

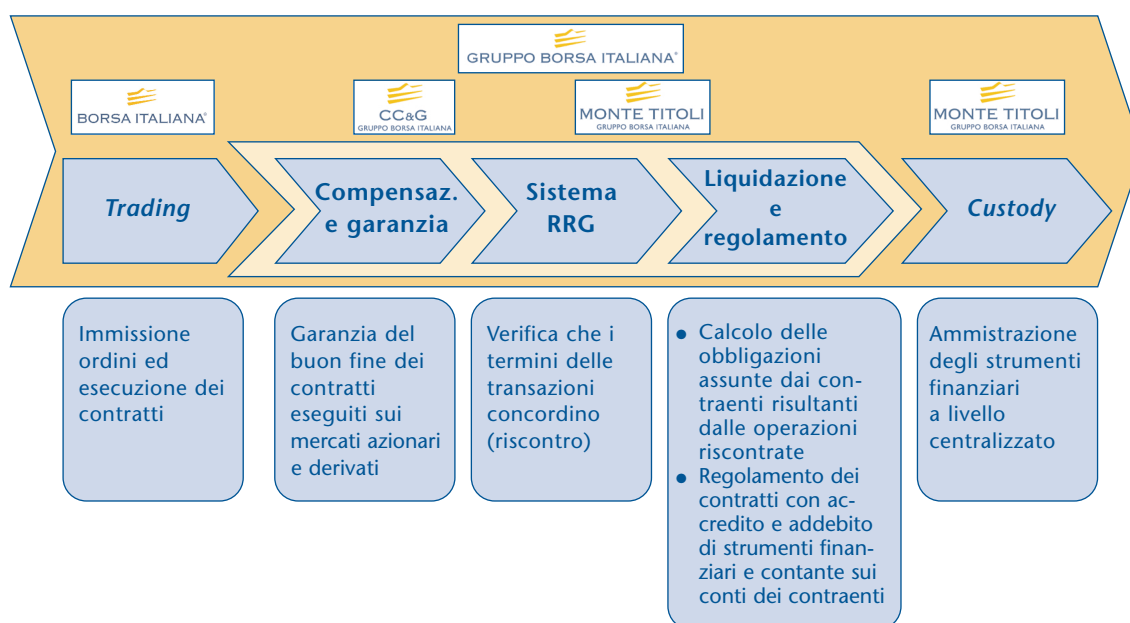
Le Novità nel sistema di *post-trading*

La negoziazione di strumenti finanziari non si esaurisce con l'esecuzione di contratti sul mercato tramite l'abbinamento di ordini compatibili per prezzo e quantità. Lo scambio si completa nelle fasi definite di *post-trading*, con l'attivazione del sistema di compensazione e garanzia dei contratti, con la verifica che i termini della liquidazione concordino e, infine, con la liquidazione e il regolamento delle posizioni in titoli e contanti sui conti dei contraenti (tavola 11).

Nel corso del 2003 le società del Gruppo Borsa Italiana responsabili delle attività di *post-trading* hanno avviato una serie di nuovi servizi che hanno fortemente contribuito a rendere più efficiente il contesto operativo dei mercati borsistici italiani.

Le due principali novità introdotte sono state il sistema di controparte centrale sui mercati azionari a opera di Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G) e la piattaforma di liquidazione Express II realizzata da Monte Titoli.

TAVOLA 11 - LA RIPARTIZIONE DELLE FUNZIONI DI *TRADING* E *POST-TRADING* TRA LE SOCIETÀ DEL GRUPPO BIT



LA CONTROPARTE CENTRALE SUI MERCATI AZIONARI

In un contesto caratterizzato da un progressivo allargamento dei confini operativi, nel quale è presente incertezza non solo sulla direzione e sulla volatilità dei corsi, ma anche sul merito di credito della controparte di mercato, si è reso improcrastinabile l'ammodernamento e l'adeguamento ai nuovi scenari delle strutture poste a garanzia del sistema di *trading*.

In questo ambito si inquadra l'iniziativa di estendere ai mercati *cash* le garanzie fornite da sistemi basati sulla controparte centrale (CCP), tradizionalmente operativi sui mercati derivati. La controparte centrale massimizza la garanzia del sistema di negoziazione interponendosi fra le due controparti dello scambio (acquirente e venditore), acquisendo la responsabilità del buon fine del contratto ed eliminando di conseguenza il rischio di controparte.

L'adozione di un sistema di CCP anche per i mercati azionari è ormai divenuta una *best practice* a livello internazionale. Nel Regno Unito, la London Clearing House gestisce dal 2001 una CCP sul mercato azionario; Clearent ha progressivamente esteso i propri servizi di CCP a tutti i mercati azionari del polo Euronext (Belgio, Francia, Olanda, Portogallo); in Germania, la CCP *cash* gestita da Eurex Clearing è operativa dal 27 marzo 2003. In Italia l'avvio della CCP sui mercati *cash* azionari (Borsa e Nuovo Mercato), è avvenuto in due diverse fasi, adeguandosi all'evoluzione conosciuta anche dal sistema di liquidazione.

- Il 23 maggio 2003 è partita la prima fase durante la quale la CCP operava nell'ambito del sistema di liquidazione LdT gestito da Banca d'Italia. In questa fase il modello operativo adottato ha minimizzato gli interventi sulle strutture tecniche e organizzative degli operatori. In particolare, i flussi di *post-trading* sono stati modificati nella sola componente che dimostra la conferma che il contratto immesso nel sistema di Riscontro e Rettifica Giornaliero (RRG) è garantito dalla CCP. I saldi bilaterali inoltrati dal sistema RRG alla procedura di liquidazione non hanno subito modifiche e sono rimasti pertanto non anonimi.
- Il 26 gennaio 2004, in concomitanza con l'avvio di Express II, è stata avviata la seconda fase che ha apportato i maggiori cambiamenti sulle strutture tecniche e organizzative degli operatori. I flussi di *post-trading* sono stati modificati radicalmente: fin dall'immissione del contratto nel sistema RRG, i saldi bilaterali sono riportati in contropartita di CC&G e risultano anonimi.

La seconda fase è stata inoltre caratterizzata dall'introduzione di una serie di opzioni di flessibilità nel sistema di *clearing* e di marginazione:

- ◆ il partecipante diretto al sistema di garanzia può partecipare indirettamente a quello di liquidazione, avvalendosi di un agente di regolamento;
- ◆ il partecipante indiretto al sistema di garanzia può partecipare direttamente al sistema di liquidazione;
- ◆ i partecipanti diretti possono scegliere una marginazione integrata tra le posizioni *cash* e derivati (cosiddetto *cross margining*) e richiedere nel contempo un servizio di reportistica aggiuntiva che evidenzia quali sarebbero stati i margini calcolati separatamente per ciascun mercato;

Nel 2003 Borsa Italiana ha esteso il modello di garanzia presente sull'IDEM basato su un sistema di CCP ai mercati azionari di Borsa e Nuovo Mercato

- ◆ i partecipanti diretti possono scegliere il calcolo e il pagamento dei margini separatamente per ciascun mercato.

Sebbene anche il precedente modello di garanzia basato sulla gestione di fondi mutualistici fosse in grado di salvaguardare il buon fine dei contratti e della liquidazione, il nuovo sistema di CCP presenta diversi vantaggi che ne hanno resa opportuna l'implementazione:

Il modello di garanzia basato sulla CCP supera i limiti dei fondi mutualistici, eliminando il rischio di controparte e minimizzando di conseguenza i rischi

- l'ammontare delle garanzie calcolate poggia su sistemi e metodologie di marginazione riconosciute quali *best practices* a livello internazionale;
- le garanzie richieste a ogni intermediario sono correlate alle posizioni di rischio assunte dall'intermediario stesso;
- la natura esclusivamente mutualistica del modello basato sui fondi non eliminava il rischio di controparte: ogni partecipante era esposto a un rischio indefinito e potenzialmente illimitato.

Il sistema di salvaguardia dei rischi sul quale si basa la CCP sui mercati azionari deriva da quello presente sull'IDEM; per entrambi mercati è stato inoltre aggiunto il ruolo del *Default Fund*. La presenza del *Default Fund* rafforza ulteriormente il sistema di garanzia. Il *Default Fund* è alimentato dai contributi di tutti i partecipanti al sistema in misura proporzionale in base ai margini iniziali versati nell'arco del mese precedente la rilevazione. L'ammontare del *Default Fund* - definito sulla base di analisi di *stress test* e fissato al livello di 100 milioni di euro - rimane invariato (almeno fino a ulteriori decisioni di CC&G), mentre la quota di contribuzione può essere variabile di mese in mese.

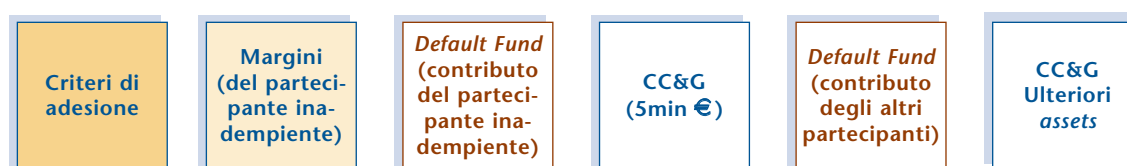
In sintesi, i livelli di salvaguardia su cui si basa il sistema di garanzia sono quattro:

- **requisiti di adesione:** per negoziare sui mercati assistiti da CCP, gli operatori devono obbligatoriamente aderire in via diretta o indiretta a CC&G; l'aderente diretto (generale o individuale) deve rispondere a requisiti minimi in termini di patrimonio netto e garanzie, struttura organizzativa e sistemi tecnologici, per assicurare l'ordinata, continua ed efficiente gestione delle attività e dei rapporti previsti dal Regolamento di CC&G;
- **sistema dei margini:** gli aderenti devono costituire garanzie sufficienti alla copertura dei costi teorici di liquidazione che CC&G sosterebbe, in caso di insolvenza, per chiudere le posizioni dell'aderente nello scenario di mercato più sfavorevole ragionevolmente possibile; CC&G utilizza la metodologia TIMS (*Theoretical Intermarket Margins System*), un sistema di calcolo dei margini efficiente e affidabile, in grado di riconoscere il rischio complessivo del portafoglio, permettendo la compensazione del rischio tra prodotti correlati e il *cross margining* all'interno del portafoglio; i margini possono essere costituiti con titoli di Stato o liquidità; quest'ultima viene remunerata al tasso Euribor a 1 mese meno 15 *basis points*;
- **Default Fund:** la responsabilità di ciascun partecipante è limitata alla propria contribuzione; se la quota del *Default Fund* viene utilizzata, i partecipanti devono provvedere a versare nuovamente la propria quota; i fondi conferiti al *Default Fund* sono remunerati al tasso Euribor a 1 mese;
- **risorse patrimoniali e finanziarie:** in caso di inadempimento di un aderente diretto, CC&G può utilizzare, in determinate situazioni e secondo uno specifico ordine di priorità, le proprie risorse patrimoniali e finanziarie.

In caso di insolvenza di un partecipante CC&G interviene tempestivamente liquidando sul mercato il portafoglio del partecipante inadempiente coprendo le eventuali perdite utilizzando nell'ordine (tavola 12):

- i margini iniziali del partecipante inadempiente;
- la quota del *Default Fund* del partecipante inadempiente;
- le riserve proprie, fino a un ammontare di 5 milioni di euro;
- in proporzione alla contribuzione, le quote del *Default Fund* degli altri partecipanti;
- ulteriori riserve proprie.

TAVOLA 12 - I LIVELLI DI GESTIONE DEL RISCHIO DI INADEMPIMENTO



Il sistema di CCP, definendo un contesto di negoziazione sicuro e stabile, contribuisce a incrementare il livello di liquidità dei mercati. Grazie all'operazione di novazione che sposta dalla controparte alla CCP la titolarità dei contratti eseguiti, gli operatori possono superare i precedenti limiti operativi derivanti dal rischio di controparte e utilizzare le risorse liberate negoziando sul mercato. Nello stesso tempo, un mercato garantito da una controparte centrale è in grado di attirare un maggior numero di partecipanti, anche esteri.

I primi mesi di operatività della CCP sul mercato *cash* italiano evidenziano un'attività consistente: nel 2003, i contratti negoziati sui mercati azionari di Borsa Italiana per i quali la CC&G ha svolto dal 23 maggio la funzione di compensazione e garanzia, sono stati 23.698.484, con una media giornaliera di 307.773.

A fine anno i partecipanti alla CCP, comparto azionario, erano 113 di cui 18 Generali, 52 Individuali e 43 Indiretti. Rispetto alla categoria di appartenenza, gli stessi erano suddivisi in 59 banche (di cui 9 comunitarie), 50 Sim (di cui 18 comunitarie) e 4 agenti di cambio.

LA NUOVA PIATTAFORMA DI LIQUIDAZIONE EXPRESS II

Un'altra importante novità che ha caratterizzato il sistema di *post-trading* italiano è stata l'introduzione della nuova piattaforma di *settlement* Express II per la gestione dei servizi di liquidazione precedentemente offerti dalla procedura Ldt gestita da Banca d'Italia.

La piattaforma è stata sviluppata da Monte Titoli in collaborazione con i principali protagonisti della piazza finanziaria italiana, al fine di soddisfare le esigenze che il mercato, sempre più dinamico, esprime in termini di efficienza ed economicità, di supporto all'attività *cross-border*, di contenimento del rischio e di gestione della liquidità. L'adeguamento alle raccomandazioni e alle *best practices* internazionali contribuisce inoltre a garantire un elevato grado di stabilità del sistema nonché la sua interazione con analoghi sistemi esteri.

La nuova procedura di liquidazione è stata attivata in due fasi:

Express II soddisfa le esigenze di efficienza e di economicità del mercato, agevola le operazioni cross-border, contribuisce a garantire un elevato grado di stabilità del sistema e supporta l'interazione con i sistemi esteri

- 8 dicembre 2003: avvio per obbligazioni di emittenti privati e di enti sovranazionali, titoli di Stato esteri, titoli garantiti dallo Stato italiano e *Asset Backed Securities*;
- 26 gennaio 2004: estensione a tutti i restanti strumenti finanziari.

Il nuovo sistema di liquidazione si articola in due componenti: liquidazione su base netta, a sua volta distinta nei cicli notturno e diurno, e la liquidazione su base lorda. La componente netta si avvale di una serie di sofisticati meccanismi appositamente studiati per facilitare il processo di liquidazione. Le operazioni non regolate (definite *fails*) al termine del ciclo notturno per mancanza di disponibilità di titoli o contante sono inviate al ciclo diurno di liquidazione netta che effettua un nuovo tentativo di regolamento. Le operazioni non regolate al termine di tale ciclo sono immesse nella liquidazione lorda. In quest'ultima confluiscono anche le operazioni specificamente destinate al regolamento lordo, quali in particolare le operazioni di politica monetaria e alcune delle transazioni concluse fuori mercato.

Express II ha permesso l'introduzione di importanti novità che hanno condotto a un ulteriore incremento nel livello di efficienza e flessibilità del sistema:

- interazione tra la componente di liquidazione netta e quella di liquidazione lorda: la struttura modulare permette agli aderenti di scegliere la procedura più consona alle loro specifiche esigenze e consente al sistema un'efficace gestione delle operazioni non regolate tramite meccanismi di riproposizione;
- anticipazione della definitività delle operazioni: la conclusione del ciclo di regolamento notturno nelle prime ore del mattino consente agli utenti di disporre sin dall'inizio della giornata lavorativa degli *assets* relativi alle operazioni regolate, che possono quindi essere utilizzati per l'operatività giornaliera;
- introduzione di meccanismi iterativi di *roll-back* in grado di individuare e sottrarre un sottoinsieme minimale di operazioni non regolabili, al fine di ottimizzare il processo di liquidazione;
- introduzione di meccanismi finalizzati a facilitare il regolamento delle operazioni garantite dalla controparte centrale: nella componente netta il sistema attiva meccanismi che assicurano il regolamento parziale delle operazioni (*partial delivery*) utilizzando gli *assets* disponibili e creando una nuova operazione per la parte non regolabile, da inoltrare al ciclo successivo; le operazioni con controvalori particolarmente elevati, non regolate nella componente netta, sono frazionate dal sistema in operazioni di importo inferiore prima dell'inoltro alla componente lorda (*shaping mechanism*);
- presenza di evolute attività di gestione della liquidità da parte degli intermediari attraverso un'interazione diretta tra il sistema di liquidazione titoli e quello dei pagamenti gestito da Banca d'Italia: gli intermediari hanno l'opportunità di vincolare una parte della liquidità disponibile nei loro conti presso la Banca d'Italia a favore del processo di regolamento; tale liquidità è alimentata anche attraverso l'attivazione di meccanismi di collateralizzazione per effetto dei quali la Banca d'Italia concede fondi ai singoli intermediari a fronte di una garanzia in titoli;

- inoltro agli intermediari di informativa completa sulle loro posizioni anteriormente al processo di liquidazione, al fine di consentire l'adeguamento tempestivo delle disponibilità sui conti titoli e contante, e sull'esito di ogni fase della procedura;
- utilizzo del servizio di prestito titoli a supporto dell'attività di liquidazione nel caso di indisponibilità sui conti titoli degli intermediari;
- utilizzo degli standard di messaggistica internazionali.

Nel corso del periodo 26 gennaio - 17 marzo 2004, al termine dei due cicli di liquidazione su base netta il servizio ha regolato il 99,3% delle transazioni, pari a circa il 96,2% del controvalore inserito nel processo di liquidazione.

Le evoluzioni previste per Express II si svilupperanno lungo due principali direttrici: il potenziamento delle modalità di accesso al sistema e l'ulteriore sviluppo delle funzionalità del processo di regolamento. La prima finalità sarà perseguita attraverso l'ampliamento dei protocolli tecnici di interconnessione e l'interazione della piattaforma italiana con altri sistemi di custodia e regolamento; la seconda tramite l'introduzione di ulteriori cicli di regolamento e la possibilità che il contante sia regolato anche in valute diverse dall'euro.

Nel corso dei primi mesi di operatività, il sistema ha dimostrato di gestire efficientemente volumi di attività elevati ottenendo risultati ottimali