

**ESITO DELLE CONSULTAZIONI**  
**MODIFICHE ED INTEGRAZIONI**  
**AL REGOLAMENTO N. 11768/98 IN MATERIA DI MERCATI**

**giugno 2003**

Nel maggio 2003, la Consob ha diffuso un documento di consultazione riguardante alcune modifiche ed integrazioni da apportare al regolamento n. 11768/98 in materia di mercati, relativamente alla disciplina della "Liquidazione delle insolvenze di mercato" (Titolo II, Capo IV).

Le modifiche ed integrazioni proposte si prefiggono gli obiettivi di rendere più rapida la riesecuzione sul mercato delle posizioni non compensate, anticipando alcuni adempimenti in precedenza di esclusiva competenza del commissario; adeguare le norme regolamentari alla nuova disciplina dei sistemi di garanzia, con particolare riferimento alla possibilità per i mercati non derivati di introdurre un servizio di controparte centrale; prevedere esplicitamente la possibile esistenza, su un medesimo strumento finanziario, di più sistemi di garanzia.

Con riferimento al documento di consultazione sono pervenute osservazioni da parte di ABI, Assogestioni, Assosim, Borsa Italiana s.p.a., Cassa di Compensazione e Garanzia s.p.a (CC&G) e Monte Titoli s.p.a..

Nella trattazione che segue si dà conto delle osservazioni pervenute e delle conseguenti determinazioni assunte dalla Commissione.

Per facilitarne la lettura, il documento riporta il testo delle norme rese note per la consultazione, le osservazioni pervenute, le considerazioni svolte in proposito e, se del caso, il nuovo testo adottato.

Per completezza di documentazione si riporta il testo integrale degli articoli del regolamento con evidenza delle modifiche approvate con delibera n. 14146 del 25 giugno 2003 in corso di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica.

\* \* \*

(...)

**Capo IV**  
**Liquidazione delle insolvenze di mercato**

Art. 14  
*(Definizioni)*

1. Nel presente Capo si intendono per:

(...)

c)«aderente»: il soggetto partecipante ai sistemi di garanzia basati su controparte centrale, di cui all'articolo 1, lettera n) della disciplina dei sistemi di garanzia;

(...)

**OSSERVAZIONI**

E' stato osservato che sarebbe preferibile utilizzare il termine "partecipante" in luogo di "aderente", in quanto più consono alla terminologia utilizzata sia nel D. Lgs 210/01, che nel TUF, che infine nel regolamento operativo della CC&G.

**CONSIDERAZIONI**

Anche se il termine "partecipante" è in linea con la terminologia del D. Lgs. 210/01, del TUF e del regolamento operativo della CC&G (il D. Lgs. 210/01 ed il TUF si esprimono in termini di partecipanti e di sistemi: "partecipanti a un sistema"), occorre ribadire la necessità di differenziare, nell'ambito del Regolamento Mercati, i soggetti partecipanti ai diversi sistemi, in particolare i soggetti partecipanti ai servizi di liquidazione e i soggetti partecipanti ai sistemi di garanzia basati su controparte centrale.

Nella versione attuale del Regolamento Mercati, tale differenziazione è ottenuta definendo i soggetti partecipanti ai servizi di liquidazione "liquidatori" ed i soggetti partecipanti ai sistemi di garanzia basati su controparte centrale "aderenti". L'utilizzo del termine "partecipante" in luogo di "aderente", per i partecipanti ai sistemi di garanzia basati su controparte centrale, violerebbe la simmetria oggi esistente tra i soggetti partecipanti all'uno e all'altro sistema e risulterebbe non immediatamente coerente con il contenuto della definizione («partecipante»: soggetto partecipante...), senza che ciò comporti una modifica sostanziale della definizione stessa.

Ciò posto, è stata adottata la modifica all'art. 14 nella stessa versione che ha formato oggetto di consultazione.

#### Art. 15

( *Presupposti dell'insolvenza di mercato* )

1. L'insolvenza di mercato è determinata dalla mancata copertura dei saldi debitori determinati nell'ambito del servizio di **compensazione e** liquidazione e da ogni altro grave inadempimento o altri fatti esteriori i quali dimostrino l'incapacità di far fronte alle obbligazioni di mercato da parte del negoziatore, del liquidatore e dell'aderente.

(...)

#### **OSSERVAZIONI**

E' stato fatto notare come tale comma faccia esplicito riferimento solo al servizio di compensazione e liquidazione e non al servizio di liquidazione su base lorda ed è stato suggerito, seppure solo implicitamente, di ricomprendere anche il servizio di liquidazione su base lorda nel relativo presupposto dell'insolvenza di mercato.

#### **CONSIDERAZIONI**

Si ribadisce la mancata inclusione di presupposti dell'insolvenza di mercato collegati al servizio di liquidazione su base lorda. La "mancata copertura dei saldi debitori" è riferibile esclusivamente al servizio di compensazione e liquidazione, in particolare alla Liquidazione dei Titoli ("LdT").

Giova altresì ribadire che, nel momento in cui la LdT sarà sostituita dal sistema di regolamento lordo e netto denominato Express II, la fattispecie dei presupposti dell'insolvenza di mercato collegata al servizio di compensazione e liquidazione dovrà essere riconsiderata per tenere conto delle modalità di funzionamento di detto sistema. In tale occasione sarà quindi valutato il ruolo che il servizio di liquidazione su base lorda potrà avere tra i presupposti dell'insolvenza di mercato.

Ciò posto, è stata adottata la modifica all'art. 15 nella stessa versione che ha formato oggetto di consultazione.

#### Art. 16

( *Accertamento dell'insolvenza di mercato* )

1. Ai fini dell'accertamento e della dichiarazione dell'insolvenza di mercato da parte della Consob:

(...)

b) nel caso di cui all'articolo 15, comma 2, lettera a), il liquidatore comunica l'inadempimento del negoziatore ~~alle~~ società di gestione dei mercati ~~nel~~ ~~quali~~ ~~quale~~ il negoziatore opera e alla Consob. ~~La~~ **Ciascuna** società di gestione intima al negoziatore di far pervenire, entro le ore 12 della giornata lavorativa successiva, su appositi conti ad essa intestati, i mezzi di pagamento necessari alla copertura dei saldi debitori in strumenti finanziari e contante; in caso di mancata copertura dei saldi entro il termine indicato, ~~le~~ società di gestione ~~ne~~ **danno** ~~la~~ comunicazione alla Consob;

c) nel caso di cui all'articolo 15, comma 2, lettera b), ~~la controparte centrale~~ **le controparti centrali** comunica **no** alla Consob ~~il mancato versamento dei margini entro gli orari previsti~~ **l'inadempimento** indicando i provvedimenti di trasferimento o di chiusura delle posizioni

contrattuali **registrate nei conti** dell'inadempiente adottati in conformità con quanto previsto dalla disciplina dei sistemi di garanzia ; **tali provvedimenti sono adottati, ai sensi della medesima disciplina, anche nel caso di mancato regolamento finale delle posizioni contrattuali da parte dell'aderente.**

(...)

### **OSSERVAZIONI**

**1.** Con riferimento alla lettera *b*), in considerazione del fatto che un negoziatore potrebbe anche essere partecipante ad una controparte centrale, è stato proposto che l'inadempimento del negoziatore nei confronti del proprio liquidatore sia comunicato, oltre che alle società di gestione del mercato nelle quali il negoziatore opera ed alla Consob, anche alle controparti centrali. Ciò al fine di consentire ad esse di predisporre gli interventi di propria competenza.

**2.** E' stato proposto, con riferimento alla lettera *c*), di integrare l'espressione "provvedimenti di trasferimento o di chiusura delle posizioni contrattuali **registrate nei conti** dell'inadempiente adottati in conformità con quanto previsto dalla disciplina dei sistemi di garanzia", con l'esplicita indicazione della disciplina adottata dal gestore del sistema.

### **CONSIDERAZIONI**

**1.** Non sembra opportuno introdurre ulteriori complicazioni alla formulazione della previsione contenuta nel comma 1, lettera *b*), il cui fine è solo quello di accertare il presupposto dell'insolvenza di mercato del negoziatore. La comunicazione dell'inadempimento del negoziatore alle controparti centrali, da parte del liquidatore, non è coerente con il predetto obiettivo.

**2.** Le modalità di accertamento dell'insolvenza di mercato dell'aderente, previste all'articolo 16, comma 1, lettera *c*) della versione in consultazione, fanno esplicito riferimento ai "provvedimenti di trasferimento o di chiusura delle posizioni contrattuali **registrate nei conti** dell'inadempiente adottati in conformità con quanto previsto dalla disciplina dei sistemi di garanzia". La "disciplina dei sistemi di garanzia" è oggetto di apposita definizione nell'articolo 14, comma 1; tale definizione fa riferimento al provvedimento di attuazione degli articoli 68, 69, comma 1 e 70, del TUF, articoli relativi ai sistemi di garanzia. Tale provvedimento contiene un esplicito rimando al regolamento operativo delle controparti centrali. In virtù di tale esplicito rimando, si ritiene sufficiente riferire i provvedimenti adottati alla disciplina dei sistemi di garanzia.

Ciò posto, sono state adottate le modifiche all'art. 16, comma 1, lettere *b*) e *c*) nella stessa versione che ha formato oggetto di consultazione.

#### Art. 16

( *Accertamento dell'insolvenza di mercato* )

(...)

**2.** Con il medesimo provvedimento con cui è dichiarata l'insolvenza di mercato, la Consob impartisce istruzioni ai gestori dei servizi di mercato in merito ai provvedimenti urgenti da adottare ai fini **dell'avvio della procedura di liquidazione dell'insolvenza medesima** ~~del completamento del processo di liquidazione in corso.~~

### **OSSERVAZIONI**

E' stato proposto che l'articolato disciplini le modalità di comunicazione da parte della Consob della dichiarazione dell'insolvenza di mercato.

Al fine di permettere alle controparti centrali l'attivazione tempestiva delle proprie procedure di inadempimento, anche prima dell'emanazione, da parte della Consob, del provvedimento di dichiarazione dell'insolvenza di mercato, si è suggerito di eliminare il riferimento all' "avvio" della procedura di liquidazione dell'insolvenza.

### **CONSIDERAZIONI**

Si ritiene condivisibile la proposta di disciplinare le modalità di comunicazione della dichiarazione dell'insolvenza di mercato, al fine di ridurre l'incertezza giuridica dei gestori dei servizi di mercato destinatari della suddetta dichiarazione di insolvenza. A tal proposito, la modalità prescelta è quella del fax.

Per quanto riguarda il suggerimento di eliminare le parole "dell'avvio", si ritiene che il riferimento di cui al comma 1, lettera c), del medesimo articolo ("Accertamento dell'insolvenza di mercato"), ai "provvedimenti...adottati in conformità con quanto previsto dalla disciplina dei sistemi di garanzia" sia sufficiente a fugare ogni dubbio circa la possibilità per le controparti centrali di attivare tempestivamente le proprie procedure di inadempimento, anche prima della dichiarazione dell'insolvenza di mercato da parte della Consob. L'accertamento dell'insolvenza, infatti, precede, da un punto di vista logico e, conseguentemente, da un punto di vista cronologico, la dichiarazione di insolvenza da parte della Consob.

Tuttavia, si ritiene di accogliere il suddetto suggerimento. Ciò al fine di pervenire ad una formulazione più generale della previsione relativa alla possibilità per la Consob di impartire istruzioni ai gestori dei servizi di mercato.

Ciò posto, è stata adottata la seguente versione dell'art. 16, comma 2:

**"2. Il provvedimento di dichiarazione dell'insolvenza di mercato è comunicato tempestivamente ai gestori dei servizi di mercato a mezzo fax.** Con il medesimo provvedimento, la Consob impartisce istruzioni ai gestori dei servizi di mercato in merito ai provvedimenti urgenti da adottare **con riferimento alla** procedura di liquidazione dell'insolvenza medesima."

#### Art. 17

#### **( Procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato )**

**1. La procedura di liquidazione dell'insolvenza si applica limitatamente alle fasi di cui al comma 2, lettere a) e b), e al comma 3, lettera a), nei seguenti casi:**

a) operazioni concluse fuori dai mercati regolamentati, aventi un intervallo di regolamento superiore a quello stabilito nei mercati di riferimento;

b) operazioni relative a blocchi concluse a prezzi che si discostano in misura superiore al 10% da quelli ufficiali rilevati nei mercati di riferimento il giorno di negoziazione;

c) operazioni concluse fuori dai mercati regolamentati diverse dai blocchi a prezzi non compresi tra il minimo ed il massimo rilevati nei mercati di riferimento il giorno di negoziazione;

**d) operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non quotati e contratti a premio conclusi fuori dai mercati regolamentati.**

(...)

#### **OSSERVAZIONI**

E' stato osservato che le disposizioni relative ai "mercati di riferimento" (lettere a e c) potrebbero risultare ambigue nei casi in cui ci siano più "mercati di riferimento" per il medesimo strumento finanziario (titoli in *dual listing*). A tal fine, è stato proposto di identificare il "mercato di riferimento" con il mercato di prima quotazione o con il mercato con il maggior numero di scambi.

D'altra parte, è stato altresì osservato che l'articolato oggetto di consultazione in alcuni casi fa riferimento ai "mercati regolamentati italiani", mentre in altri fa riferimento genericamente ai "mercati regolamentati".

#### **CONSIDERAZIONI**

Obiettivo esplicito della formulazione oggetto di consultazione era quello di riferirsi, non ad un singolo mercato di riferimento, prima quotazione o altro, bensì a tutti i mercati di riferimento e seppure solo implicitamente, a mercati regolamentati italiani.

Il riferimento ai "mercati regolamentati" al plurale non rappresenta un problema in quanto: a) tutti i mercati regolamentati italiani adottano, per singolo strumento finanziario, un medesimo intervallo di regolamento; b) la determinazione di un prezzo massimo e minimo può essere effettuata indipendentemente dal numero di mercati regolamentati nei quali un singolo strumento finanziario è negoziato.

Ciò posto in tutti i casi, si è esplicitato il riferimento ai "mercati regolamentati italiani".

Si è ritenuto, inoltre, di cogliere l'occasione per modificare la lettera *b*), relativa ai blocchi negoziati a prezzi non di mercato, applicando la percentuale del 10% ai prezzi minimo e massimo rilevati il giorno di negoziazione, anziché al prezzo ufficiale. Ciò al fine di rendere tale previsione compatibile con il funzionamento dei sistemi italiani di *post-trading*<sup>(1)</sup>.

E' stata adottata pertanto la seguente versione dell'articolo 17, comma 1:

Art. 17  
**(Procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato)**

**1. La procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato si applica limitatamente alle fasi di cui al comma 3, lettere a) e b), e al comma 4, lettera a), nei seguenti casi:**

- a) operazioni concluse fuori dai mercati regolamentati, aventi un intervallo di regolamento superiore a quello stabilito nei mercati regolamentati italiani di riferimento;**
- b) operazioni relative a blocchi concluse a prezzi che si discostano in misura superiore al 10% dal minimo e massimo rilevati nei mercati regolamentati italiani di riferimento il giorno di negoziazione;**
- c) operazioni concluse fuori dai mercati regolamentati, diverse dai blocchi, a prezzi non compresi tra il minimo ed il massimo rilevati nei mercati regolamentati italiani di riferimento il giorno di negoziazione;**
- d) operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non quotati e contratti a premio conclusi fuori dai mercati regolamentati."**

(...)

Art. 17  
**(Procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato)**

(...)

**2. In seguito alla dichiarazione dell'insolvenza di mercato ed in attesa delle disposizioni del commissario:**

- a) i gestori dei servizi di liquidazione escludono, secondo le regole di funzionamento dei servizi medesimi, le operazioni definitive non regolabili immesse dall'insolvente;**
- b) fermo restando quanto previsto al comma 5 relativamente alle partite di pertinenza dei negoziatori che si avvalgono del liquidatore insolvente, i gestori dei sistemi RRG escludono le operazioni non definitive stipulate dall'insolvente;**
- c) le controparti dell'insolvente, avendo cura di non alterare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, possono:**
  - 1) esercitare i contratti a premio non ancora scaduti in cui l'insolvente sia il venditore;**
  - 2) acquistare o vendere sui mercati regolamentati gli strumenti finanziari non compensati che avrebbero dovuto ricevere o consegnare all'insolvente, in coerenza con quanto previsto al comma 3, lettera c), numero 2).**

**3. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 16, comma 1, lettera c), il commissario nominato ai sensi dell'articolo 72, comma 3, del Testo Unico procede alla liquidazione dell'insolvenza di mercato con le seguenti modalità:**

- a) acquisisce i dati e i documenti necessari alla liquidazione dell'insolvenza presso l'insolvente, il suo eventuale liquidatore, le sue controparti e i gestori dei servizi di mercato , verificandone la correttezza e la completezza;**

**b)** dispone l'esclusione dai sistemi di riscontro e rettifica giornalieri (RRG) delle operazioni stipulate dall'insolvente destinate ad essere regolate nelle giornate successive a quella in cui si è verificata l'insolvenza, le quali scadono anticipatamente;

e) successivamente alla chiusura del procedimento di compensazione e liquidazione delle operazioni realizzato mediante l'intervento degli eventuali sistemi di garanzia della liquidazione, **stralcia** ~~annulla le disposizioni e i compensi dati e ricevuti dall'insolvente e i contratti di riporto in accensione;~~

**c)** relativamente alle operazioni per le quali è stata disposta l'esclusione dai sistemi di riscontro e rettifica giornalieri ( RRG ) **e dai servizi di liquidazione:**

**1) per i contratti a premio in cui l'insolvente sia compratore, provvede senza indugio all'esercizio della facoltà quando ciò sia nell'interesse dell'insolvente;**

2) per le operazioni diverse dai contratti a premio, calcola la posizione netta di ciascuna controparte nei confronti dell'insolvente, per singolo strumento finanziario e per gli Euro, distinguendo **le operazioni garantite, ripartite per singolo sistema di garanzia**, i contratti assistiti dai sistemi di garanzia di cui all'articolo 68 del Testo Unico da ~~quelle~~ **quelli non garantiti e, anche con riferimento alle operazioni derivanti dall'eventuale esercizio dei contratti a premio** ~~e dispone che le controparti dell'insolvente provvedano ad acquistare o vendere sul mercato gli strumenti finanziari non compensati, che avrebbero dovuto ricevere o consegnare all'insolvente, indicando il mercato e i termini di esecuzione dell'operazione;~~

2) per le operazioni a premio in cui l'insolvente sia il venditore, ~~dispone che le sue controparti provvedano all'acquisto sul mercato di un premio avente analoghe caratteristiche ovvero all'esecuzione anticipata del contratto;~~

3) per le operazioni a premio in cui l'insolvente sia compratore, ~~dispone che le sue controparti provvedano all'esecuzione anticipata del contratto;~~

**d) sentite le società di gestione del mercato, indica, in funzione della complessità delle singole posizioni nette di cui alla lettera c), numero 2), i termini e le modalità nel rispetto dei quali le controparti dell'insolvente debbono effettuare sui mercati regolamentati gli acquisti e le vendite degli strumenti finanziari non compensati, che avrebbero dovuto ricevere o consegnare all'insolvente; entro la scadenza dei suddetti termini, le controparti dell'insolvente possono altresì optare, anche parzialmente, per una liquidazione per differenziale sulla base di un prezzo di regolamento calcolato come media ponderata dei prezzi delle transazioni concluse sui mercati regolamentati ovvero, a discrezione del commissario, dei prezzi ufficiali rilevati dalle società di gestione degli stessi mercati, il giorno di scadenza dei medesimi termini;**

e) accerta la correttezza , **la completezza** e gli esiti delle operazioni effettuate dai sistemi di garanzia **della liquidazione, dalle controparti centrali** e dalle controparti dell'insolvente; **qualora accerti la mancata completezza delle operazioni compiute dalle controparti dell'insolvente, il commissario calcola le differenze a credito e a debito utilizzando il prezzo di regolamento di cui alla lettera d);**

**f) nei casi di regolamento per differenziale da parte della controparte centrale, verifica l'oggettiva irreperibilità degli strumenti finanziari e l'adeguatezza del prezzo di regolamento utilizzato;**

**g)** emette i certificati di credito:

1) in favore dei **gestori dei** sistemi di garanzia della liquidazione per un importo pari alle somme impiegate dal sistema stesso per l'intervento, rettificato degli importi a suo debito e credito derivanti **dallo stralcio** ~~dall'annullamento delle disposizioni~~ dei compensi e dall'inefficacia dei contratti di riporto, dedotte le disponibilità liquide e il ricavato della vendita degli strumenti finanziari di cui il sistema abbia acquisito la titolarità a norma delle disposizioni che lo regolano, con l'aggiunta delle spese accessorie sostenute a seguito dell'insolvenza;

2) in favore delle controparti dell'insolvente per un importo pari alle differenze in Euro a loro credito per ciascuna operazione ~~eseguita~~, con l'aggiunta delle spese accessorie sostenute a seguito dell'insolvenza;

**3) in favore delle controparti centrali, per un importo pari alle differenze in Euro a loro credito, dedotti i margini di garanzia e le ulteriori disponibilità di cui all'art. 5, comma 3, lettera j) della disciplina dei sistemi di garanzia versati dall'insolvente, con l'aggiunta delle spese accessorie sostenute a seguito dell'insolvenza, nonché delle somme corrisposte ai gestori dei sistemi di garanzia della liquidazione a copertura delle eventuali perdite di propria competenza;**

**h)** acquisisce le eventuali differenze a credito dell'insolvente, accreditandole in un conto corrente bancario rubricato all'insolvenza.

## **OSSERVAZIONI**

**1.** Con riferimento alla procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato ed in particolare al coordinamento tra questa disciplina e quella propria delle controparti centrali, è stato proposto di introdurre un apposito comma, con il quale: a) specificare quali parti della procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato si applica alle controparti centrali; b) ribadire l'applicabilità alle controparti centrali della disciplina emanata in attuazione della disciplina dei sistemi di garanzia. La formulazione proposta del predetto comma è la seguente:

"La procedura di liquidazione dell'insolvenza si applica alle operazioni garantite da sistemi di garanzia basati su controparte centrale limitatamente alle fasi di cui al comma 3, lettere e), f), g). Le controparti centrali agiscono in conformità con quanto previsto dalla relativa disciplina."

Altre osservazioni hanno riguardato aspetti specifici della procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato. E' stato rilevato come non sia chiaro se il comma 3, lettera d) - indicazione, da parte del commissario, dei termini e delle modalità per la riesecuzione delle operazioni - si applichi anche alle controparti centrali.

E' stato altresì rilevato che il comma 2, lettera a) - esclusione dai sistemi RRG delle operazioni non definitive - nulla dica riguardo alle operazioni definitive presenti in tali sistemi, quali sono quelle garantite dalle controparti centrali.

**2.** Con riferimento al comma 2 lettera a), è stato in primo luogo osservato che le operazioni acquisite dai servizi di liquidazione sono per definizione "definitive" e quindi non vale la pena di esplicitare tale requisito.

In secondo luogo, è stato proposto di esplicitare il concetto di operazioni "non regolabili" riferendolo alla mancanza dei titoli o del contante.

**3.** Con riferimento al comma 3 lettere a), d) e g), è stata da più parti rilevata l'opportunità di chiarire i compiti del commissario, relativamente alle responsabilità ad esso attribuite all'articolo 17, comma 3, lettera a), ossia quella di verificare la correttezza e la completezza dei dati e dei documenti acquisiti al fine della liquidazione dell'insolvenza di mercato. In particolare, andrebbe chiarito se il commissario debba spingersi fino a verificare la validità delle operazioni originarie stipulate dall'insolvente.

Riguardo alla lettera d), è stato osservato che sarebbe più appropriato riferirsi all'ammontare o al controvalore degli strumenti finanziari non compensati, invece che alla "complessità delle singole posizioni nette".

E' stata altresì rilevata la necessità di rendere più precise le previsioni relative all'emissione dei certificati di credito. In primo luogo, per ciò che concerne i gestori dei sistemi di garanzia della liquidazione, esplicitando che l'importo dei certificati di credito è commisurato alle somme impiegate per l'intervento, dedotto quanto eventualmente ripianato dalle controparti centrali ai sensi del provvedimento di coordinamenti tra sistemi di garanzia. In secondo luogo, per ciò che concerne l'emissione dei certificati di credito nei confronti degli aderenti generali.

## **CONSIDERAZIONI**

**1.** Con riferimento alle osservazioni formulate al punto 1, stante l'obiettivo complessità della procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato, in particolare per quanto disciplinato nel comma 3, si ritiene utile, come proposto, introdurre un apposito comma che espliciti quali fasi si applichino anche alle controparti centrali.

A tal proposito, i soggetti consultati hanno individuato le seguenti fasi: (i) accertamento della correttezza, della completezza e degli esiti delle operazioni effettuate dai sistemi di garanzia della liquidazione, dalle controparti centrali e dalle controparti dell'insolvente (comma 3, lettera e); (ii) verifica, da parte del commissario, delle operazioni di regolamento per differenziale eseguite dalle controparti centrali (comma 3, lettera f); (iii) emissione, da parte delle controparti centrali, dei certificati di credito nei confronti, tra gli altri, delle controparti centrali (comma 3, lettera g).

Alle fasi individuate dai soggetti consultati si ritiene utile aggiungere le fasi di cui al comma 3, lettere a) e h). La prima (comma 3, lettera a) attiene all'acquisizione, da parte del commissario, dei dati e dei documenti necessari alla liquidazione dell'insolvenza di mercato presso, tra gli altri, i gestori dei servizi di mercato, tra i quali sono incluse le controparti centrali.

Si ritiene che tale fase di acquisizione delle informazioni sia, da una parte, compatibile con la disciplina propria delle controparti centrali, dall'altra, necessaria all'attività complessiva del commissario, in particolare per quanto concerne l'attività di controllo che il commissario è chiamato a svolgere su tutte le operazioni effettuate in conseguenza del sorgere dell'insolvenza.

La seconda (comma 3, lettera h) riguarda le differenze a debito della controparte centrale, e quindi a credito dell'insolvente, che debbono pure essere accreditate all'insolvenza. Le differenze a debito della controparte centrale sono implicitamente definite nel comma 3, lettera g), numero 3) - relativo all'emissione dei certificati di credito nei confronti delle controparti centrali - come le eccedenze dei margini di garanzia e delle ulteriori disponibilità rispetto alle perdite subite e alle spese accessorie sostenute a seguito dell'insolvenza.

Rimane comunque confermata la non applicabilità, alle operazioni garantite dalle controparti centrali, delle fasi per le quali nel processo di consultazione sono stati avanzati dubbi, ossia il comma 3, lettera d) - indicazione, da parte del commissario, dei termini e delle modalità per la riesecuzione delle operazioni - ed il comma 2, lettera a) - esclusione dai sistemi RRG delle operazioni non definitive.

Per quanto concerne la necessità di ribadire l'applicabilità alle controparti centrali della disciplina dei sistemi di garanzia, non si condividono le preoccupazioni degli operatori. L'articolo 16, comma 1, lettera c) assoggetta le controparti centrali all'obbligo di comunicazione alla Consob dell'inadempimento di un aderente; allo stesso tempo le controparti centrali sono obbligate ad indicare i "provvedimenti... adottati in conformità con quanto previsto dalla disciplina dei sistemi di garanzia". L'adozione di tali provvedimenti, dunque, prescinde dalla dichiarazione, da parte della Consob, dell'insolvenza di mercato. L'articolo 16, comma 1, lettera c) è esplicitamente richiamato all'inizio del comma 3 ("Fermo restando quanto previsto dall'articolo 16, comma 1, lettera c...").

Ciò posto nell'ambito della procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato, è stato inserito tra i commi 1 e 2, un nuovo comma:

**"2. La procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato si applica alle operazioni garantite da sistemi di garanzia basati su controparte centrale limitatamente alle fasi di cui al comma 4 lettere a), e), f), g) e h)".**

(...)

2. Le osservazioni formulate al punto 2 sono condivisibili. Ciò posto, è stata adottata la seguente versione del comma 2 che, per effetto dell'inserimento di un nuovo comma 2, diviene comma 3:

**"3. In seguito alla dichiarazione dell'insolvenza di mercato ed in attesa delle disposizioni del commissario:**

**a) i gestori dei servizi di liquidazione escludono, secondo le regole di funzionamento dei servizi medesimi, le operazioni non regolabili per mancanza del contante o degli strumenti finanziari immesse dall'insolvente;"**

(...)

3. Riguardo alle osservazioni formulate al punto 3, si coglie l'occasione per precisare che per quanto riguarda il ruolo di verifica attribuito al commissario, esso debba limitarsi a verificare la completezza e la correttezza dei dati e dei documenti "necessari alla liquidazione dell'insolvenza", senza spingersi fino a verificare la validità delle operazioni originarie stipulate dall'insolvente. La verifica della validità delle operazioni originarie stipulate dall'insolvente, infatti, non rientra nella procedura di liquidazione dell'insolvenza.

Non possono sorgere dubbi in merito al significato da attribuire al termine "completezza". Relativamente al termine "correttezza", esso va inteso nel senso di correttezza dei dati e dei documenti rispetto alle operazioni stipulate dall'insolvente, quali risultano dai sistemi di post-trading.

Alla luce della suddetta interpretazione non si ritiene necessario apportare modifiche all'articolo 17, comma 3, lettera a).

Si ritengono condivisibili le osservazioni formulate sempre al punto 3 relative alla formula "complessità delle singole posizioni nette".



Con riferimento all'emissione dei certificati di credito giova osservare quanto segue. La previsione relativa ai gestori dei sistemi di liquidazione già tiene conto delle osservazioni formulate dagli operatori. Infatti, l'articolato già prevede che siano "dedotte le disponibilità liquide...di cui il sistema abbia acquisito la titolarità a norma delle disposizioni che lo regolano". Il Provvedimento 16 maggio 2003 di coordinamento tra sistemi di garanzia, emanato dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, prevede che le controparti centrali corrispondano al gestore del sistema di garanzia della liquidazione le somme che avrebbero dovuto impiegare per il regolamento dei contratti da esse garantiti; conseguentemente, tale deduzione dall'importo dei certificati di credito spettante ai gestori dei sistemi di garanzia della liquidazione risulta già prevista nella relativa previsione del Regolamento Mercati (art. 17, comma 3, lettera g, n. 1).

Per ciò che concerne, invece, gli aderenti generali, allo stato non si prevede l'emissione dei certificati di credito a loro favore.

Ciò posto, è stata adottata la seguente versione del comma 3 che, per effetto dell'inserimento di un nuovo comma 2, diviene comma 4:

(...)

" **4.** Fermo restando quanto previsto dall'articolo 16, comma 1, lettera c), il commissario nominato ai sensi dell'articolo 72, comma 3, del Testo Unico procede alla liquidazione dell'insolvenza di mercato con le seguenti modalità:

a) acquisisce i dati e i documenti necessari alla liquidazione dell'insolvenza presso l'insolvente, il suo eventuale liquidatore, le sue controparti e i gestori dei servizi di mercato , **verificandone la correttezza e la completezza;**

...

**d) sentite le società di gestione del mercato, indica, in funzione del controvalore delle singole posizioni nette in strumenti finanziari di cui alla lettera c), numero 2), i termini e le modalità nel rispetto dei quali le controparti dell'insolvente debbono effettuare sui mercati regolamentati gli acquisti e le vendite degli strumenti finanziari non compensati, che avrebbero dovuto ricevere o consegnare all'insolvente; entro la scadenza dei suddetti termini, le controparti dell'insolvente possono altresì optare, anche parzialmente, per una liquidazione per differenziale sulla base di un prezzo di regolamento calcolato come media ponderata dei prezzi delle transazioni concluse sui mercati regolamentati ovvero, a discrezione del commissario, dei prezzi ufficiali rilevati dalle società di gestione degli stessi mercati, il giorno di scadenza dei medesimi termini;**

(...)

g) emette i certificati di credito:

1) in favore dei **gestori dei** sistemi di garanzia della liquidazione per un importo pari alle somme impiegate dal sistema stesso per l'intervento, rettificato degli importi a suo debito e credito derivanti **dallo stralcio** dei compensi e dall'inefficacia dei contratti di riporto, dedotte le disponibilità liquide e il ricavato della vendita degli strumenti finanziari di cui il sistema abbia acquisito la titolarità a norma delle disposizioni che lo regolano, con l'aggiunta delle spese accessorie sostenute a seguito dell'insolvenza;

2) in favore delle controparti dell'insolvente per un importo pari alle differenze in Euro a loro credito per ciascuna **posizione netta**, con l'aggiunta delle spese accessorie sostenute a seguito dell'insolvenza;

**3) in favore delle controparti centrali, per un importo pari alle differenze in Euro a loro credito, dedotti i margini di garanzia e le ulteriori disponibilità di cui all'art. 5, comma 3, lettera j) della disciplina dei sistemi di garanzia versati dall'insolvente, con l'aggiunta delle spese accessorie sostenute a seguito dell'insolvenza, nonché delle somme corrisposte ai gestori dei sistemi di garanzia della liquidazione a copertura delle eventuali perdite di propria competenza;"**

(...)

---

note:

1. I sistemi di RRG attualmente "riconoscono" i blocchi negoziati a prezzi superiori a quello massimo maggiorato del 10% e quelli negoziati a prezzi inferiori a quello minimo meno il 10%.