



La Cassa di Compensazione e Garanzia

La negoziazione di strumenti finanziari può presentare rischi connessi all'eventualità che una delle controparti si riveli inadempiente rispetto agli obblighi assunti in termini di pagamento o consegna degli strumenti oggetto dello scambio. Sia che l'inadempimento abbia carattere di indisponibilità definitiva (rischio di credito), sia che abbia carattere di indisponibilità temporanea (rischio di liquidità), la sua gestione può portare alla liquidazione dell'operazione a un prezzo diverso da quello del contratto eseguito (rischio di mercato).

Le Autorità di vigilanza dei mercati definiscono sistemi di garanzia finalizzati a minimizzare i rischi derivanti dalle negoziazioni di strumenti finanziari

In Italia, Banca d'Italia, d'intesa con Consob, disciplina l'istituzione e il funzionamento dei sistemi di garanzia del buon fine delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari *cash* e derivati. L'implementazione e la gestione di tali sistemi può essere demandata ai soggetti che più direttamente sono coinvolti nell'organizzazione dei mercati.

I modelli di garanzia si distinguono in due principali categorie a seconda che si basino su:

- gestione di fondi di garanzia alimentati dalle quote versate dagli aderenti ai fondi stessi;
- operatività di una controparte centrale (Ccp) che si sostituisce alle singole controparti di ogni scambio e ne assume gli obblighi.

Focalizzando l'attenzione sui sistemi di garanzia per i rapporti tra intermediari e mercato, il modello italiano si basa sul funzionamento di due fondi mutualistici per i mercati *cash* - il fondo di garanzia della liquidazione, istituito da Banca d'Italia d'intesa con Consob, e il fondo di garanzia dei contratti, istituito da Borsa Italiana - e sull'operatività di una Ccp per i mercati derivati. La gestione dei fondi di garanzia dell'operatività sui mercati *cash* è affidata alla Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G), che svolge anche la funzione di controparte centrale (*clearing house*) per i mercati derivati.

La vigilanza sulla CC&G - istituita con la legge 1/1991 e costituita in forma di società per azioni il 31 marzo 1992 - è esercitata da Banca d'Italia e Consob, che ne approvano l'Atto Costitutivo, lo Statuto e il Regolamento e ogni loro successiva modifica o integrazione. Nel corso del 2000, Borsa Italiana ha acquisito la maggioranza del capitale sociale della CC&G, estendendo in questo modo la propria presenza in un altro importante anello della catena del valore dei mercati finanziari.

FUNZIONI DELLA CC&G NEI MERCATI CASH

Con riferimento alla Borsa e al Nuovo Mercato, gli strumenti di riduzione del rischio sono rappresentati da due fondi di natura mutualistica che intervengono sui contratti aventi ad oggetto azioni, obbligazioni convertibili, warrant, *covered warrants* e certificati rappresentativi di quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi. La gestione operativa di entrambi i fondi è delegata alla CC&G, che è incaricata anche della gestione delle adesioni degli operatori e della raccolta delle quote da loro versate per alimentare le disponibilità finanziarie dei fondi.

- **Fondo di garanzia della liquidazione:** è istituito e regolamentato da Banca d'Italia, d'intesa con Consob, per garantire il buon fine della compensazione e della liquidazione e per ridurre il rischio sistemico. Oltre che ai contratti eseguiti sul mercato, la garanzia del fondo si estende a quelli conclusi al di fuori di esso, con l'esclusione dei compensi, dei

Gli strumenti finanziari coperti dal fondo di garanzia della liquidazione e dal fondo di garanzia dei contratti sono le azioni, le obbligazioni convertibili, i warrant, i covered warrants e i certificati rappresentativi di quote di fondi chiusi negoziati in Borsa o nel Nuovo Mercato

riporti e dei blocchi aventi liquidazione superiore a tre giorni o prezzi che si discostano in misura superiore al 10% da quelli ufficiali rilevati nel mercato di riferimento. Essendo coperti da garanzia anche gli scambi eseguiti fuori mercato, al fondo partecipano non solo gli operatori ammessi alle negoziazioni su Borsa e Nuovo Mercato, ma in generale gli aderenti al servizio di compensazione e di liquidazione.

La quota di contribuzione al fondo è calcolata con cadenza mensile ed è pari allo 0,50% della media giornaliera del controvalore dei saldi bilaterali delle operazioni su strumenti finanziari coperti da garanzia presentati dal partecipante al servizio di compensazione e di liquidazione negli ultimi due mesi di operatività.

Il fondo, e per esso la CC&G, interviene in stanza di compensazione sui saldi multilaterali dell'insolvente il giorno in cui si manifesta l'insolvenza. La CC&G subentra nelle posizioni contrattuali

delle controparti dell'insolvente assicurando la copertura dei saldi debitori titoli e contante, impiegando in primo luogo i margini versati dall'insolvente e acquisendo la titolarità degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide a credito dell'insolvente. Dopo la chiusura della liquidazione, la CC&G provvede a escludere tutte le operazioni non oggetto di garanzia, effettua tutte le operazioni di incasso, pagamento, consegna e ritiro conseguenti allo stralcio e realizza sul mercato le attività di cui è venuta in possesso. L'eventuale perdita effettiva (dedotto il margine versato dall'insolvente) viene quindi ripartita tra tutti gli aderenti al fondo proporzionalmente ai saldi bilaterali presentati da ciascuno nel mese precedente.

- **Fondo di garanzia dei contratti:** è istituito e regolamentato da Borsa Italiana per garantire il buon fine dei contratti e ridurre il rischio di controparte. Al fondo partecipano obbligatoriamente tutti i soggetti ammessi alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario, sul Nuovo Mercato, sul Mercato telematico dei *Covered Warrants* e sul Mercato telematico dei contratti a Premio. Il fondo è costituito dai versamenti dei margini effettuati dagli aderenti in accordo al volume degli scambi eseguiti sugli strumenti coperti da garanzia. Il calcolo viene effettuato il primo giorno di ogni mese, sulla base del controvalore dei contratti stipulati nei due mesi precedenti. L'adeguamento mensile del margine avviene solo nel caso in cui la differenza tra il margine calcolato nel mese e quello versato supera determinati livelli stabiliti da Borsa Italiana.



Il fondo garantisce i contratti che scadono nei giorni successivi quello in cui si è manifestata l'insolvenza (su cui interviene invece il fondo di garanzia della liquidazione). In caso di insolvenza, il fondo è utilizzato per coprire le eventuali perdite che le controparti dell'insolvente sopportano per la chiusura delle posizioni contrattuali originariamente aperte. A seguito dell'intervento, la CC&G, gestore del fondo, copre la perdita sostenuta e può rivalersi nei confronti dell'insolvente per il recupero delle perdite.

Il fondo interviene utilizzando in primo luogo il margine versato dall'insolvente e, in caso di insufficienza di questo, i margini versati dagli altri operatori in misura proporzionale alla quota percentuale del margine versato da ciascuno sul complessivo ammontare del fondo. Qualora tali margini risultassero complessivamente insufficienti, si provvede a richiedere agli operatori diversi dall'insolvente una quota di contribuzione aggiuntiva.

L'azione congiunta dei due fondi, garantendo l'esecuzione dei contratti nei termini originari di prezzo e quantità, elimina il rischio di mercato e assicura l'integrità e la stabilità del mercato

Nel corso del 2000 non si è mai reso necessario l'intervento dei fondi di garanzia, in quanto non si sono verificati casi di insolvenza.

Nel corso del 2000 è stato avviato un progetto per l'estensione del modello di controparte centrale - attualmente operativo solamente con riferimento agli strumenti derivati - anche ai mercati *cash*.

L'obiettivo è migliorare l'attuale sistema di garanzia eliminando il rischio di controparte attraverso l'introduzione di un soggetto che si sostituisce alle controparti di ogni scambio. L'efficienza del contesto operativo ne risulterà beneficiata anche per effetto dell'introduzione di sistemi di *cross margining*: in capo a ogni aderente verrà costruita la posizione complessiva di portafoglio (*cash* e derivati) e i margini verranno calcolati sulla base dell'esposizione netta. Il *cross margining* permetterà inoltre di implementare un nuovo modello di *risk management*, avendo riguardo alla rischiosità del portafoglio complessivo dell'aderente e in particolare alla correlazione esistente tra i diversi strumenti finanziari inclusi. Il nuovo modello razionalizzerà inoltre le modalità di contribuzione al sistema di garanzia da parte degli intermediari, introducendo riferimenti alla volatilità storica degli strumenti finanziari e margini commisurati all'operatività giornaliera.

E' in corso di realizzazione un progetto per l'introduzione di una controparte centrale anche per i mercati cash

FUNZIONI DELLA CC&G NEI MERCATI DERIVATI

Nei mercati derivati, Idem e Mif, la CC&G si interpone tra compratore e venditore assumendone in proprio le posizioni; diviene così la controparte di tutti gli scambi eseguiti sul mercato, funzione tipica di una *clearing house*, eliminando in questo modo il rischio di controparte. Tutti gli intermediari ammessi alle negoziazioni sull'Idem e sul Mif sono tenuti ad aderire - direttamente o indirettamente - alla CC&G e a versare i margini che alimentano la sua capacità finanziaria per far fronte a eventuali situazione di insolvenza.

Per salvaguardare e garantire l'integrità del mercato, la CC&G gestisce il rischio utilizzando un sistema di garanzia basato sul versamento di margini calcolati secondo il metodo Tims

(*Theoretical Intermarket Margin System*). Il Tims richiede il calcolo dei margini su tutte le posizioni relative allo stesso prodotto sottostante e aggrega il rischio relativo ai prodotti statisticamente correlati in un portafoglio integrato. Tutte le posizioni sono ricalcolate ogni giorno sulla base dell'andamento dei prezzi di mercato (*marking-to-market*) e in occasione di forti oscillazioni giornaliere, la CC&G può richiedere all'intero mercato o a singoli aderenti margini infragiornalieri a copertura del maggiore rischio.

La CC&G effettua un costante monitoraggio sull'integrità finanziaria dei suoi aderenti prestando particolare attenzione al patrimonio netto, in modo da poter attivare tempestivamente azioni correttive volte a ripristinare la loro solvibilità. La CC&G può inoltre richiedere in qualsiasi momento tutte le informazioni necessarie al fine di stabilire se l'aderente è ancora in possesso dei requisiti di adesione.

Gli aderenti si classificano in diretti, a loro volta distinti in generali e individuali, e indiretti.

- Gli aderenti generali divengono controparti della CC&G per le operazioni concluse per conto proprio, per conto dei propri committenti e per le operazioni concluse dagli aderenti indiretti che li hanno designati per la gestione delle posizioni contrattuali proprie e dei propri committenti.
- Gli aderenti individuali divengono controparte della CC&G per la gestione delle posizioni contrattuali proprie e dei propri committenti.
- Gli aderenti indiretti divengono controparti degli aderenti generali da essi designati per la gestione delle posizioni contrattuali proprie e dei propri committenti.

A fine 2000, gli aderenti alla CC&G erano 134 (142 nel 1999), distinti in 83 aderenti diretti (39 generali e 44 individuali) e 51 aderenti indiretti. Rispetto al 1999, il peso percentuale del numero degli aderenti indiretti è aumentato dal 34,5% al 38,1%, mentre gli aderenti diretti sono passati dal 65,5% del 1999 al 61,9% nel 2000 (tavola 9).

**TAVOLA 9 - ADERENTI ALLA CASSA DI COMPENSAZIONE E GARANZIA
PER I MERCATI DERIVATI**

Tipo di adesione	Tipo di aderente	1999		2000	
		numero	% su tot	numero	% su tot
Diretta	Generale	37	26.1%	39	29.1%
	Banca italiana	36	25.4%	37	27.6%
	Banca comunitaria	1	0.7%	1	0.7%
	Sim italiana	-	-	1	0.7%
Diretta	Individuale	56	39.4%	44	32.8%
	Banca italiana	38	26.8%	27	20.1%
	Impresa di investimento comunitaria	1	0.7%	1	0.7%
	Sim italiana	17	12%	16	11.9%
Indiretta		49	34.5%	51	38.1%
	Agente di Cambio	13	9.2%	10	7.5%
	Banca italiana	7	4.9%	6	4.5%
	Banca comunitaria	-	-	1	0.7%
	Impresa di investimento comunitaria	8	5.6%	10	7.5%
	Sim italiana	21	14.8%	24	17.9%
Totale		142		134	