

INTERNATIONAL OPERATIONS ASSOCIATION

THE ROLE OF THE BANK OF ITALY
IN THE SETTLEMENT OF ITALIAN SECURITIES

New York, October 8, 1987

Introduction

Italy was the last major country to achieve national unity and also a latecomer to industrialization. This has enabled it to force the pace of its growth by drawing on solutions already experimented by other countries, but it has also implied the disadvantage of continual comparison with countries that have had much longer to modernize the organization of their economies.

This general observation appears especially applicable to the settlement of securities transactions, the issue the International Operators Association has kindly arranged for us to discuss in this Symposium.

The very fast expansion of the Italian financial market in recent years has aroused the interest of investors all over the world, but it has also revealed technical and organizational shortcomings in the settlement process.

In my talk I shall: review the features that distinguish the development of the Italian financial market; briefly describe the present situation; and then look at the prospects for improved settlement procedures and central systems for the handling of securities.

Rapid growth of financial markets, and in particular of securities markets, has strained their organizations in every major industrialized country. The problems encountered on the London Stock Exchange as a result of the unforeseen, and perhaps unforeseeable, overloading of the computerized trading system are symptomatic. Financial market expansion has reflected the huge balance-of-payments disequilibria that have built up

in the world economy, as well as being fueled by large budget deficits. In addition, the last few years have seen a considerable increase in arbitrage activity, which is no longer restricted to exploiting the profit-making opportunities that arise in the markets but tends to accentuate existing trends and to enlarge the scope for speculation.

Another factor that has contributed directly to the growth of securities markets is the increased riskiness of credit operations as a result of the instability of prices, exchange rates and interest rates. The consequent increase in liquidity preference has led to the traditional relationships between lenders and borrowers being replaced by the issue of securities, which, in view of their uniformity and fungibility, are traded in broad and deep markets offering a high level of liquidity.

Italy's financial market has traditionally comprised a large bond market and a small share market. The present size of the former is the immediate consequence of the recent very large budget deficits. Indeed, the government securities in circulation currently account for more than 80 per cent of the whole bond market, compared with around 40 per cent in 1970. By contrast, the smallness of the share market reflects the prevalence of small and medium-sized firms in Italy.

If most share issues were listed on the official stock exchange, however, the position would actually be reversed since the listed and unlisted shares in circulation amount to about 950 trillion lire, as against a total of 800 trillion for government securities and corporate bonds. In passing, it is worth noting that both amounts are of the same order of magnitude as Italy's GNP. The preponderance of unlisted shares

(more than three quarters of the total) provides a measure of the potential growth of the official stock exchange.

The share market has nonetheless developed rapidly in the last few years. In the early eighties listed shares accounted for only 10 per cent of the securities market, but this figure has now risen to 16 per cent. This advance can be attributed to: the increase in quoted companies (the number listed on the Milan stock exchange rose from 144 to 203 between December 1984 and June of this year); the rise in share prices; and the volume of new issues. At the same time trading in the secondary market increased by a factor of five (Table 1).

The expansion of the share market and the increase in investors' holdings of bonds reflect the improvement in corporate profitability, the curbing of inflation and the reduction in nominal interest rates. At the same time, the shift in the monetary authorities' approach to the allocation of resources and the management of the economic cycle has tended to enhance the role of the financial market. Recourse to administrative instruments has gradually been restricted to emergencies and replaced by greater reliance on market instruments. The prerequisite of this change was that the breadth and depth of markets should be adequate and prices significant.

The strengthening of the direct links between investors and the Treasury and corporate borrowers stimulated the growth of the securities market and reduced the role of the banks in the transfer of resources from savers to final users. On the other hand, the participation of a large number of individual investors led to a surge in transactions with a lower unit value and created serious problems for their settlement in both

the primary and the secondary markets. The lack of a firmly established organization for the handling and custody of securities, coupled with the heavy information gathering and administrative burden imposed on both resident and non-resident operators by tax and exchange control regulations, made the performance of the related accounting and administrative procedures extremely laborious.

Until 1984, when share turnover was running at 20-25 billion lire a day, the above factors did not prevent the orderly settlement of transactions. But when turnover increased tenfold in just two years, to average 250 billion lire a day, and the number of non-resident investors soared, settlement delays lengthened dramatically. Another important contributory factor was the large number of new share issues that entailed the replacement of existing certificates.

The supervisory authorities responded with both short-term and structural interventions. I shall present an overview of these measures, which will be discussed in detail by other speakers.

The settlement system

The system for the settlement of both share and bond transactions in Italy can be divided into three sub-systems: the clearing houses; the Bank of Italy's central system for handling government securities; and Monte Titoli, a limited company set up under private law.

The principal task of the clearing houses is to reduce the mass of credit and debit positions into a set of balances in terms of securities and cash. The debit balances in cash are settled by drawing on accounts held by banks with the Bank of Italy. The debit balances in securities are settled either by way of the physical transfer of securities or by giving instructions to one of the two central systems -- Monte Titoli for shares and primarily corporate bonds and the Bank of Italy for government securities. In the latter case, the completion of the operation consists in the reregistration of the securities, which normally remain in "unsegregated" custody.

Very large transactions in government securities, mostly involving credit institutions, do not pass through the clearing houses but are handled on a bilateral basis by the central system of the Bank of Italy.

The rapid implementation of the Bank of Italy's central system for government securities has permitted the huge growth in their turnover to be coped with smoothly and without fails, but difficulties have emerged in share trading and it is in this area that efforts to improve the situation are being concentrated. I shall assess the effectiveness of these measures after briefly describing the main features of the three components of the settlement system.

A. The clearing houses

The clearing houses were originally run by associations of banks and other operators, but were brought under the management of the central bank in 1926, an arrangement without parallel among the major industrial countries.

Since then, several strata of legislation affecting the organization of the clearing houses have accumulated. This has had the effect of blurring the demarcation of powers and, at present, the only function over which the Bank of Italy has full control is the actual implementation of the settlement procedure.

The activity of the clearing houses can be divided into the daily netting and settlement of orders to pay, which consist mainly of interbank operations, and the settlement of clearing house members' securities transactions in both listed and unlisted securities, which can be for either daily or monthly settlement. The clearing for daily settlement is carried out primarily in Rome, Milan and Turin and concerns the cash transactions concluded three days earlier, mostly in corporate bonds and government securities. The clearing for monthly settlement is carried out in Milan, Rome, Turin, Florence, Genoa and Naples and serves for the settlement on a national basis of the trades, options and contango-type contracts ("riporti") of each stock exchange month. For the most part the transactions in question are in shares.

In addition to the banks, membership of the clearing houses is open to stockbrokers and to the licensed dealers and financial companies allowed to operate in the area contiguous with the floor of the stock exchange. At present the membership

comprises 94 banks, 197 stockbrokers and 95 licensed dealers.

Both the daily and the monthly settlements are carried out in three stages: members present their debit and credit positions in cash and for each type of security; these are netted to give the related balances for each member; settlement is made. Cash positions are settled by way of entries in the banks' accounts with the Bank of Italy. The settlement of securities positions is either by way of central custody accounts (with either the Bank of Italy's central system or Monte Titoli) or through the physical exchange of certificates at the clearing houses. It is this that constitutes the bottleneck in the whole system, since it involves the manual handling of certificates of varying size to register the change of ownership and, on occasion, to implement splits.

The need to reduce the physical transfer of securities applies to both daily and monthly settlements, and is intensified by the rapidly growing volume of transactions passing through the clearing houses. Primarily as a result of the surge in share trading, the value of the securities handled by the clearing houses rose eightfold to 792 trillion lire between 1984 and 1986 (Table 2).

This increase in turnover strained the operating structures of both the market and the central bank. The difficulties arose because, though effective, the systems in use were not geared to cope with the sudden and unexpected explosion in the volume of information to be processed. This inherent weakness was aggravated by the small use made of the central custody systems and the lack of sufficiently strong back-office organizations ensuring the supply of accurate information to the clearing houses. Problems also arose because

the intermediaries handling share issues lacked the necessary accounting and administrative capabilities, and sometimes even as a result of the slowness of issuing companies to deliver new certificates.

The imbalance between the growth in the volume of transactions and the capability of the system to handle them resulted in time overruns at every stage of the settlement procedure. The late completion of operations caused delays in crediting operators with both their cash and their securities balances, while failure to deliver certificates to the clearing houses on time gave rise to the proliferation of provisional assignments and share delivery promissory notes (buoni cassa). The latter are issued by agreement between the parties, while assignments are issued directly by the clearing houses.

Buoni cassa involve the clearing houses in notifying debtors of the names of the creditors with whom to arrange settlement. The parties then enter into direct undertakings for the delivery of the securities and the settlement of such operations is not effected through the clearing houses.

In 1986 the volume of buoni cassa issued in lieu of clearing house delivery rose to a level that was incompatible with the proper and efficient functioning of the settlement system (Table 3).

The action the Bank of Italy has taken to increase the efficiency of the system and, in particular, reduce the physical movement of securities has included measures to bring EDP capabilities into line with requirements, the development of central systems for the custody of securities, the proposal of legislation to eliminate the legal obstacles to the full use

of these systems, and the imposition of penalties to discourage the issue of buoni cassa.

With the last of these measures the Bank of Italy sought to impinge directly on the behaviour of operators by making the issue of such notes subject to a non-interest-bearing deposit equal to 30 per cent of the value of the undelivered securities.

The penalty was introduced in June 1986 and graduated to take account of the timetable for Monte Titoli to come fully into operation and allow operators to reorganize their systems and issuers to rationalize their procedures for new issues and splits, etc.

Moral suasion, coupled with the effect of the non-interest-bearing deposit, which rose to a peak of around 500 billion lire in July 1987, have broken the logjam. By the middle of September the deposit had fallen to around 280 billion lire and fails had become less frequent, especially for non-resident investors. Furthermore, a special procedure to eliminate all the outstanding buoni cassa is being studied.

The lasting solution of the problems affecting the settlement of securities transactions nonetheless depends on two basic conditions being satisfied jointly: first, optimal use will have to be made of book-entry methods for the settlement of positions in securities and, second, determined efforts will have to be made to bring the technical facilities and organizational arrangements affecting the settlement system into line with the new scale of securities trading. The Bank of Italy is working in both these directions with the active support of all the other operators involved and significant improvements can be expected in the near future.

B. The central systems for handling securities

The central system for Government securities is the Bank of Italy's material contribution to the development of book-entry systems. These allow securities to be transferred even before certificates have been printed and delivered to the depository. In the case of Treasury bills the receipts issued by the central system can be considered to have replaced certificates, which, since April 1986, have only been printed at the request of subscribers.

Since its introduction eight years ago, the Bank's central system has grown considerably, as is shown by the increase in the membership (which currently comprises 220 stockbrokers, 71 licensed dealers and financial companies, and 285 banks) as well as by the value of the securities deposited (545 trillion lire in July 1987, or 86 per cent of the stock of government securities in circulation).

In addition to reducing transaction costs and ensuring orderly trading, the central system has enabled the Bank of Italy to improve its techniques for intervention in the securities market. In particular, it permits repurchase agreements with maturities of just a few days to be entered into and settled on the same day.

In parallel with the development of the central system for government securities, the Bank of Italy has taken a close interest in the establishment of Monte Titoli in 1978 and its uphill development as the central system for shares and corporate bonds.

The Bank has actively supported the company by

encouraging operators, and especially the banks, to use its services and by making technical know-how available through the appointment of Bank staff to the governing organs of Monte Titoli.

Despite the combined efforts of the promoters, the activity of Monte Titoli was hindered by a number of obstacles arising from the compulsory registration of shareholders.

The prerequisite for the centralization of securities is that they be fungible. To achieve this, it was necessary to register securities in the name of Monte Titoli, which took on the nature of a trust company. The registration was purely conventional, however, and gave rise to problems in connection with the exercise of shareholders' rights. This generated doubt and uncertainty in the minds of both investors and issuers, reinforced by the existence in many banks of well-tried organizations for the management of securities.

Most of the obstacles to the centralization of securities were removed with the coming into effect of Law 289 of June 1986 and the related implementing provisions. The new regulations clarify the company law aspects of central systems for the custody and handling of securities. Shareholders' are entitled to exercise their rights as members of companies on the basis of their pro-rata interest in the mass of securities on deposit. Monte Titoli is excluded from exercising such rights.

The public interest in the timely and orderly settlement of securities transactions by way of the Monte Titoli central system is demonstrated by the role played by the Bank of Italy and the Consob (the Companies and Stock

Exchange Commission) in deciding which securities are eligible and which operators can use the system. Furthermore, the Bank of Italy and the Consob are both represented on the Board of Directors of Monte Titoli and any changes in the company's statutes or operating procedures have to be authorized by both these organizations.

This strict regulation is not intended to impose a bureaucratic muzzle on the central system, but rather to guarantee firms, market operators and investors that the technical objects of the company (orderly trading and market efficiency) will be fully respected.

The first few months of operation under the new rules have already seen a significant increase in the activity of Monte Titoli: the face value of the shares on deposit rose from 14 to 34 billion lire between the end of 1985 and June 1987; the proportion of monthly settlements in the clearing houses involving the central system has recently risen to around 66 per cent from 16 per cent in 1985. In turn, these results permitted a substantial reduction in the company's charges in July, together with a shortening of delivery delays; still more importantly, it has created the conditions for stock exchange settlements to be carried out more quickly.

Additional factors likely to boost the activity of Monte Titoli include the admission of other securities market operators and the creation of links -- already authorized by the Italian Foreign Exchange Office -- with central systems abroad.

Conclusions

For the central bank, the system for the settlement of securities trading is of importance as part of the broader payments system. Indeed, the transformation of the procedures involved in the circulation of securities clearly parallels money's gradual shift from metal to banknotes and deposits that can be transferred by way of book entries.

A pure book-entry system is already in place for the Treasury bills held by banks and its application to other types of security will be possible in the future. However, the very large amount of financial wealth that is managed directly by households in Italy makes it necessary to proceed gradually. Deeply engrained habits and customs suggest that it would be inadvisable to impose the centralization of certificates and then their total elimination.

As a result of international financial integration, the competitiveness of a market depends on a variety of factors: the solidity of the economy, the freedom of capital movements, the soundness of individual issuers, the financial instruments adopted, the quality of market pricing and the speed and reliability of order execution.

The rapid growth of the Italian securities market has closed much of the gap separating it from those in the other leading industrial countries, and the efforts the authorities and market operators have made in the last few years to improve its functioning are beginning to bear fruit.

The liberalization of capital movements has accelerated recently in Italy and the exchange controls introduced a short

time ago have not interrupted this process. They not only conform with the letter and the spirit of EEC policy but also respect the legislation approved by Parliament with the aim of broadening the range of investments available to savers.

In particular, the measures do not impose any restrictions on Italian residents' foreign portfolio investment, which has built up considerable momentum in the last few months with investors adjusting the composition of their portfolios to the new conditions.

Italy's external position is solid and the external accounts are on an even keel; the current account is expected to be nearly in balance for the year. In such a situation the outflows of capital that liberalization has naturally triggered need to be offset by matching inflows.

This objective can be promoted by resident operators borrowing more on the international capital markets. Already in September the Treasury took the first step in this direction in line with the strategy that had been formulated.

An additional contribution can come from portfolio inflows. The breadth and depth of the Italian securities market, which offers a complete range of maturities and a wide variety of stocks and interest-bearing paper, mean that non-residents can find excellent investment opportunities. The attractiveness of investing in Italy has also been increased by the removal of operational obstacles to easy entry to and exit from the market, while our firm exchange rate policy and the high level of interest rates are, of course, additional incentives to invest in lira-denominated securities.

Table 1

MILAN STOCK EXCHANGE -- THE SHARE MARKET

	Number of listed companies	Gross new issues	Turnover	Market capitalization	Ratio
	(1)	(2)	(3)	(4)	(3)/(4)
(in billions of lire)					
1977	145	357	753	5,616	13.4
1978	141	3,203	1,635	8,569	19.1
1979	139	1,901	2,875	10,180	28.2
1980	134	1,442	7,343	21,901	33.5
1981	132	5,100	12,334	28,149	43.8
1982	137	3,152	3,770	27,737	13.6
1983	140	4,591	5,880	34,806	16.9
1984	144	5,341	7,143	48,180	14.8
1985	148	4,969	26,323	98,933	26.6
1986	184	14,339	66,696	186,698	35.7
1987 (*)	203	6,015	29,431	174,296	25.3 (**)

(*) As of September 1987

(**) Based on estimates of turnover for the year.

CLEARING HOUSE TURNOVER (1)(at making-up prices, bn lire)

DAILY AND MONTHLY SETTLEMENTS

	Daily	Monthly	Total
1977	7,790	6,513	14,303
1978	22,180	10,390	32,570
1979	29,723	19,702	49,425
1980	21,318	51,282	72,600
1981	24,293	99,620	123,913
1982	23,799	37,904	61,703
1983	38,487	48,497	86,984
1984	39,843	53,918	93,761
1985	60,645	208,399	269,044
1986	218,290	573,378	791,668
1987 (through June)	213,702	247,090	460,792

TURNOVER BY TYPE OF SECURITY

	Government securities	Corporate bonds	Shares	Total
1977	1,691	6,063	6,549	14,303
1978	7,347	14,051	11,172	32,570
1979	15,420	12,735	21,270	49,425
1980	9,125	10,539	52,936	72,600
1981	8,248	7,932	107,733	123,913
1982	11,984	9,925	39,794	61,703
1983	22,690	16,269	48,025	86,984
1984	23,656	17,899	52,206	93,761
1985	26,058	24,802	218,184	269,044
1986	168,018	37,434	586,216	791,668
1987 (through June)	190,175	20,419	250,198	460,792

(1) The figures include both on and off-floor trades.

Table 3

PROVISIONAL SHARE ASSIGNMENTS

(Milan clearing house; monthly settlements;
values based on making-up prices; bn lire)

	Assignments	Clearing house debit balance	Total securities for delivery	Percentage of assignments
	A	B	C	A/C
<u>1985</u>				
March	92.2	522.2	614.5	15.0
June	148.3	679.1	827.4	17.9
September	333.8	738.9	1,072.7	31.1
December	368.6	1,132.3	1,501.0	24.6
<u>1986</u>				
March	1,011.0	2,176.6	3,187.7	31.7
June	1,067.3	1,742.6	2,810.0	38.0
September	1,199.9	1,321.7	2,521.6	47.6
December	1,064.4	861.4	1,925.8	55.3
<u>1987</u>				
January	1,084	902	1,986	54.6
February *	1,056	921	1,978	53.4
March *	934	883	1,818	51.4
April *	1,001	956	1,957	51.1
May *	552	829	1,381	40.0
June *	452	560	1,012	44.7

(*) Starting from the February 1987 settlement, the figures refer to both the Rome and the Milan clearing houses.

Introduzione

Tra i grandi paesi industriali l'Italia ha sempre avuto una fisionomia particolare. Arrivata tardi all'unità nazionale e caratterizzata da uno sviluppo industriale più tardivo, essa ha avuto il vantaggio di poter forzare il ritmo della crescita mutuando dall'esperienza dei propri partners le soluzioni ai problemi dello sviluppo; nello stesso tempo ha avuto lo svantaggio di essere continuamente paragonata con paesi che avevano già compiuto grandi progressi nell'organizzazione di un'economia moderna.

Questa osservazione generale ben si applica al tema specifico della regolazione delle operazioni in titoli che l'International Operations Association ha posto a oggetto di questo simposio.

La rapidissima crescita del mercato finanziario italiano ha attirato l'attenzione degli investitori di tutto il mondo; ha anche posto in luce, però, ritardi tecnico-organizzativi nella fase di liquidazione delle operazioni.

Nel mio intervento intendo delineare gli aspetti peculiari della recente evoluzione del mercato finanziario italiano nonché lo stato attuale, e le prospettive, dei servizi di compensazione e liquidazione delle transazioni e della gestione centralizzata dei titoli.

La rapida crescita dei mercati finanziari e, all'interno di essi, del comparto titoli, che ha interessato tutti i paesi industrializzati, ha messo a dura prova le strutture organizzative dei mercati stessi. Quanto è accaduto alla Borsa di Londra, dove il sistema telematico è entrato in tensione per alcuni giorni per l'eccessivo flusso di ordini, ne è un chiaro esempio. L'espansione del mercato dei titoli è in

parte il risultato della formazione di squilibri rilevanti nelle bilance dei pagamenti a livello internazionale, nonché degli ampi disavanzi pubblici nazionali. Ad essa si è aggiunta, specialmente negli ultimi anni, una crescente attività di arbitraggio, che non si limita a sfruttare i margini di convenienza presenti sui mercati, ma accentua le tendenze in atto, accrescendo gli spazi per l'attività di speculazione.

Una causa specifica dello sviluppo dei mercati dei titoli è stata poi l'aumento del rischio nei rapporti di credito, legato all'instabilità dei prezzi dei beni, dei tassi di cambio e d'interesse. L'accresciuta preferenza per la liquidità che ne è derivata ha portato a sostituire i tradizionali rapporti creditizi, basati su una relazione bilaterale fra debitore e creditore, con l'emissione di titoli che, per le caratteristiche di uniformità e fungibilità, fruiscono di mercati ampi e spessi, quindi liquidi.

In Italia, il mercato finanziario è stato tradizionalmente caratterizzato da un comparto obbligazionario ampio e da un comparto azionario modesto. Il primo riflette soprattutto il disavanzo del Tesoro: l'insieme dei titoli pubblici rappresenta oggi oltre l'80 per cento dell'intero mercato obbligazionario, contro il 40 per cento nel 1970. Il secondo riflette invece l'assetto del sistema delle imprese in Italia, nel quale prevalgono quelle di dimensioni medio-piccole.

Se le azioni fossero per la gran parte ammesse alla quotazione del mercato ufficiale, i due mercati risulterebbero pressoché equivalenti. Infatti, il totale dello stock di azioni delle società, quotate e non quotate in Borsa, raggiunge oggi 950.000 miliardi di lire, contro 800.000 miliardi di titoli di Stato e obbligazioni private, cifre l'una e l'altra di un ordine di grandezza pari a quello del prodot-

to nazionale. Il notevole divario esistente fra le azioni quotate (meno di un quarto del totale) e quelle non quotate (tre quarti) è un indice delle potenzialità di sviluppo del mercato azionario ufficiale.

Negli ultimi anni, tuttavia, il mercato azionario ha avuto un rapido sviluppo. Mentre nei primi anni '80 le azioni rappresentavano appena il 10 per cento dell'intero mercato dei titoli, oggi esse hanno raggiunto il 16 per cento, grazie all'aumento delle società quotate (il numero di quelle iscritte al listino ufficiale della Borsa di Milano è passato da 144 a 203 tra il 1984 e il giugno di quest'anno), alla crescita del valore delle azioni, al maggior volume di nuove emissioni. Contemporaneamente il valore delle transazioni sul mercato secondario è quintuplicato (si veda la Tavola 1).

Le migliorate condizioni di redditività delle imprese, il rientro dall'inflazione e la riduzione dei tassi nominali hanno favorito sia l'espansione del mercato azionario sia la diffusione di obbligazioni nei portafogli dei risparmiatori.

Il mutato atteggiamento delle autorità verso l'uso degli strumenti di allocazione delle risorse e di quelli di controllo del ciclo economico tende ad assegnare ai mercati finanziari un ruolo più importante di quello da essi svolto in passato: è stato infatti progressivamente ridotto, limitandolo alle occasioni d'emergenza, l'impiego di strumenti amministrativi a vantaggio di quelli di mercato. Presupposto di un più intenso uso del mercato è un suo adeguato funzionamento, in termini di ampiezza e spessore delle transazioni e di significatività dei prezzi.

Unitamente alla rapidissima crescita dimensionale del mercato dei titoli, la diffusa presenza di singoli in-

vestitori, favorendo le transazioni di minore importo, ha provocato seri problemi di gestione tecnico-amministrativa per la liquidazione delle operazioni, sia sul mercato primario sia su quello secondario. Le limitazioni operative delle strutture per la conservazione e il trattamento dei titoli e il complesso delle misure valutarie e fiscali - a cui le transazioni sono assoggettate e che richiedono l'impegno degli operatori, residenti e non, per approfondirne la conoscenza - hanno reso la sistemazione contabile-amministrativa delle operazioni particolarmente laboriosa.

Questi fattori non avevano rappresentato un ostacolo all'ordinato regolamento delle transazioni fino al 1984, quando l'ammontare degli scambi di azioni oscillava attorno a 20-25 miliardi al giorno. Allorché esso, nell'arco di un biennio, è decuplicato, balzando in media a 250 miliardi al giorno, e la presenza di investitori non residenti è diventata massiccia, i tempi dei regolamenti si sono allungati. A ciò ha indubbiamente contribuito il gran numero di aumenti di capitale, che richiedono tempi lunghi per la sostituzione dei vecchi titoli con i nuovi.

Le autorità di controllo sono intervenute con misure di tipo congiunturale e strutturale che indicherò nel corso della mia relazione e che gli altri interventi previsti in questa giornata di studio contribuiranno ad approfondire in tutti i loro aspetti.

Il sistema di regolazione degli scambi di titoli.

Il sistema italiano di regolazione degli scambi di titoli, azionari e obbligazionari, si articola in tre sottosistemi: le stanze di compensazione, la gestione centralizzata di titoli di Stato presso la Banca d'Italia, la Monte

Titoli.

Le stanze di compensazione rispondono alla finalità primaria di ridurre la congerie di rapporti multilaterali di debito e credito a un insieme di saldi, in titoli e in contanti. I saldi debitori in contanti vengono regolati traendo dai conti detenuti dalle banche presso la Banca d'Italia. I saldi debitori in titoli vengono invece regolati con lo scambio fisico dei titoli oppure impartendo istruzioni ai due organismi che assicurano la gestione centralizzata: la Monte Titoli per le azioni e le obbligazioni emesse da privati, la Banca d'Italia per i titoli di Stato. Se si fa ricorso alla gestione centralizzata il completamento dell'operazione consiste nel cambiamento dell'intestazione dei titoli che, normalmente, rimangono fisicamente custoditi in "pool".

Non passano attraverso le stanze di compensazione le transazioni di grande importo di titoli di Stato, solitamente effettuate da istituti di credito, che vengono generalmente regolate in maniera bilaterale facendo ricorso diretto alla gestione centralizzata presso la Banca d'Italia.

Mentre le transazioni relative ai titoli di Stato si svolgono in maniera fluida e senza ritardi, grazie alla realizzazione in tempi brevi, presso la Banca centrale, della gestione centralizzata, che ha retto all'impatto di un eccezionale aumento degli scambi, difficoltà sono emerse nello scambio delle azioni; è in quest'area che sono in corso di attuazione interventi di razionalizzazione. A una valutazione di questi ultimi dedicherò la parte finale della mia esposizione, dopo avere brevemente illustrato le caratteristiche principali delle tre componenti del sistema di regolazione di titoli sopra menzionate.

Le stanze di compensazione

L'esercizio delle stanze di compensazione, originariamente amministrato da associazioni di aziende di credito e di altri operatori, fu affidato nel 1926 in via esclusiva alla Banca d'Italia; è questa una peculiarità che non trova riscontro nelle attribuzioni delle banche centrali dei principali paesi industriali.

L'attività delle stanze di compensazione è oggi disciplinata da fonti normative di vario rango, stratificatesi nel corso del tempo, che riservano l'intervento della Banca d'Italia alla sola fase di regolamento delle transazioni.

Nell'attività delle stanze si distinguono le operazioni relative alla compensazione giornaliera, che riguarda principalmente i pagamenti interbancari, e quelle relative alla liquidazione dei titoli. Queste ultime consistono nell'esecuzione dei contratti di scambio di valori mobiliari, quotati o non, fra operatori aderenti alle stanze e si distinguono in liquidazioni giornaliere e mensili. Le prime, che si svolgono principalmente sulle piazze di Roma, Milano e Torino, danno esecuzione ai contratti per contanti negoziati 3 giorni prima e concernono in prevalenza titoli di Stato e obbligazioni. Le seconde - che vengono svolte presso le stanze di Milano, Roma, Torino, Firenze, Genova e Napoli - regolano su base nazionale i contratti a termine, a fermo o a premio, e di riporto stipulati nell'arco temporale (un mese) fissato dal calendario di borsa predisposto annualmente dalla CONSOB e riguardano principalmente titoli azionari.

Possono aderire alle liquidazioni titoli, oltre alle aziende di credito, gli agenti di cambio, le commissionarie e le finanziarie che siano ammesse negli antirecinti di Borsa.

Attualmente vi aderiscono 94 aziende di credito, 197 agenti di cambio e 95 commissionarie.

Tanto le liquidazioni giornaliere quanto quelle mensili si articolano in tre momenti: presentazione da parte dei partecipanti delle posizioni di debito e di credito, in contante e per ogni tipo di titolo; determinazione dei saldi per ogni partecipante; regolamento dei saldi. Gli sbilanci in contante sono regolati attraverso la movimentazione dei conti detenuti dalle aziende di credito presso la Banca d'Italia. Il regolamento dei saldi in titoli avviene mediante l'utilizzo dei conti di custodia accentrati (la gestione centralizzata presso la Banca d'Italia e la Monte Titoli) o per mezzo dello scambio materiale presso le stanze. Quest'ultimo adempimento è la fase più farragginosa dell'intera procedura, comportando un trattamento manuale dei titoli, che sono di formato non standardizzato, per la necessità di provvedere, per le azioni, alla nuova intestazione prevista dal regime di nominatività e, in alcuni casi, al loro frazionamento.

L'esigenza di ridimensionare il trasferimento fisico dei valori si prospetta sia per le liquidazioni giornaliere sia per quelle mensili. Dal 1984 al 1986, soprattutto grazie alla più intensa attività del comparto azionario, il valore dei titoli trattati nelle stanze di compensazione è cresciuto di circa 8 volte, raggiungendo i 791.668 miliardi (si veda la Tavola 2). L'aumento del volume delle transazioni ha sottoposto a tensione le strutture sia degli operatori sia della Banca centrale. Le difficoltà incontrate debbono ricondursi a un dimensionamento delle procedure elaborative e delle apparecchiature che, pur se ampio, si è rivelato insufficiente rispetto al moltiplicarsi della mole di dati da trattare e al limitato utilizzo dei sistemi di deposito accentrato. A ciò si aggiungono la mancanza di una struttura adeguata

per la gestione del back-office delle negoziazioni concluse che consenta di disporre in stanza di segnalazioni più attendibili, l'inadeguatezza delle strutture organizzative degli intermediari che curano gli adempimenti contabili e amministrativi per gli aumenti di capitale e, talora, i comportamenti delle società emittenti che non provvedono tempestivamente alla consegna dei titoli conseguente a operazioni sul capitale.

La sproporzione tra l'accresciuto volume delle transazioni e l'attuale capacità del sistema ha provocato, pur nel pieno rispetto della regolarità sostanziale delle transazioni, la mancata osservanza dei tempi prescritti per ogni fase della liquidazione, il ritardo della chiusura delle operazioni e il conseguente slittamento del riconoscimento agli operatori dei saldi creditori, in contante e in titoli, il proliferare del fenomeno delle assegnazioni e dei buoni cassa per mancata disponibilità dei titoli al momento della consegna in stanza. I buoni cassa derivano da un accordo tra parti contraenti; le assegnazioni vengono rilasciate direttamente dalla stanza di compensazione.

Un buono cassa implica la segnalazione da parte della stanza ai debitori dei nominativi dei creditori con i quali concordare la rettifica del saldo a debito, e si sostanzia nello stralcio delle operazioni della liquidazione presso la stanza e in un impegno diretto tra le parti alla consegna dei titoli dovuti.

Nel 1986 i buoni cassa originati in stanza si sono attestati su livelli incompatibili con un corretto ed efficiente svolgimento delle liquidazioni (si veda la Tavola 3).

L'azione condotta dalla Banca d'Italia per accrescere l'efficienza del sistema e in particolare per ridurre al minimo il trasferimento fisico dei valori ha riguardato

l'adeguamento dei processi automatici per il trattamento delle informazioni, la costituzione e lo sviluppo di sistemi di deposito centralizzati di valori mobiliari (Monte Titoli e gestione centralizzata presso la Banca d'Italia per i titoli di Stato), la proposta di norme che eliminino gli ostacoli di carattere giuridico al pieno utilizzo dei sistemi di deposito, provvedimenti disincentivanti il ricorso all'emissione dei buoni cassa.

A quest'ultimo riguardo, la Banca d'Italia ha inteso incidere direttamente sui comportamenti degli operatori, subordinando la concessione delle assegnazioni all'onere di costituire, da parte di chi le richiede, un deposito infruttifero pari al 30 per cento del controvalore dei titoli.

Il provvedimento, in vigore dal giugno 1986, è stato introdotto con una gradualità che tenesse conto dei tempi necessari alla piena operatività della Monte Titoli e consentisse agli intermediari di adeguare le proprie strutture organizzative e agli emittenti di razionalizzare le modalità di emissione e di svolgimento delle altre operazioni sui titoli.

Una continua azione di moral suasion e l'operare del provvedimento, che ha costretto gli operatori a costituire depositi infruttiferi fino a un massimo di circa 500 miliardi di lire nel luglio 1987, ha sbloccato la difficile situazione. A metà settembre il deposito è sceso a circa 280 miliardi e gli adempimenti relativi alle liquidazioni sono divenuti più tempestivi, specialmente nei confronti di investitori non residenti. E' inoltre allo studio l'ipotesi di attivare una procedura di liquidazione straordinaria che elimini i buoni cassa ancora in circolazione.

La soluzione dei problemi della liquidazione titoli rimane comunque legata alla realizzazione e all'operare con-

giunto di due condizioni di base: l'utilizzo ottimale di sistemi contabili per la sistemazione dei saldi in titoli e un costante adeguamento dei processi tecnici e organizzativi relativi al servizio, in sintonia con le nuove dimensioni operative dei mercati. La Banca d'Italia è attiva su entrambi i fronti e, grazie anche all'impegno degli altri operatori, si possono attendere significativi progressi nel prossimo futuro.

La gestione accentrata dei titoli

Come ho detto, uno dei punti critici per il miglioramento del sistema di regolazione dei contratti è lo sviluppo delle gestioni accentrate capaci di ridurre a livelli trascurabili lo scambio materiale dei titoli: la gestione centralizzata dei titoli di Stato presso la Banca d'Italia e la Monte Titoli.

La "centralizzata", come nel gergo degli addetti ai lavori si denomina la gestione accentrata di titoli di Stato presso la Banca d'Italia, rappresenta il contributo diretto che la Banca centrale ha inteso fornire alla gestione dei titoli in forma contabile. Essa rende possibile effettuare i trasferimenti tra un depositante e l'altro mediante scritturazioni, ancor prima della stampa e della consegna materiale dei titoli. In particolare, per i BOT, le ricevute possono essere oramai considerate sostitutive dei titoli, dato che la stampa dei certificati da aprile 1986 avviene solo su richiesta dei sottoscrittori.

Nei quasi otto anni trascorsi dalla sua entrata in funzione, la gestione centralizzata ha conosciuto un notevole sviluppo, testimoniato dal gran numero degli enti che hanno via via aderito al sistema (attualmente 220 agenti di

cambio, 71 società finanziarie e commissionarie, 285 banche) e dall'elevato ammontare dei titoli depositati (545.310 miliardi di lire al luglio 1987, pari all'86 per cento dello stock totale dei titoli di Stato).

Oltre a ridurre i costi dei servizi amministrativi e facilitare gli scambi, la "centralizzata" ha anche contribuito all'affinamento delle tecniche di intervento sul mercato dei valori mobiliari da parte della Banca centrale, che ha potuto effettuare cessioni e acquisti con operazioni "pronti contro termine", regolate nella stessa giornata di contrattazione, aperte e chiuse nell'arco di pochissimi giorni.

Parallelamente allo sviluppo della "centralizzata" dei titoli di Stato, la Banca ha seguito con particolare attenzione la costituzione (avvenuta nel 1978) e l'avvio della operatività della Monte Titoli S.p.A. nel trattamento accentrato delle azioni e delle obbligazioni delle imprese.

La Banca ha fornito alla società un pieno sostegno, svolgendo un ruolo promozionale nei confronti degli operatori, specialmente delle banche, e assicurando l'assistenza tecnica anche attraverso la presenza di propri rappresentanti negli organi di amministrazione.

Malgrado gli sforzi congiunti dei promotori, l'attività della Monte Titoli ha stentato a decollare a causa di alcuni ostacoli posti dal regime di nominatività obbligatoria delle azioni. L'accentramento dei valori mobiliari ha come presupposto che i titoli siano tra loro fungibili; per superare questo ostacolo si rese necessaria l'intestazione dei titoli alla società, la quale assunse la fisionomia di società fiduciaria.

Si trattava di una intestazione puramente strumentale che faceva sorgere, peraltro, difficoltà connesse con

l'esercizio dei diritti degli azionisti. Ne derivarono remore e perplessità da parte della clientela e degli stessi emittenti rafforzate dall'esistenza, all'interno di talune banche, di strutture già consolidate per la gestione dei valori mobiliari.

Gli ostacoli che si frapponivano all'accentramento dei titoli sono ora in gran parte rimossi con l'entrata in vigore della legge 19 giugno 1986 n. 289 e del relativo regolamento di attuazione.

La nuova disciplina definisce con maggiore chiarezza gli aspetti di diritto societario inerenti al sistema di gestione accentrata dei valori mobiliari. L'esercizio dei diritti dell'azionariato spetta "in proprio" ai depositanti in ragione della loro partecipazione pro-quota alla massa dei titoli depositati; il Monte non ne può disporre, avendo solo la gestione accentrata.

Il carattere di interesse pubblico che il legislatore ha riconosciuto allo spedito regolamento degli scambi sul mercato mobiliare attraverso il sistema di accentramento presso la Monte Titoli è testimoniato dal diretto coinvolgimento della Banca d'Italia e della Consob nella determinazione dei valori mobiliari accentrabili e dei soggetti che possono operare con la società, dalla presenza di esponenti della Banca e della Consob negli organi sociali della Monte Titoli, nonché dalla necessità di autorizzazione dei suddetti enti per apportare modifiche allo statuto o alle modalità operative della società.

Tale stringente normativa non è intesa certo a burocratizzare la gestione accentrata, che rimane affidata a una società di capitali di diritto privato, bensì a fornire la più ampia garanzia alle imprese, agli intermediari e agli investitori circa il rispetto delle finalità di ordine tecni-

co (fluidità degli scambi ed efficienza del mercato) assegnate alla società.

Già nei primi mesi di operatività del nuovo quadro normativo la Monte Titoli ha incrementato in misura sensibile la propria attività: il valore nominale dei titoli accentrati è cresciuto, tra la fine del 1985 e il giugno del 1987, da 14 a 34 mila miliardi di lire; la presenza della Monte Titoli nelle liquidazioni mensili delle stanze di compensazione è passata dal 16 per cento nel 1985 a circa il 66 per cento del periodo più recente. Il conseguimento di tali risultati ha permesso di ridurre in misura consistente, nel luglio scorso, le tariffe praticate, di abbreviare i tempi della consegna dei titoli e soprattutto di costituire le condizioni per provvedere in tempi più ristretti alla liquidazione delle operazioni di Borsa.

Ulteriori impulsi all'attività della società potranno derivare, sul piano interno, dall'ammissione alla Monte Titoli di altri operatori del mercato mobiliare e, sul piano internazionale, dal collegamento, già autorizzato dall'Ufficio Italiano dei Cambi, della Monte Titoli con gli analoghi organismi operanti all'estero.

Conclusioni

Il sistema di transazione e regolamento dei titoli assume per la Banca centrale una rilevanza primaria, distinta dalle altre funzioni istituzionali. Esso si colloca nel più generale sistema dei pagamenti, condividendone le funzioni. Il processo di trasformazione in corso nella circolazione dei titoli presenta un'evidente similitudine con quello della moneta: come questa si è gradualmente trasformata, dall'originaria forma metallica, in biglietto di banca e in deposito

trasferibile tramite semplice scritturazione contabile, così i titoli di credito verranno ad essere scorporati dal loro supporto cartaceo e la funzione giuridica di titolarità verrà assunta da una registrazione contabile.

La smaterializzazione di fatto già realizzata per i BOT detenuti dagli operatori bancari, potrà in futuro essere estesa ad altre categorie di titoli. Peraltro, la particolare rilevanza che assume in Italia la ricchezza finanziaria gestita direttamente dalle famiglie suggerisce di avanzare con cautela: usi e abitudini radicati nei costumi dei risparmiatori sconsigliano di procedere, come in altri paesi, con provvedimenti coercitivi di accentramento dei titoli e quindi di smaterializzazione.

Nel processo di integrazione finanziaria internazionale, la concorrenza si realizza nella sinergia di una pluralità di elementi che qualificano i mercati: elementi che attengono alla solidità economica del paese, a quella dell'emittente, alla natura degli strumenti finanziari e al corretto funzionamento del mercato nella formazione dei prezzi e nella puntuale esecuzione delle operazioni.

La rapida crescita del mercato italiano dei titoli ha in gran parte ridotto il divario che lo separava da quelli dei principali paesi industriali; gli sforzi compiuti dalle autorità italiane e dagli operatori negli ultimi anni per migliorare il funzionamento di tale mercato cominciano a dare frutti.

La liberalizzazione dei movimenti di capitale in Italia ha negli ultimi tempi accelerato il passo. Le misure valutarie più recenti non hanno interrotto questo processo, essendo conformi sia alla lettera e allo spirito dell'attuale regolamentazione CEE, sia alla normativa votata dal Parlamento, che amplia il campo delle scelte degli operato-

ri nell'impiego del risparmio.

Tali misure, in particolare, non ostacolano gli investimenti esteri di portafoglio dei residenti, che hanno assunto negli ultimi mesi importi di rilievo in relazione al riaggiustamento della composizione degli stocks di ricchezza finanziaria.

La posizione valutaria del paese sull'estero è solida ed equilibrata. Per l'anno in corso si prevede un sostanziale equilibrio di parte corrente della bilancia dei pagamenti. In questo quadro le uscite di capitali fisiologicamente connesse con la liberalizzazione dovrebbero essere compensate da equivalenti importi in entrata.

Ciò può essere realizzato con un maggior ricorso al mercato internazionale dei capitali da parte degli operatori residenti. Il settore pubblico, già in settembre, si è mosso lungo questa direzione secondo una strategia chiaramente definita.

Un contributo addizionale può venire da flussi di investimento in titoli dall'estero. L'ampiezza, lo spessore e la diversificazione del mercato italiano dei titoli, su tutto l'arco delle scadenze e nelle diverse specie a tasso fisso e variabile, offrono buone occasioni d'investimento anche per gli operatori non residenti, i quali, dopo la caduta delle limitazioni valutarie e il superamento di strozzature tecnico-amministrative, trovano agevole accesso e uscita dal mercato italiano. Una ferma politica del cambio e un livello sostenuto dei tassi d'interesse rappresentano, infine, indubbi motivi d'attrazione verso i titoli in lire.

BORSA VALORI DI MILANO - MERCATO AZIONARIO

Anno	Numero di società	Emissioni lorde (1)	Transazioni (a)	Capitalizzazione di Borsa (b)	Rapporto (a)/(b) %
(in miliardi di lire)					
1977	145	357	754	5.616	13,4
1978	141	3.203	1.635	8.569	19,1
1979	139	1.901	2.875	10.180	28,2
1980	134	1.442	7.343	21.901	33,5
1981	132	5.100	12.334	28.149	43,8
1982	137	3.152	3.770	27.737	13,6
1983	140	4.592	5.880	34.806	16,9
1984	144	5.341	7.143	48.181	14,8
1985	148	4.969	26.323	98.933	26,6
1986	184	14.339	66.696	186.698	35,7
1987 (2)	203	6.015 (3)	29.431	174.296	25,3 (4)

(1) Compresi gli aumenti gratuiti.

(2) Dati a settembre 1987.

(3) Di cui L. 492,8 mld in corso di effettuazione.

(4) Calcolato su valore stimato annuo delle transazioni.

TITOLI TRATTATI NELLE STANZE DI COMPENSAZIONE (1)
(ai prezzi di compenso in mld di lire)

LIQUIDAZIONI GIORNALIERE E MENSILI

	Giornaliere	Mensili	Totale
1977	7.790	6.513	14.303
1978	22.180	10.390	32.570
1979	29.723	19.702	49.425
1980	21.318	51.282	72.600
1981	24.293	99.620	123.913
1982	23.799	37.904	61.703
1983	38.487	48.497	86.984
1984	39.843	53.918	93.761
1985	60.645	208.399	269.044
1986	218.290	573.378	791.668
1987 (fino a giugno)	213.702	247.090	460.792

COMPOSIZIONE PER SPECIE TITOLO

	Titoli di Stato	Obbligazioni	Azioni	Totale
1977	1.691	6.063	6.549	14.303
1978	7.347	14.051	11.172	32.570
1979	15.420	12.735	21.270	49.425
1980	9.125	10.539	52.936	72.600
1981	8.248	7.932	107.733	123.913
1982	11.984	9.925	39.794	61.703
1983	22.690	16.269	48.025	86.984
1984	23.656	17.899	52.206	93.761
1985	26.058	24.802	218.184	269.044
1986	168.018	37.434	586.216	791.668
1987 (fino a giugno)	190.175	20.419	250.198	460.792

(1) I dati includono operazioni in acquisto e vendita trattate nelle borse valori e fuori della Borsa.

AMMONTARE ASSEGNAZIONI SU TITOLI AZIONARI

(Stanza di compensazione di Milano; liquidazione mensile;
valore ai prezzi di compenso in miliardi di lire)

Liquidazione del:	Ammontare assegnazioni concesse	Ammontare saldi debitori stanza	Totale titoli da assegnare	Incidenza percentuale assegnazioni
	a	b	c	a/c
<u>1985</u>				
Marzo	92,2	522,2	614,5	15,0
Giugno	148,3	679,1	827,4	17,9
Settembre	333,8	738,9	1.072,7	31,1
Dicembre	368,6	1.132,3	1.501,0	24,6
<u>1986</u>				
Marzo	1.011,0	2.176,6	3.187,7	31,7
Giugno	1.067,3	1.742,6	2.810,0	38,0
Settembre	1.199,9	1.321,7	2.521,6	47,6
Dicembre	1.064,4	861,4	1.925,8	55,3
<u>1987</u>				
Gennaio	1.084	902	1.986	54,6
Febbraio *	1.056	921	1.978	53,4
Marzo *	934	883	1.818	51,4
Aprile *	1.001	956	1.957	51,1
Maggio *	552	829	1.381	40,0
Giugno *	452	560	1.012	44,7

(*) A partire dal mese di febbraio 1987 i dati si riferiscono alle stanze di Milano e Roma.