento) e BOT semestrali (45 per cento). Nonostante che i titoli vengano quotati dal giorno successivo a quello dell'annuncio della loro emissione, gli scambi tendono a realizzarsi quasi esclusivamente nel giorno dell'asta. Tale concentrazione riflette l'utilizzo da parte degli operatori dell'opportunità di "aggiustare" le posizioni definite in sede di assegnazione.

Il comparto del coupon stripping. - L'attività di negoziazione separata delle cedole e del valore capitale dei titoli di Stato a tasso fisso ha registrato

una netta flessione nel corso del 1999, passando da oltre 28 miliardi di lire (14 milioni di euro) giornalieri nel 1998 a circa 6 (3 milioni di euro). Questa tendenza si è progressivamente accentuata nella seconda metà del 1999 e nel primo trimestre del 2000. Fin dalla sua costituzione, nel luglio del 1998, questo comparto ha risentito dell'assenza in Italia di investitori, quali i fondi pensione, interessati a detenere attività finanziarie a lungo termine senza cedola.

Nuovi segmenti del mercato obbligazionario

L'introduzione della moneta unica ha accelerato lo sviluppo del mercato obbligazionario dell'area dell'euro. Si sono aperte ampie prospettive per la costituzione di un mercato europeo dei titoli privati e si delinea una maggiore integrazione dei segmenti nazionali dei titoli pubblici, in cui particolarmente competitiva si sta rivelando la tecnologia dei sistemi di contrattazione italiani.

Il mercato delle emissioni corporate. - Dal mese di novembre, l'MTS Spa gestisce un mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative italiane ed estere e di quelle emesse da organismi internazionali partecipati da Stati (MTS/Corporate). La Borsa Italiana Spa ha costituito il mercato per le negoziazioni al dettaglio dei titoli privati e sovranazionali (EuroMot), che ha avviato le contrattazioni nel gennaio del 2000.

Il mercato MTS/Corporate ha una struttura a market maker e prevede la possibilità di quotare i titoli anche nei giorni precedenti l'emissione. Possono essere negoziate le obbligazioni con importo in circolazione superiore a 850 milioni di euro; il lotto minimo di contrattazione è pari a 2,5 milioni di euro. Attualmente sono quotati sul mercato i tre titoli rivenienti dalla cartolarizzazione dei crediti dell'INPS e uno emesso dalla Banca europea degli investimenti. Nei mesi di novembre e dicembre 1999 la media giornaliera è risultata pari a circa 13,9 miliardi di lire (7,2 milioni di euro) e si è ridotta nel primo trimestre del 2000 a 6,4 miliardi (3,3 milioni di euro).

Inuovi MTS nazionali. - L'MTS Spa ha assunto iniziative per affermare la propria piattaforma tecnologica nei mercati esteri dei titoli di Stato, attraverso la costituzione di società di diritto locale partecipate anche dall'emittente sovrano e dai principali intermediari del paese. Questa strategia si giova delle esperienze maturate nella gestione del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato italiani, caratterizzato da un'elevata efficienza operativa.

Nel mese di agosto la società MTS Amsterdam ha avviato le contrattazioni sui titoli di Stato olandesi. Nello scorso aprile ha iniziato a operare MTS France; nel mese di maggio MTS Belgium. Analoghe iniziative sono state intraprese in Portogallo e in Giappone.

L'EuroMTS. - Dall'aprile del 1999 la società di diritto inglese EuroMTS Ltd, partecipata per il 75 per cento dall'MTS Spa, ha attivato un mercato dei titoli di Stato benchmark dei principali paesi dell'area dell'euro. L'EuroMTS si differenzia dagli MTS nazionali per il ruolo di "super-ingrosso" conferitogli dal più elevato livello dei lotti minimi di negoziazione, dalla maggiore dimensione degli operatori che vi partecipano e dalla trattazione dei soli titoli benchmark.

L'EuroMTS utilizza la piattaforma tecnologica dell'MTS ed è un mercato a market maker con quotazioni anonime, nel quale gli aderenti si impegnano a quotare un prefissato numero di titoli, distribuiti su diverse scadenze, con un differenziale denaro-lettera inferiore a soglie predeterminate. Gli intermediari attivi su entrambi i mercati possono quotare simultaneamente i titoli presenti sui due circuiti (parallel quoting).

Alla fine del 1999 i titoli quotati sull'EuroMTS erano 87, di cui 21 italiani, 27 tedeschi, 16 francesi, 11 spagnoli, 4 olandesi, 3 belgi, 4 austriaci e 1 portoghese. Nei primi mesi del 2000 si sono aggiunti 2 titoli finlandesi. Nel 1999 il volume degli scambi si è attestato su una media giornaliera di circa 5.800 miliardi di lire (3.000 milioni di euro). I titoli italiani hanno rappresentato il 38 per cento del totale, quelli tedeschi il 32, quelli francesi il 24. Nel primo trimestre del 2000 la quota dei titoli italiani è salita al 45 per cento a fronte di una contrazione significativa di quelle dei titoli tedeschi e francesi.

Il comparto dei derivati sui tassi di interesse

L'introduzione della moneta unica sta profondamente modificando l'assetto dei mercati europei dei prodotti derivati, aumentando il grado di sostituibilità tra le attività finanziarie sottostanti e favorendo la concentrazione delle transazioni dell'area su alcuni prodotti benchmark.

A differenza dei mercati dei derivati su titoli azionari, che hanno mantenuto le loro quote nelle varie piazze finanziarie nazionali, nel comparto dei contratti future sui titoli a lungo termine ha prevalso quello sul Bund decennale scambiato sul mercato tedesco-svizzero Eurex, con una sensibile riduzione dei volumi sul LIFFE e sul MATIF. Nel comparto dei contratti derivati su tassi di interesse a breve termine, gran parte delle transazioni si è invece concentrata sul LIFFE.

L'andamento degli scambi sui mercati italiani dei derivati su titoli di Stato ha evidenziato volumi decrescenti sia sui contratti future (MIF) sia sulle opzioni (MTO).

Per quanto riguarda il MIF, il livello degli scambi medi giornalieri relativi a contratti sui BTP è passato da circa 1.000 miliardi di lire (528 milioni di euro) del 1998 ai 143 (74) del 1999; sui contratti relativi al tasso Euribor il volume medio giornaliero è passato da

1.300 miliardi di lire (670 milioni di euro) del 1998 a circa 482 (249) del 1999. Nei primi mesi del 2000 le contrattazioni si sono ulteriormente ridotte.

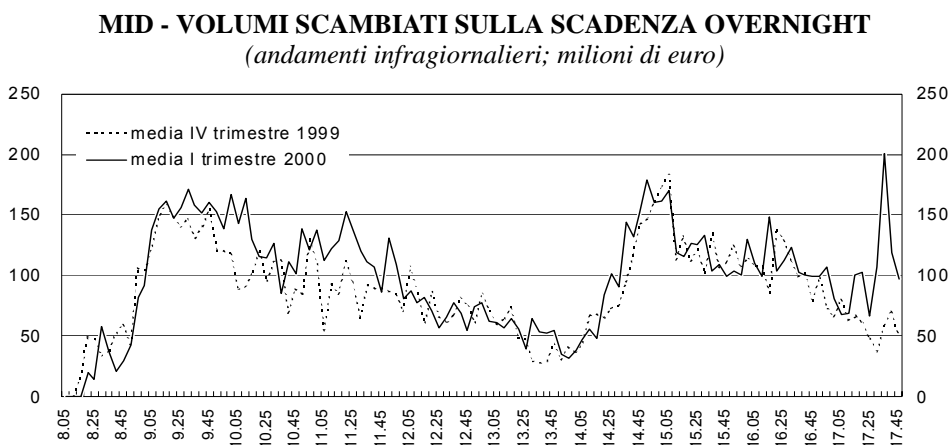
Il mercato interbancario dei depositi

Sul MID la media giornaliera degli scambi nel 1999 è stata di circa 27 mila miliardi di lire (14.100 milioni di euro), con una diminuzione del 15 per cento rispetto all'anno precedente. Nei primi mesi del 2000 si è registrata una progressiva ripresa delle contrattazioni, che ad aprile ammontavano a 32 mila miliardi di lire (16.500 milioni di euro). Gli scambi si sono ulteriormente concentrati sulla scadenza overnight.

Il volume medio giornaliero sulla scadenza overnight è cresciuto da 18.600 miliardi di lire (9.600 milioni di euro) del 1999 a 21.300 (11.000) del primo trimestre del 2000. Sulla scadenza tom-next i volumi medi giornalieri si sono ridotti, passando da 4.300 miliardi di lire (2.200 milioni di euro) a 3.500 (1.800); la concentrazione delle contrattazioni sulla scadenza overnight è aumentata dal 68 al 76 per cento.

La distribuzione dell'attività sul MID nell'arco della giornata presenta una concentrazione degli scambi nelle prime ore della mattina e del pomeriggio; essa riflette l'operatività delle tesorerie bancarie.

Fig. G2



Sulla base di dati ad alta frequenza, rilevati ogni cinque minuti, gli scambi mostrano una variabilità maggiore di quella dell'MTS. L'aumento dell'attività registrato tra il quarto trimestre 1999 e il primo trimestre dell'anno in corso si concentra a metà della mattina e in prossimità della chiusura di TARGET.

Il numero degli operatori è passato tra il 1998 e il 1999 da 217 a 214 per poi ridursi a 192 nel marzo del 2000, anche in seguito alle concentrazioni

bancarie e all'uscita di alcune filiali di banche estere. Dalla seconda metà del 1999 istituzioni estere hanno iniziato ad accedere al mercato in forma remota; il loro numero è attualmente pari a 7.

L'e-MID Spa punta ad allargare il mercato all'intera area dell'euro attraverso l'incentivazione delle modalità di accesso remoto e con accordi con altri mercati. La società sta esaminando la possibilità di ampliare la gamma degli strumenti negoziati ai pronti contro termine e ai derivati su tassi di interesse (OIS).

Gli Overnight Indexed Swaps (OIS) sono contratti di swap sui tassi di interesse nei quali il compratore paga un interesse a tasso fisso e riceve dalla controparte un interesse a tasso variabile (overnight) entrambi calcolati su un determinato ammontare per l'intera durata dell'operazione. Lo strumento può essere utilizzato per operazioni di copertura del rischio di tasso sull'interbancario e consente di assumere posizioni sulla possibile evoluzione dei tassi overnight. Gli OIS danno luogo a una minore esposizione al rischio di credito rispetto ad altre forme di copertura che utilizzano depositi con diversa durata.

L'ATTIVITÀ NORMATIVA E LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ DI GESTIONE E SULLE STRUTTURE DI SUPPORTO

È in via di completamento il quadro normativo di riferimento per le società di gestione dei mercati e delle strutture di supporto in applicazione dei principi generali posti dal Testo unico della finanza: separazione fra responsabilità operative, affidate a organismi privati, e funzioni di regolamentazione e vigilanza, attribuite alle autorità; imprenditorialità, contendibilità e apertura internazionale dei mercati e delle relative strutture di supporto; contenimento dei rischi.

Ispirati a questi principi sono i numerosi interventi normativi che la Banca, in collaborazione con la Consob, ha emanato o sta predisponendo in materia di regolamento delle operazioni su strumenti finanziari, compensazione e garanzia dei derivati, gestioni accentrate. Sebbene questi provvedimenti si indirizzino a soggetti e attività diversi, essi concorreranno a formare una disciplina organica di tutta la filiera produttiva dei mercati.

L'attribuzione a un medesimo soggetto di funzioni tra loro strettamente interconnesse, quali il deposito accentrato e la liquidazione dei titoli, mira a razionalizzare l'offerta di tali servizi di regolamento, attivando anche le sinergie tra le strutture esistenti. Al contenimento dei rischi si ispira la separatezza funzionale e organizzativa tra gestione dei circuiti di negoziazione, servizi di liquidazione e controparte centrale.

L'attività normativa si integra con quella di emanazione di istruzioni per i soggetti vigilati e di approntamento di adeguate forme di controllo. In particolare, la tutela dell'affidabilità e della sicurezza delle procedure telematiche rende necessario individuare strumenti che consentano di esercitare la vigilanza sui sistemi informatici utilizzati dalle società di gestione dei mercati e delle strutture di supporto.

In risposta a iniziative di concentrazione e razionalizzazione assunte a livello continentale, i gestori italiani delle strutture di supporto ai mercati stanno avviando la ridefinizione dei propri assetti organizzativi e funzionali, con l'obiettivo di superare l'attuale frammentazione nell'offerta dei servizi di regolamento.

Alleanze e progetti di fusione si stanno sviluppando tra le borse (Londra, Francoforte, Milano e Madrid da un lato; Parigi, Amsterdam e Bruxelles dall'altro), tra i sistemi di deposito centrale di titoli e di regolamento (Cedel-Deutsche Börse Clearing, Euroclear-Sicovam), tra controparti centrali (London Clearing House e Clearnet).

In ambito nazionale, processi di consolidamento sono in corso in alcuni paesi europei. Nel Regno Unito è in via di completamento il trasferimento del deposito accentrato dei titoli pubblici dalla Banca d'Inghilterra (Central Gilts Office, CGO) al depositario

privato CREST; questo intervento sarà seguito dall'accentramento presso il CREST anche dei titoli del mercato monetario, sinora gestiti dalla Banca d'Inghilterra attraverso il Central Money market Office (CMO). In Francia gli organismi che svolgevano separatamente le funzioni di controparte centrale su diversi mercati sono stati riuniti in Clearnet.

In Italia le linee generali dei nuovi assetti, basate sull'ampliamento dei servizi offerti dalla Monte Titoli e sull'integrazione della sua attività con quella della Cassa di compensazione e garanzia, sono state definite in un protocollo d'intesa siglato tra le società di gestione dei mercati, la Monte Titoli e la Cassa stessa. La diretta partecipazione degli operatori alla gestione delle strutture di mercato ha come obiettivo il rafforzamento della competitività di queste ultime attraverso una gestione imprenditoriale dei servizi.

Nel mesi scorsi si è completata la dismissione della partecipazione della Banca nel capitale della SIA, che nel 1999 si era fusa con il Ced-Borsa dando luogo a una gestione integrata delle infrastrutture informatiche dei mercati e dei sistemi di regolamento.

La disciplina e la vigilanza sui sistemi di negoziazione

In applicazione dell'art. 66 del TUF, il Ministero del Tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob, ha emanato un decreto recante le norme sulla disciplina dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato (DM 13 maggio 1999, n. 219).

La normativa ha modificato il precedente decreto ministeriale (DM 15 ottobre 1997, n. 428) per recepire le disposizioni contenute nel TUF; essa ha specificato i poteri del Ministero del Tesoro in materia di accesso alle informazioni sul mercato e sulla società di gestione e definito i compiti della Banca. Il Ministero del Tesoro ha assunto in via esclusiva la facoltà di selezionare tra gli operatori principali del mercato secondario gli "specialisti in titoli di Stato". Il Ministero del Tesoro si avvale della collaborazione dell'Istituto per osservare il comportamento di tali operatori sia sul mercato primario sia su quello secondario.

La Banca ha partecipato al processo di autorizzazione delle modifiche che l'MTS SpA ha apportato al regolamento del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato. Gli interventi di maggior rilievo hanno riguardato l'innalzamento del lotto minimo di negoziazione per i titoli benchmark e la disciplina del grey market.

Nel mese di novembre l'MTS SpA è stata autorizzata dalla Consob a gestire il mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati (MTS/Corporate). Preliminarmente l'Istituto aveva fornito i pareri di competenza al Ministero del Tesoro, per la modifica dello statuto della società di gestione, e alla Consob, per l'approvazione del regolamento del mercato.

L'MTS/Corporate sostituisce il mercato dei titoli emessi dagli enti internazionali già gestito dall'MTS SpA, allargando la tipologia dei titoli quotati a quelli di enti non governati-

vi italiani ed esteri. Il regolamento, che ricalca sostanzialmente quello del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato, prevede anche la possibilità di quotare i titoli derivanti dalla cartolarizzazione dei crediti sia italiani che esteri (asset-backed securities).

Nel 1999 è stata costituita una società per azioni, l'e-MID Spa, che nei primi mesi dell'anno in corso è subentrata al preesistente Comitato nella gestione del mercato interbancario dei depositi. Al capitale partecipano le principali banche attive sul mercato. La Banca ha verificato che il regolamento operativo predisposto dalla società non presentasse aspetti problematici per l'efficienza e il buon funzionamento degli scambi.

Nell'attività di vigilanza sulle società di gestione particolare rilevanza hanno avuto le implicazioni dell'accesso in forma remota ai mercati. Crescente attenzione è stata riservata dalle autorità alla competitività dei servizi offerti.

L'accesso remoto di operatori esteri può accrescere la liquidità del mercato e concorrere a uniformare pratiche contabili, operative e di regolamento delle transazioni, riducendo i fattori di segmentazione. L'accesso remoto ai mercati telematici è tuttora assimilato all'operatività transfrontaliera: l'adesione è pertanto subordinata all'iter autorizzativo previsto per la prestazione di servizi finanziari senza stabilimento. La peculiarità dell'accesso remoto ai mercati rispetto all'offerta di servizi al pubblico nel territorio dello Stato pone la necessità di una più stretta collaborazione tra le diverse autorità nazionali preposte alla supervisione dei mercati. È in corso di perfezionamento l'iniziativa di cross-membership tra la borsa italiana e quella svizzera, che prevede l'accesso diretto degli intermediari a entrambi i mercati sulla base di un accordo intercorso fra le rispettive autorità di supervisione.

Nell'attuale contesto, caratterizzato da una crescente globalizzazione della finanza e dalla forte standardizzazione degli strumenti, è cresciuta la competizione nell'offerta di servizi di negoziazione. Accanto ai mercati regolamentati si sono diffusi sistemi di negoziazione privati, gestiti da singoli intermediari ovvero da società specializzate nella diffusione dell'informazione di carattere finanziario (Electronic Communication Network - ECN). Lo sviluppo di nuovi canali per la raccolta degli ordini della clientela, insieme con la crescente diversificazione internazionale dei portafogli, ha spinto i gestori di diversi mercati ad aumentare la gamma dei prodotti offerti e a estendere l'orario di attività.

La disciplina e la vigilanza sui sistemi di gestione accentrata

Nell'aprile scorso la Consob ha modificato il regolamento dei mercati. Gli interventi di maggior rilievo concernenti le società di gestione accentrata, adottati d'intesa con la Banca d'Italia, hanno riguardato la previsione della possibilità di detenere partecipazioni nelle clearing house di strumenti finanziari derivati e il rinvio alla emananda disciplina dei servizi di liquidazione, per l'individuazione delle attività esercitabili dal depositario centrale nel caso in cui gestisca anche le procedure di regolamento.

Nel corso del 1999 l'attività del depositario centrale italiano ha registrato un significativo incremento, riconducibile alla crescita delle emissioni da parte del settore privato; è aumentato il numero degli aderenti. La Monte Titoli ha attivato altri tre collegamenti con depositari centrali di paesi europei (tav. aG1).

I titoli obbligazionari accentrati presso la Monte Titoli sono aumentati del 43 per cento rispetto al 1998, raggiungendo l'ammontare di 455 mila miliardi di lire (235 miliardi di euro). Pressoché di pari livello è stato l'aumento dei titoli azionari, il cui ammontare alla fine del 1999 era di 193 mila miliardi di lire (99,5 miliardi di euro), con un incremento del 46 per cento rispetto all'anno precedente. Il numero degli aderenti è salito da 893 a 1.243, gli intermediari finanziari sono passati da 362 a 412, gli emittenti da 463 a 724. L'ammontare di titoli esteri depositati da Monte Titoli presso i depositari centrali esteri è stato di 265 milioni di euro. Il numero di trasferimenti effettuati nel 1999 è stato pari a circa 5.700.000, superiore del 12 per cento a quello del 1998.

Attualmente la Monte Titoli è collegata con depositari centrali in Francia, Germania, Belgio (2), Paesi Bassi, Spagna (2) e Austria. Così come avvenuto per i sistemi di regolamento dei singoli paesi, anche per i collegamenti internazionali il SEBC ha verificato la conformità ai requisiti stabiliti nel 1998. Alla fine dello scorso marzo, la lista dei sistemi ammessi dal SEBC comprendeva 28 sistemi nazionali e 53 collegamenti internazionali.

Presso il Ministero del Tesoro è in corso la definizione della procedura per affidare la gestione accentrata dei titoli di Stato, attualmente svolta dalla Banca d'Italia, a una società di diritto privato.

La disciplina e la vigilanza sui sistemi di regolamento

Secondo quanto previsto dall'art. 69, comma 1, del TUF, è in corso di emanazione la disciplina dei servizi di liquidazione. Nella predisposizione di questa normativa la Banca d'Italia e la Consob si ispirano ai principi che regolano l'attività dei più importanti sistemi di regolamento esteri: coincidenza del ruolo di gestore del regolamento e di depositario centrale; utilizzo della moneta della banca centrale; possibilità di effettuare regolamenti in diverse valute; disponibilità di sistemi per il prestito automatico dei titoli.

Nell'area del Gruppo dei Dieci i depositari centrali dei titoli gestiscono anche il sistema di regolamento. In Europa, soprattutto per effetto degli standard fissati dalla BCE, prevale l'utilizzo della moneta della banca centrale per i pagamenti connessi con il regolamento delle operazioni in titoli; il sistema inglese CREST prevede di adottare tale modalità dal 2001. I depositari centrali internazionali Clearstream ed Euroclear, che attualmente regolano sui loro conti in quanto banche, offriranno in prospettiva anche il regolamento in moneta della banca centrale. Molti depositari consentono ai partecipanti di effettuare regolamenti in valute diverse da quella nazionale; lo svizzero SIS, Clearstream ed Euroclear già

gestiscono un'ampia gamma di valute; CREST effettua regolamenti oltre che in sterline anche in euro e dollari. Diffusa è la presenza di meccanismi di prestito automatico di titoli, di concessione di finanziamenti finalizzati ad agevolare i regolamenti, di gestione dei titoli costituiti in garanzia. Le funzioni di gestore del sistema di regolamento e quelle di clearing house fanno capo a soggetti diversi.

In risposta alle esigenze degli intermediari e dei mercati e nel quadro di un adeguamento agli standard internazionali, la Monte Titoli sta approntando una procedura per il regolamento su base lorda delle transazioni su strumenti finanziari, denominata Express; quest'ultima opererà in tempo reale e regolerà il contante in moneta della banca centrale. In prospettiva sarà affiancata da una procedura di liquidazione su base netta, in sostituzione di quella attualmente gestita dalla Banca d'Italia.

L'architettura di Express è modulare, idonea quindi ad aggiungere ai servizi di base ulteriori funzionalità richieste dai mercati e dagli operatori, quali ad esempio il prestito titoli, il regolamento multivalutario, la gestione delle garanzie, l'utilizzo di protocolli diversi da quelli previsti dalla Rete nazionale interbancaria, il regolamento delle transazioni cross-border.

Il quadro normativo dell'attività di regolamento sarà integrato con il prossimo recepimento della Direttiva CE 98/26 "concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e di regolamento titoli" (Settlement Finality Directive).

La disciplina e la vigilanza sui sistemi di compensazione e garanzia

La crescente complessità dell'operatività sui mercati finanziari ha fatto crescere l'esigenza di allocare alcuni rischi a istituzioni specializzate che si interpongono fra i negozianti.

La presenza di un'affidabile controparte centrale consente non solo di ridurre il rischio di controparte per gli operatori, ma anche di contenere il rischio sistemico che grava sui processi di regolamento. Tradizionalmente l'intervento delle controparti centrali si realizza nei mercati degli strumenti derivati; a livello internazionale si sta delineando con chiarezza una richiesta di estensione anche ai mercati dei pronti contro termine e a quelli azionari.

In Italia il Testo unico della finanza rinvia la disciplina dei sistemi di garanzia a normative da emanarsi a cura della Banca d'Italia e della Consob con due previsioni separate, per i derivati (art. 70) e per i mercati a pronti (art. 69

comma 2). La normativa in materia di compensazione e garanzia sugli strumenti derivati è in corso di emanazione. In questa disciplina sono contenuti i principi che presiederanno alla regolamentazione della compensazione e garanzia degli altri strumenti finanziari.

La nuova disciplina prevede norme di carattere generale sul funzionamento del sistema; nel suo ambito rivestono un rilievo particolare le previsioni in materia di controllo dei rischi. In linea con i principi ispiratori del Testo unico della finanza, ampio spazio è riservato alle scelte operative degli organismi di gestione, alla luce della crescente concorrenza internazionale che caratterizza lo svolgimento di questa attività.

Nel giugno dello scorso anno la Banca ha emanato, d'intesa con la Consob, la nuova disciplina del Fondo di garanzia della liquidazione in relazione all'avvio del Nuovo Mercato. Nello stesso mese, nel quadro di un accordo tra la Borsa Italiana Spa e il mercato francese degli strumenti derivati (MATIF), è stato realizzato un collegamento tra la Cassa di compensazione e garanzia e Clearnet. La Cassa agisce come aderente generale presso la clearing house francese e in tale veste regola le operazioni effettuate sul MATIF dagli operatori italiani (tav. aG2).

Nel marzo scorso sono state approvate dalla Banca e dalla Consob alcune modifiche allo statuto della Cassa di compensazione e garanzia, con le quali sono stati tra l'altro rimossi i limiti alla partecipazione al capitale della società; attualmente la quota di controllo è detenuta dalla Borsa Italiana Spa.