

## LA GESTIONE DI PORTAFOGLIO PRESSO LA BCE

La BCE detiene e gestisce tre tipi di portafogli: il portafoglio di riserve ufficiali, il portafoglio dei fondi propri e i portafogli corrispondenti al fondo pensione. Questo articolo descrive l'approccio seguito nella loro gestione e fornisce informazioni su tale attività, delineandone brevemente i principali aspetti operativi, informatici e giuridici.

### I DESCRIZIONE GENERALE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO PER LA GESTIONE DEI PORTAFOGLI

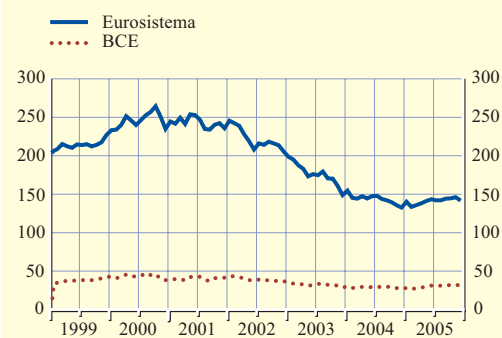
La BCE detiene attualmente tre tipi di portafogli. Il primo e maggiore comprende le riserve ufficiali della BCE, che a fine 2005 avevano un valore di mercato equivalente a circa 41 miliardi di euro, di cui circa 31 miliardi rappresentati da valute estere (dollaro statunitense e yen giapponese) e 10 miliardi di circa da oro e diritti speciali di prelievo (DSP). Le riserve ufficiali della BCE, insieme a quelle delle banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro, compongono le riserve ufficiali dell'Eurosistema. A fine 2005 queste ammontavano a circa 320 miliardi di euro, di cui 142 miliardi di attività in valuta e 178 di oro, DSP e posizioni di riserva presso l'FMI. Principalmente per effetto delle scelte di portafoglio delle BCN, al netto delle variazioni del cambio, le riserve ufficiali dell'Eurosistema sono costantemente diminuite fra il 1999 e il 2005. Nello stesso periodo, per contro, senza tener conto degli effetti *una tantum* degli interventi sul mercato dei cambi nel settembre e nel novembre 2000, le riserve ufficiali della BCE sono rimaste approssimativamente stabili, con variazioni dovute principalmente alle oscillazioni dei tassi di cambio e ai rendimenti di portafoglio cumulati (cfr. figura 1).

Scopo del portafoglio di riserve ufficiali della BCE è quello di garantire che, ogniqualvolta necessario, l'Eurosistema disponga di un ammontare di risorse liquide sufficiente per effettuare operazioni sul mercato dei cambi in valute diverse da quelle dell'UE, come nel caso degli interventi messi in atto nel settembre e novembre 2000<sup>1)</sup>. Va tuttavia notato che la capacità di intervento della BCE sul mercato dei cambi non è limitata alle sue riserve ufficiali, dal momento che:

- le BCN si sono impegnate a fornire alla BCE un ammontare addizionale di riserve ufficiali in caso di necessità;

Figura 1 Riserve in valuta della BCE e dell'Eurosistema

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: riserve ufficiali in valuta esclusi oro, DSP e posizioni di riserva presso l'FMI; valori di mercato.

- la BCE potrebbe finanziare gli interventi senza ricorrere alle riserve ufficiali, ad esempio attraverso swap di valuta con controparti di mercato o con le banche centrali del caso;
- le operazioni in riserve in valute dell'UE, compresi gli interventi collegati ai Nuovi accordi europei di cambio (AEC II), possono essere finanziate all'interno del SEBC<sup>2)</sup>.

La distribuzione delle attività fra il dollaro USA e lo yen giapponese riflette sia le esigenze stimate per gli interventi sul mercato sia l'ottimizzazione del profilo di rischio. A inizio 1999 il rapporto fra attività in dollari e in yen era di 90/10, mentre a fine 2005, in seguito alle oscillazioni sul mercato dei cambi e ad alcune

1) Ulteriori informazioni sulle operazioni dell'Eurosistema sul mercato dei cambi sono disponibili su Internet all'indirizzo seguente: <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/foreign-exchange.en.html>.

2) Il SEBC è formato dalla BCE e dalle BCN di tutti i 25 Stati membri dell'UE.

operazioni di ribilanciamento, esso era di circa 85/15 (cfr. figura 2).

Il secondo portafoglio è quello dei fondi propri, costituito dalla quota di capitale versata e investita e dal fondo di riserva generale della BCE. A fine 2005 esso ammontava a 6,4 miliardi di euro circa. Il portafoglio di fondi propri è finalizzato a fornire alla BCE un margine di riserva per far fronte a eventuali perdite. Esso è investito in attività denominate in euro.

Il terzo portafoglio, di gran lunga il più esiguo, è quello del fondo pensione della BCE, in cui

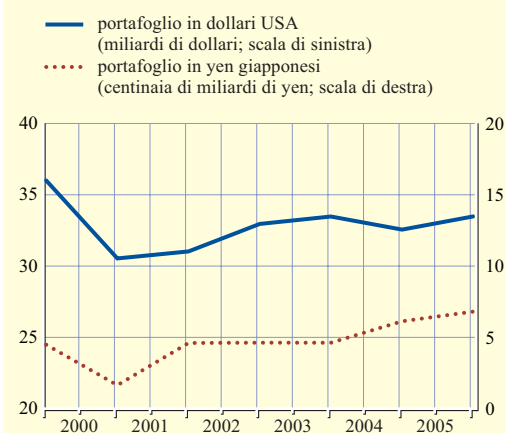
sono investite le risorse del suo piano pensionistico. A fine 2005 tale fondo ammontava a 161 milioni di euro, 20 dei quali sono i contributi complessivamente versati dalla BCE e dal suo personale nel 2005. Le attività del fondo sono di proprietà diretta della BCE ma vengono destinate al piano pensionistico; i proventi finanziari degli investimenti del portafoglio sono trattenuti all'interno del fondo stesso.

I tre portafogli differiscono notevolmente non solo per le loro dimensioni, ma anche per composizione, finalità, obiettivi e gestione. Tuttavia, per tutti e tre la BCE si ispira ad alcuni principi e regole generali di gestione:

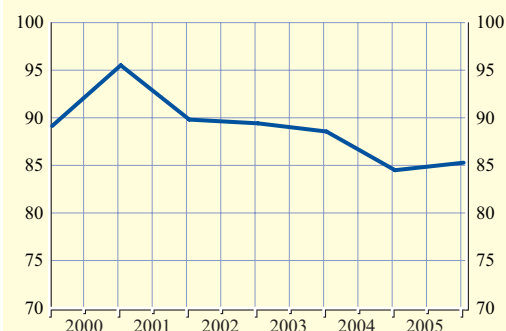
- innanzitutto, la BCE applica un principio di “*market neutrality*”: essa cerca cioè nella sua attività di gestione di non causare distorsioni nei prezzi di mercato. In pratica, ciò significa che le attività di gestione dei portafogli della BCE sono condotte solo in mercati sufficientemente spessi e liquidi da assicurare che le relative transazioni siano assorbite agevolmente ai prezzi determinati dal mercato;
- secondariamente, la BCE applica i principi di comportamento indicati nel suo *Codice di condotta* e nelle *Regole in materia di condotta professionale e segreto d'ufficio*, documenti che definiscono le linee di indirizzo in materia di etica professionale per l'intera compagine del personale della BCE. In quest'ambito, le regole in materia di *insider trading*, tese a evitare che le persone coinvolte nella gestione dei portafogli utilizzino informazioni privilegiate per attività di investimento private, hanno naturalmente una particolare rilevanza<sup>3)</sup>;
- infine, la BCE osserva una netta separazione fra la gestione dei portafogli e le altre attività: un concetto di “*Chinese Wall*”, cui si conforma la struttura organizzativa della

**Figura 2** Composizione delle riserve in valuta della BCE

**a) Ammontare dei portafogli in dollari USA e yen giapponesi**  
(valori di mercato)



**b) Percentuale delle riserve in valuta della BCE investite in dollari USA**  
(valori di mercato convertiti in euro)



Fonte: BCE.

Nota: ammontare dei portafogli dato da riserve ufficiali in valuta, depositi in valuta verso residenti, al netto dei previsti deflussi di valuta connessi a operazioni *repo* e *forward*.

3) Ulteriori informazioni sul governo societario della BCE sono disponibili su Internet al seguente indirizzo: <http://www.ecb.int/ecb/orga/governance/html/index.en.html>.

BCE, assicura che le persone coinvolte nelle attività di gestione dei portafogli non ricevano informazioni privilegiate di alcun tipo da altri settori della BCE; l'idea sottostante essendo quella di prevenire eventuali conflitti di interessi fra l'attività di investimento e la politica monetaria e del cambio della BCE.

## 2 ASPETTI ORGANIZZATIVI

La BCE ha organizzato le attività di gestione dei suoi vari portafogli (riserve ufficiali, fondi propri e fondo pensione) in modo differenziato, considerando i diversi obiettivi assegnati a ciascuno di essi.

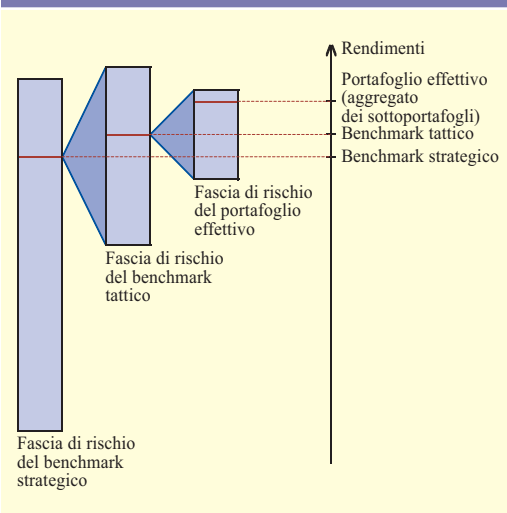
Per quanto riguarda le riserve ufficiali della BCE, l'obiettivo della gestione è quello di massimizzare i rendimenti attraverso un'amministrazione prudente, soggetta ai requisiti stringenti di sicurezza e liquidità che discendono dalla finalità del portafoglio stesso. Le linee guida di investimento e i relativi *benchmark* sono definiti in seno alla BCE utilizzando metodi elaborati internamente (cfr. sezioni 3 e 4 rispettivamente).

Mentre alcune funzioni, come quelle di gestione dei rischi e di contabilità, sono accentrate presso la BCE, gran parte delle funzioni di *front* e *back office* vengono svolte in maniera decentrata attraverso l'Eurosistema.

Per riflettere questo approccio decentrato sono stati definiti due mandati di gestione delle riserve valutarie della BCE <sup>4)</sup>:

- il primo mandato prevede che venga superato il rendimento dei relativi *benchmark* strategici (uno in dollari USA e l'altro in yen giapponesi), nel rispetto di specifiche linee guida di investimento, nonché evitando di cambiare frequentemente le posizioni (di norma queste ultime sono riconsiderate ed eventualmente modificate soltanto una volta al mese). Questo mandato è stato affidato al Comitato per gli investimenti della BCE, che riferisce al Comitato esecutivo. I risulta-

Figura 3 Struttura di gestione del portafoglio di riserve in valuta della BCE



ti delle posizioni proposte dal Comitato per gli investimenti e approvate dal Comitato esecutivo costituiscono i *benchmark* tattici (uno in dollari e l'altro in yen) per le riserve valutarie della BCE;

- il secondo mandato prevede il superamento del rendimento dei *benchmark* tattici; esso contempla altresì il regolamento delle transazioni di mercato connesse alle riserve valutarie della BCE, conformemente a specifiche linee guida di investimento. Ne risultano la struttura di gestione del portafoglio e l'attribuzione dei compiti delineate nella figura 3 e nella tavola 1.

Sino a fine 2005 il secondo mandato era affidato nei medesimi termini a ciascuna BCN. Dal 1°

4) In questo contesto il termine "mandato" si riferisce all'assegnazione delle responsabilità di gestione di un portafoglio a un'unità operativa o a un fornitore esterno. Il mandato esplicita il portafoglio di riferimento (*benchmark*) rispetto al quale saranno valutati i risultati della gestione, nonché l'obiettivo della gestione stessa e le linee guida di investimento pertinenti, quali la lista di strumenti idonei e una serie di limiti di rischio.

**Tavola 1** Attribuzione dei compiti di gestione del portafoglio di riserve in valuta

(\* = piena responsabilità del compito; o = responsabilità parziale nel contribuire al compito)

Attività	BCE	BCN
Decisioni di investimento	•	•
Esecuzione		•
Regolamento	Invio degli "eseguiti" e riscontro	•
	Istruzioni ai depositari e ai corrispondenti	•
Riconciliazione	Saldi dei sottoconti del sistema di gestione del portafoglio	•
	Saldi dei sottoconti di contabilità	•
Rilevazione contabile	•	
Registrazione ordini e sistema di gestione del rischio	•	o
Gestione del rischio (ad es. attribuzione del rendimento, limiti, selezione dei paesi/controparti/emittenti)	•	
Quadro di riferimento per la gestione delle riserve valutarie	•	(Comitato SEBC)

Fonte: BCE.

gennaio 2006 le BCN dell'area dell'euro hanno tuttavia la facoltà di rinunciare ai mandati di gestione delle riserve valutarie della BCE. Le BCN che esercitano tale facoltà non prendono parte alle attività operative connesse con la gestione delle riserve della BCE, ma continuano a essere coinvolte nelle attività strategiche, quali quelle concernenti i *benchmark* e le linee guida di investimento. Le BCN che invece accettano l'incarico di gestione delle riserve valutarie della BCE ricevono un mandato corrispondente a un sottoportafoglio in dollari USA o in yen giapponesi. Alla Deutsche Bundesbank e alla Banque de France sono affidati entrambi i mandati. L'attribuzione dei mandati sarà riveduta di regola ogni tre anni oppure in caso di specifica necessità. Rispetto all'assetto adottato sino a fine 2005, il nuovo quadro di riferimento dovrebbe apportare guadagni in termini di efficienza. L'attribuzione iniziale dei mandati di gestione è riportata qui a fianco (cfr. tavola 2). Essa ricalca approssimativamente lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE, ossia le quote delle varie BCN nel capitale versato della BCE<sup>5)</sup>.

Per quanto concerne i fondi propri della BCE, l'obiettivo della gestione è di generare nel lungo periodo rendimenti superiori alla media del tasso di rifinanziamento principale della BCE. Le linee guida di investimento e il *benchmark* sono specificati in modo da conseguire tale obiettivo. La Divisione Investimenti della BCE

**Tavola 2** Attribuzione dei sottoportafogli delle riserve in valuta della BCE

(al 31 gennaio 2006)

Portafoglio in dollari USA (milioni di USD)		Portafoglio in yen giapponesi (centinaia di milioni di yen)	
BE	1.398	DE	628
DE	11.039	FR	442
GR	1.040	NL	2.510
ES	4.262	AT	1.307
FR	7.765	PT	1.109
IE	505	FI	810
IT	7.153		
LU	121		

Fonte: BCE.

ha ricevuto il mandato di superare il rendimento del *benchmark* per il portafoglio di fondi propri, nell'osservanza di specifiche linee guida di investimento.

Quanto al fondo pensione della BCE, l'obiettivo della gestione è quello di massimizzare il valore delle attività del fondo, minimizzando nel contempo il rischio che le passività del piano pensionistico eccedano le sue attività. La gestione dell'intero portafoglio del fondo pensione è attualmente affidata a un gestore esterno selezionato dalla BCE.

5) Ulteriori informazioni sul capitale versato della BCE sono disponibili su Internet all'indirizzo seguente: <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.en.html>.

### 3 LINEE GUIDA DI INVESTIMENTO

Le linee guida di investimento traducono gli obiettivi generali della gestione dei portafogli in principi e regole specifici, che comprendono requisiti di idoneità degli emittenti e delle controparti, così come uno schema per la gestione

dei rischi di mercato e di credito. Vi sono differenze significative tra il fondo pensione e gli altri due tipi di portafogli per quanto riguarda le linee guida di investimento. Nel riquadro 1 sono presentate anche le informazioni relative al fondo pensione, mentre la trattazione che segue si riferisce unicamente agli altri due portafogli.

#### Riquadro 1

#### ASPETTI GIURIDICI DELLA GESTIONE DEI PORTAFOGLI DELLA BCE

Questo riquadro delinea i principali aspetti giuridici della gestione dei portafogli della BCE relativamente alle riserve ufficiali, ai fondi propri e al fondo pensione della BCE, nonché il quadro di riferimento recentemente predisposto per la prestazione a terzi di servizi di gestione di riserve in euro da parte dell'Eurosistema.

##### Gestione delle riserve ufficiali

Per documentare le operazioni aventi a oggetto le attività di riserva ufficiale la BCE utilizza:

- il *FBE Master Agreement for Financial Transaction*, edizione 2004, (*European Master Agreement* o “EMA”) con le controparti costituite in base alle leggi di 15 giurisdizioni dell'UE e della Svizzera per: a) le operazioni di riporto (*repo*) e di pronti contro termine (*buy/sell back*) e b) le operazioni *over the counter* in derivati e sul mercato dei cambi;
- il *Master Repurchase Agreement* della Bond Market Association (“TBMA”), versione 1996, per le operazioni di riporto (*repo*) e di pronti contro termine (*buy/sell back*) con controparti costituite in base alle leggi federali o dei singoli Stati degli Stati Uniti;
- il *TBMA ISMA Global Master Repurchase Agreement*, versione 2000, per le operazioni di riporto (*repo*) e di pronti contro termine (*buy/sell back*) con controparti costituite in base alle leggi di giurisdizioni terze rispetto a UE, Svizzera e Stati Uniti;
- il *Master Agreement* (multivaluta e multigiurisdizione) dell'International Swaps and Derivatives Association (“ISDA”), versione 1992, per le operazioni *over the counter* in derivati e sul mercato dei cambi con tutte le controparti, eccetto quelle costituite in base alle leggi di 15 giurisdizioni dell'UE e della Svizzera;
- l'*ECB Master Netting Agreement* per documentare le operazioni con tutte le controparti, eccetto quelle con cui la BCE ha firmato un EMA e che sono costituite in base alle leggi di 14 giurisdizioni dell'UE o della Svizzera.

##### Gestione dei fondi propri

Per documentare le operazioni concernenti i fondi propri, la BCE ricorre all'EMA e al proprio *Master Netting Agreement*. La cornice contrattuale della BCE per le operazioni di prestito titoli relative al portafoglio di fondi propri mira a conseguire gli obiettivi seguenti:

- minimizzare i rischi relativi al prestito del portafoglio;
- facilitare l'attività di prestito titoli;
- garantire la riservatezza della composizione del portafoglio della BCE.

A tal fine, l'accordo per il prestito titoli e i connessi servizi di agenzia assicura, fra l'altro, che la BCE sia indennizzata a fronte di perdite che possono originarsi durante le operazioni, sia di raccolta che di impiego, previste nel quadro del programma di prestito titoli. Un altro aspetto di rilievo di tale schema è la presenza di un rapporto contrattuale con un soggetto insediato nell'area dell'euro, che svolge attività di prestito titoli sia in proprio che come agente della BCE, la quale beneficia nel contempo della garanzia di indennizzo offerta dalla casa madre di tale soggetto. Allo scopo di garantire che la composizione del portafoglio della BCE sia mantenuta confidenziale, la BCE richiede che gli agenti di prestito titoli e le varie controparti idonee sottoscrivano fra loro accordi di riservatezza. Sono attualmente al vaglio disposizioni simili per le attività in dollari USA del portafoglio delle riserve ufficiali.

### Gestione del fondo pensione

Il fondo pensione è investito in obbligazioni, azioni e strumenti del mercato monetario. La BCE opera in qualità di rappresentante del fondo pensione nei rapporti con i fornitori di servizi strumentali alla gestione. Fino a poco tempo addietro, sussisteva un contratto con un unico soggetto che svolgeva sia la funzione di gestore degli investimenti, sia quella di depositario (*custodian*). In seguito le due funzioni sono state separate e affidate a due soggetti distinti mediante specifici contratti.

Per il fondo pensione della BCE sono utilizzati i contratti standard del settore, opportunamente adattati alle esigenze specifiche del caso. I profili di responsabilità sono ovviamente di primaria importanza per i contratti di questo tipo. Inoltre, è stato necessario garantire il vaglio della BCE sul sistema di gestione accentrata e sugli strumenti finanziari utilizzati. A causa della separazione fra depositario e gestore, è stato poi necessario definire la ripartizione esatta delle responsabilità fra i due fornitori di servizi. Nel caso del gestore, il contratto doveva contemplare limiti al rischio di mercato, definiti in base al concetto di *tracking error*, che assicurassero risultati dei portafogli in gestione non significativamente distanti da quelli del relativo *benchmark*. Per alcune categorie di attività è stato previsto il ricorso a fondi comuni di investimento amministrati dal gestore stesso. Al fine di soddisfare le esigenze della BCE è stato necessario apportare alcune modifiche alle caratteristiche di tali fondi. Anche il particolare regime fiscale della BCE ha richiesto adattamenti della struttura dei fondi, con appropriati interventi del depositario per gli aspetti tributari e societari. Questa struttura relativamente complessa ha reso altresì necessario identificare e rendere trasparenti tutte le spese di gestione da imputare direttamente alla BCE.

### REQUISITI DI IDONEITÀ DEGLI EMITTENTI E DELLE CONTROPARTI

Le riserve valutarie e i fondi propri della BCE sono investiti in strumenti a reddito fisso, ossia in strumenti di mercato monetario, buoni del Tesoro, obbligazioni e relativi strumenti derivati.

Nella selezione degli emittenti idonei per l'investimento delle riserve valutarie la principale considerazione è quella di assicurare che le riserve siano investite coerentemente con i loro obiettivi

operativi principali, ossia sicurezza e liquidità. In particolare, sono considerati idonei gli emittenti seguenti: le amministrazioni centrali di Stati Uniti, Giappone e Canada; alcune agenzie con elevato merito di credito e organizzazioni internazionali o sovranazionali in cui i paesi membri dell'UE non sono azionisti di maggioranza; la BRI.

Gli emittenti idonei per i fondi propri della BCE sono raggruppati in tre categorie: enti governativi, enti non governativi ed emittenti di *covered bond*. Fra i primi figurano in partico-

lare gli Stati membri dell'UE e le amministrazioni regionali, a condizione che il loro *rating* sia superiore a una certa soglia. Gli emittenti non governativi comprendono invece alcune agenzie e società con elevato merito di credito e la BRI. Inoltre, i titoli di queste due categorie sono utilizzati nella gestione dei fondi propri della BCE solo se trattati in mercati spessi e liquidi, ossia in mercati in cui le transazioni della BCE possono essere assorbite senza provocare effetti indesiderati sui prezzi. Gli enti non governativi sono inoltre soggetti a una soglia minima di *rating* e ad altri criteri, come quello di un patrimonio netto di certe dimensioni.

Le controparti per le operazioni di gestione delle riserve ufficiali e dei fondi propri della BCE sono selezionate sulla base di criteri di prudenza ed efficienza operativa. Esse devono: (i) essere sottoposte alla supervisione di un'autorità di vigilanza riconosciuta; (ii) essere costituite in uno dei paesi idonei; (iii) soddisfare requisiti minimi definiti dalla BCE in materia di merito di credito; e (iv) essere singolarmente approvate dalla BCE. I criteri minimi in materia di merito di credito delle controparti sono differenziati a seconda del rischio di credito connesso con i diversi strumenti, risultando più elevati per le transazioni che danno luogo a un'esposizione diretta al rischio, come i depositi non garantiti, rispetto a quelle consegna-contro-pagamento (*delivery-versus-payment*, DVP). Nel caso dei fondi propri, le operazioni di deposito non garantito sono consentite unicamente nei confronti della BRI. Per le controparti prive di *rating* viene richiesta come condizione di idoneità una garanzia formale scritta della società controllante, che deve disporre di un *rating* adeguato. Al momento la valutazione minima richiesta per le controparti alle transazioni non garantite è A (ossia il secondo livello più elevato di *rating* assegnato da varie agenzie internazionali specializzate).

La tavola 3 presenta una sintesi del numero di controparti, emittenti e paesi idonei per le operazioni di gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE.

**Tavola 3 Numero di controparti, emittenti e paesi idonei**

(al 31 gennaio 2006)

	Riserve valutarie	Fondi propri
Controparti totali	119 <sup>1)</sup>	26 <sup>2)</sup>
di cui: per transazioni DVP	81	26
di cui: per depositi	45	1 (BRI)
Emittenti del settore privato	1	52
Emittenti del settore pubblico	8	35
Paesi	21	26

Fonte: BCE.

1) Per le riserve valutarie, 53 controparti sono idonee per depositi e transazioni DVP.

2) Per i fondi propri, la BRI è idonea per depositi e transazioni DVP.

Va inoltre ricordato che le transazioni effettuate nel contesto della gestione dei portafogli della BCE sono sottoposte a un altro vincolo, ovvero al divieto di finanziamento monetario contenuto nel Trattato dell'UE e nel connesso Regolamento del Consiglio <sup>6)</sup>. In particolare, sono strettamente proibiti gli acquisti sul mercato primario di strumenti di debito emessi dagli Stati membri o da istituzioni o enti della Comunità Europea, mentre tali acquisti sul mercato secondario, sebbene permessi, non devono essere utilizzati per eludere il divieto. Per questo motivo, gli acquisti sul mercato secondario di strumenti di debito emessi dagli Stati membri sono soggetti a soglie di monitoraggio. Tuttavia, nel caso specifico del portafoglio delle riserve valutarie sussiste un'esenzione che consente alla BCE di acquistare sul mercato primario strumenti di debito emessi dagli Stati membri non partecipanti, purché tali acquisti siano effettuati unicamente ai fini della gestione delle riserve valutarie <sup>7)</sup>.

6) A tale divieto fa riferimento l'articolo 101 del Trattato, cui si ricollega il Regolamento del Consiglio (CE) n. 3603/93 del 13 dicembre 1993.

7) Questa esenzione specifica è menzionata nell'articolo 2 del Regolamento del Consiglio (CE) n. 3603/93. Come già accennato, la BCE non si avvale di tale esenzione, avendo deciso di escludere dalla lista degli emittenti idonei per la gestione delle sue riserve valutarie gli Stati membri dell'UE e le organizzazioni internazionali o sovranazionali nelle quali gli Stati membri sono azionisti di maggioranza.

## GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO

Le prime restrizioni all'investimento delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE imposte da considerazioni legate al rischio di credito sono i criteri di idoneità delle controparti e degli emittenti descritti nella sezione precedente, ma la gestione del rischio di credito rende necessari strumenti più puntuali, ossia limiti volti ad assicurare che vengano evitate un'assunzione e una concentrazione di rischio eccessive. Le varie categorie di limiti applicati e monitorati all'interno del sistema di gestione del rischio di credito della BCE sono le seguenti:

- *limiti di rischio paese.* L'esposizione al rischio paese risulta dalle posizioni verso emittenti e controparti, allorché viene considerata la loro giurisdizione di appartenenza o di insediamento. I limiti applicati ai singoli paesi dipendono dalla rilevanza che questi ultimi hanno per le attività di investimento della BCE, dal loro merito di credito e dalle loro dimensioni in termini di PIL.
- *limiti di rischio emittente.* Si riferiscono alla esposizione derivante dall'investimento in titoli di emittenti o gruppi di emittenti. I limiti applicati ai singoli emittenti dipendono dalla loro rilevanza, dal loro merito di credito e dalle dimensioni delle loro emissioni in essere.
- *limiti di rischio di controparte.* Sono applicabili, nella gestione delle riserve valutarie, sottolimiti specifici per il rischio di controparte collegato con depositi non garantiti. Tali limiti sono determinati in funzione del merito di credito della controparte (o del suo garante) e del suo patrimonio. Si applica inoltre un tetto massimo alle esposizioni verso ogni singola controparte.
- *limiti di esposizione nei confronti delle controparti.* Si applicano alla esposizione derivante da transazioni che non siano regolate in base a un meccanismo DVP. Essi non concernono pertanto le operazioni riguardanti i fondi propri della BCE, che vengono tutte regolate su base DVP.

Nel caso delle riserve valutarie della BCE, i limiti complessivi sono assegnati alle BCN che curano la gestione dei sottoportafogli in modo decentralizzato, in base a un criterio di distribuzione che riflette le dimensioni dei vari portafogli.

## GESTIONE DEL RISCHIO DI MERCATO

Il rischio di mercato dei portafogli di riserve valutarie e fondi propri della BCE viene contenuto grazie a un sistema a più livelli basato su *benchmark* e fasce di deviazione da questi *benchmark* per le attività di gestione dei portafogli. Essenzialmente, il rischio di mercato complessivo è gestito garantendo che i singoli portafogli di investimento possano non subire perdite con determinati intervalli di confidenza prudenziali.

L'esposizione al rischio di mercato che comporta l'attività di gestione dei portafogli e il rispetto delle norme per la gestione dei rischi connessi sono controllati quotidianamente per mezzo dei sistemi informatici descritti nel riquadro 2. L'esposizione al rischio di mercato è misurata da vari indicatori, fra cui misure di *Value at Risk* (VaR) degli investimenti espresse in moneta locale e in euro, di *duration* modificata, misure di scostamento dai *benchmark* (*tracking error*) e di esposizione per specifiche classi di strumento finanziario<sup>8)</sup>. I dati sul VaR sono calcolati sia in termini assoluti, sia relativamente ai corrispondenti *benchmark*.

All'interno di questa cornice, i margini di scostamento rispetto ai *benchmark*, espressi in termini di *duration* modificata e VaR relativo, forniscono una certa flessibilità nella gestione dei portafogli. Mentre i dati sul VaR sono tenuti sotto controllo da vari anni, i limiti di

8) La *duration* modificata è un indicatore dell'esposizione di un portafoglio al rischio di tasso di interesse e corrisponde alla media ponderata della vita residua degli strumenti in portafoglio. Il VaR è una stima della perdita massima potenziale a un dato livello di confidenza (ad esempio, del 95%) su un orizzonte di investimento determinato (ad esempio, un anno). Il *tracking error* è la deviazione standard delle differenze fra i rendimenti del portafoglio e quelli del *benchmark* rilevata a una data frequenza (ad esempio, giornaliera) in un determinato periodo di tempo (ad esempio, tre mesi).



VaR relativo diventeranno vincolanti soltanto quest'anno e quelli di *duration* modificata saranno di conseguenza abbandonati. I limiti di rischio di mercato sono specificati in modo da garantire la possibilità di assumere posizioni e al tempo stesso contenere su livelli prudenziali l'esposizione potenziale al rischio. In passato, gli investimenti sono rimasti in media significativamente all'interno dei margini di scostamento, a dimostrazione dell'atteggiamento cauto dei gestori della BCE e delle BCN

nell'assunzione del rischio. I *benchmark* e i margini di scostamento sono rivisti periodicamente al fine di garantirne la conformità con le preferenze di rischio-rendimento complessive della BCE.

L'andamento del rischio di liquidità sulle riserve valutarie della BCE viene anch'esso controllato quotidianamente al fine di garantire che un ammontare adeguato di attività sia mantenuto in contanti o in titoli altamente liquidi.

## Riquadro 2

### I SISTEMI INFORMATICI PER LA GESTIONE DEI PORTAFOGLI DELLA BCE

Tutte le attività di gestione dei portafogli della BCE, salvo quelle concernenti il fondo pensione, fanno affidamento su un sistema unico e integrato di gestione. Esso garantisce che tutti gli strumenti idonei alle operazioni di gestione delle riserve ufficiali e dei fondi propri della BCE siano trattati e monitorati in conformità con i requisiti della BCE nelle aree di *front*, *middle* e *back office*. Un modulo contabile personalizzato è stato elaborato e integrato al sistema al fine di rispondere alle specifiche esigenze contabili del SEBC.

Il sistema è stato commissionato nel 1997 tramite una gara d'appalto pubblica. Nel corso di un processo accurato di selezione sette sistemi sono stati scelti e valutati sulla base di una serie concordata di requisiti, al fine di individuare quello che più si avvicinava alle esigenze tecniche e funzionali della BCE. Il sistema prescelto è stato messo in atto nel 1998 ed è divenuto operativo il 1° gennaio 1999.

Da allora sono state introdotte varie nuove versioni del sistema per assicurare che questo continui a rispondere alle mutevoli esigenze della BCE, ad esempio incorporando le funzioni o gli strumenti nuovi introdotti in conseguenza di cambiamenti del quadro di riferimento per gli investimenti della BCE.

A partire dal 1997 varie BCN del SEBC hanno deciso di adottare lo stesso sistema per la gestione dei propri portafogli. Il numero crescente di banche centrali utilizzatrici della medesima piattaforma informatica ha offerto opportunità uniche per intraprendere progetti comuni, sfruttare sinergie e meglio gestire i rapporti con il fornitore.

L'architettura tecnica del sistema garantisce che ogni BCN coinvolta nella gestione delle riserve ufficiali della BCE, coerentemente con la configurazione decentrata adottata, sia collegata agli stessi *server* centrali, pur avendo accesso unicamente alle transazioni connesse con i portafogli di investimento e con gli interventi di sua pertinenza. Ciò fa sì che non siano necessarie interfacce o trasferimenti in blocco delle transazioni.

Sebbene il sistema preveda anche funzionalità di *back office*, nell'installazione della BCE sono utilizzate solo quelle di *front* e *middle office*, mentre ciascuna BCN è responsabile del regolamento delle transazioni che intraprende in qualità di agente della BCE tramite il proprio sistema.

La BCE utilizza inoltre vari altri sistemi nelle sue attività di gestione dei portafogli. Fra di essi figurano un sistema di amministrazione del fondo pensione, un sistema per la riconciliazione di contante e titoli, una piattaforma di contrattazione elettronica per le operazioni in titoli e un sistema di analisi del rischio. Attualmente è in corso di elaborazione una base di dati per l'analisi delle serie storiche relative al rischio e alla *performance*.

#### 4 DEFINIZIONE DEI BENCHMARK

Nel caso delle riserve valutarie della BCE la scelta dell'*asset allocation* strategica avviene in due fasi. La prima consiste nel determinare la composizione delle riserve per valuta, e quindi nel calcolare le quote ottimali per il dollaro USA e lo yen giapponese, tenendo conto in primo luogo di esigenze di *policy* e quindi di considerazioni di rischio. La seconda fase è quella di proporre un'*asset allocation* ottimale nell'ambito di ciascuna valuta. Al momento, le preferenze di rischio-rendimento sono specificate separatamente per l'allocazione valutaria e per la gestione dei sottoportafogli in dollari e in yen.

Per quanto riguarda i fondi propri della BCE, il processo di *asset allocation* strategica è simile alla seconda fase sopra descritta, con alcuni parametri diversamente impostati per riflettere il più lungo orizzonte temporale di investimento e i più bassi requisiti di liquidità del portafoglio dei fondi propri.

Data l'importanza della selezione di adeguate *benchmark* di investimento, comprovata da numerosi studi teorici ed empirici, vengono dedicate risorse considerevoli all'elaborazione di metodologie impiegate per la definizione dei *benchmark*. La funzione della BCE addeba all'investimento ha sviluppato un apposito modello econometrico che si basa sulle previsioni macroeconomiche pubblicamente disponibili per estrarre previsioni sui rendimenti attesi per le singole categorie di attività dell'universo investibile per le riserve in valuta e i fondi propri. L'impiego dei rendimenti attesi in luogo di quelli storici nel processo di definizione dei *benchmark* rappresenta un considerevole passo avanti. L'approccio standard di ottimizzazione media-varianza è affiancato da tecniche di otti-

mizzazione alternative sviluppate per accrescere la robustezza dell'analisi. Il processo di definizione dei *benchmark* è costantemente riesaminato al fine di affinarlo ulteriormente.

#### 5 RISULTATI DELLA GESTIONE DEI PORTAFOGLI

La BCE pubblica i suoi risultati economici nel Rapporto annuale. Nel 2005 il risultato d'esercizio è stato pari a zero, dopo che nel 2004 si erano registrate perdite per 1,6 miliardi di euro (tavola 4). L'andamento dei risultati economici della BCE è pesantemente influenzato da movimenti avversi dei tassi di cambio: ad esempio, l'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro USA è stato all'origine delle perdite per il 2003 e il 2004, dal momento che un'ampia parte delle attività della BCE consiste in riserve in valuta non coperte. In linea con le prudenti politiche contabili della BCE, che tengono conto di questa significativa esposizione, le plusvalenze da valutazione non sono contabilizzate come ricavi ma vengono registrate nei conti di rivalutazione, mentre le minusvalenze da valutazione sono rilevate come costi. Questo trattamento asimmetrico delle plusvalenze e delle minusvalenze non rea-

**Tavola 4 Risultati d'esercizio della BCE dal 1999**

(milioni di euro)

Anno	Utile/perdita
1999	-247
2000	1.990
2001	1.822
2002	1.220
2003	-477
2004	-1.636
2005	0

Fonte: BCE.

lizzate ha l'effetto di differire gli utili fino al momento della vendita o della scadenza delle corrispondenti attività. Ne consegue che il risultato d'esercizio è differente rispetto quello calcolato pienamente sulla base di valori di mercato.

Gli shock di tasso di cambio spiegano solo una parte dell'evoluzione dell'utile annuo della BCE, che nel 2001 e nel 2002 è stato ad esempio determinato soprattutto dall'andamento del mercato obbligazionario: il notevole calo dei rendimenti obbligazionari su livelli estremamente bassi era stato all'origine di plusvalenze significative. Il livello contenuto dei tassi di interesse, tuttavia, non ha permesso al reddito da interessi di compensare le perdite sul cambio nel 2003 e nel 2004. Dal 2004, il rischio di tasso di interesse cui sono esposti i tre portafogli è stato ridotto significativamente, considerato il livello esiguo raggiunto dai tassi di interesse e dalla loro volatilità.

I mandati di gestione dei portafogli definiti dalla BCE per le riserve valutarie e i fondi propri attribuiscono un ruolo importante alla massimizzazione dei risultati del portafoglio rispetto al rendimento del *benchmark*. Ciò rispecchia l'idea che, nel rispetto dei vincoli stringenti imposti dai ruoli e dagli obiettivi dei portafogli e nel quadro della gestione del rischio, i gestori possano nel tempo aggiungere valore ai portafogli. Sebbene a tratti negativi, specie nel 2002, i risultati della gestione dei portafogli sono stati positivi e non trascurabili nella maggior parte degli anni fra il 1999 e il 2005, e quindi su base cumulativa, grazie principalmente all'attività quotidiana dei vari gestori.

I gestori aggiungono valore ai portafogli della BCE anche formulando proposte per ampliare a nuovi strumenti l'universo investibile. Col tempo, tale universo si è esteso a nuove categorie di strumenti, quali i *covered bond*, a nuovi emittenti nell'ambito delle categorie di strumenti ammessi, o ancora agli strumenti derivati, come i *futures* sui tassi a breve e a lungo termine. I gestori hanno inoltre suggerito l'adozione di nuovi mandati, come quelli sopra menzionati concernenti il prestito titoli per il portafoglio di

fondi propri e per quello delle riserve ufficiali in dollari USA.

In aggiunta, i gestori dei portafogli svolgono un ruolo importante nell'attività di monitoraggio della BCE e dell'Eurosistema sui mercati finanziari. Essi devono infatti seguire da vicino e analizzare l'andamento sia corrente sia strutturale di tali mercati con vari gradi di dettaglio, che vanno dalle più ampie categorie di attività fino ai singoli strumenti finanziari. I gestori fanno uso di numerose fonti informative, fra cui, in particolare, i lavori di ricerca e le opinioni fornite dalle controparti di mercato.

Il *corpus* costantemente aggiornato di conoscenze sull'andamento del mercato finanziario che ne risulta è considerato di notevole valore per la BCE e per l'Eurosistema. Al fine di diffondere tali conoscenze, i gestori sono incaricati di predisporre note periodiche sull'andamento dei mercati finanziari dal punto di vista dell'investitore. Essi rispondono inoltre a richieste occasionali di informazione sui mercati. In questo ambito le analisi degli andamenti, nonché delle innovazioni e dei cambiamenti strutturali nei mercati finanziari beneficiano in misura significativa dell'esperienza maturata nel corso del processo di gestione dei portafogli.

## 6 SCHEMI DI REGOLAMENTO

Per i vari tipi di portafogli di proprietà della BCE vigono diversi schemi in materia di regolamento. Mentre le BCN dell'area dell'euro che decidono di prendere parte alla gestione delle riserve valutarie della BCE (attualmente tutte le 12 BCN dell'area) provvedono al regolamento delle operazioni ordinarie di gestione delle riserve della BCE, quest'ultima regola l'insieme delle transazioni relative al suo portafoglio di fondi propri. Il trattamento delle operazioni relative al fondo pensione è attualmente affidato a un soggetto esterno.

La BCE si preoccupa di applicare gli standard più elevati nel trattamento delle operazioni relative ai portafogli di fondi propri e di riserve

valutarie. In cooperazione con le controparti si cerca inoltre di rendere ancora più sicuro ed efficiente il regolamento delle transazioni dell'industria finanziaria, in particolare per quanto riguarda l'applicazione delle migliori prassi per lo scambio delle conferme di eseguito.

Le BCN svolgono operazioni sulle riserve valutarie della BCE in rappresentanza della BCE stessa. Pertanto, nei rapporti con le controparti ai fini della gestione dei portafogli, le BCN segnalano le operazioni condotte per conto proprio e quelle effettuate in nome e per conto della BCE, notificando così il loro ruolo di agenti. Per semplificare questo schema, sono stati aperti presso intermediari finanziari – fra cui istituti corrispondenti, sistemi di custodia/deposito in titoli e oro e controparti centrali per i derivati negoziati in borsa – conti a nome della BCE su cui le singole BCN hanno l'autorizzazione a operare. Sono stati inoltre definiti requisiti e procedure comuni per le operazioni della BCE e delle BCN al fine di garantire che venga mantenuta la separazione fra le attività della BCE e quelle delle BCN. Queste linee guida comuni assicurano inoltre che le transazioni per la gestione delle riserve in valuta della BCE ricevano un trattamento armonizzato in tutto l'Eurosistema, in linea con le migliori prassi e i più elevati standard di sicurezza. A livello sia di BCE sia di BCN è stato adottato un sistema globale di controlli che prevede, fra l'altro, la riconciliazione dettagliata fra i saldi dei conti liquidità, titoli, oro e *futures* di proprietà della BCE e i vari sistemi utilizzati. Dati dettagliati sulle transazioni non giunte a buon fine sono raccolti e analizzati dalla BCE e rapporti periodici in materia vengono fatti pervenire ai suoi organi decisionali.

La BCE e le BCN gestiscono attivamente le garanzie ricevute nel quadro delle transazioni di gestione dei fondi propri e delle riserve in valuta della BCE. Una volta raggruppate/compen-

sate le operazioni garantite, vengono calcolate le esposizioni nei confronti delle controparti e valutata la necessità di richiedere eventuali margini<sup>9)</sup>.

## 7 CONCLUSIONI

La BCE detiene e gestisce tre tipi di portafogli: le riserve ufficiali, i fondi propri e il fondo pensione. Ciascuno di essi persegue finalità particolari, che trovano riflesso nelle modalità della loro gestione. Le attività di gestione dei portafogli della BCE sono soggette a norme stringenti che garantiscono il principio di “*market neutrality*”, la correttezza nei comportamenti e una rigorosa separazione fra la gestione dei portafogli e la conduzione della politica monetaria e del cambio. Esistono linee guida di investimento dettagliate volte ad assicurare che i rischi di mercato e di credito siano strettamente controllati e a fornire criteri chiari ed equi per la selezione degli emittenti e delle controparti idonei.

Un ammontare significativo di risorse è destinato alla definizione dei *benchmark*, principali determinanti dei rendimenti e dei rischi di portafoglio. I mandati di gestione sono definiti e attribuiti in modo da massimizzare, nel rispetto dei vincoli prefissati, il rendimento del portafoglio rispetto al *benchmark*, al tempo stesso mantenendo i costi amministrativi e di altra natura al più basso livello possibile. Per quanto riguarda le riserve valutarie della BCE, nel gennaio 2006 è entrata in vigore una modifica del processo di attribuzione dei sottoportafogli che dovrebbe produrre guadagni in termini di efficienza.

Informazioni aggiornate saranno pubblicate ove opportuno, in particolare all'interno del Rapporto annuale della BCE.

9) Le richieste di margini sono domande di costituzione di garanzie aggiuntive rivolte alle controparti.