



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 20.10.2009
COM(2009) 563 definitivo

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO,
AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO,
AL COMITATO DELLE REGIONI E ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA**

Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO,
AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO,
AL COMITATO DELLE REGIONI E ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA**

Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future

(Testo rilevante ai fini del SEE)

1. INTRODUZIONE

I derivati svolgono un utile ruolo nell'economia: consentono di trasferire (integralmente o parzialmente) i rischi inerenti all'attività economica da agenti economici non disposti a sostenerli ad altri che lo sono. Tuttavia, avendo provocato un aumento dell'effetto leva e l'interconnessione fra i partecipanti al mercato, i derivati hanno anche contribuito alle turbolenze finanziarie, fatto che è passato inosservato a causa della mancanza di trasparenza del mercato, dove la maggior parte delle negoziazioni avviene fuori borsa (*over-the-counter*, OTC). Già nel luglio di quest'anno, la Commissione ha individuato quattro strumenti complementari per ridurre l'effetto negativo dei mercati dei derivati OTC sulla stabilità finanziaria: i) aumentare la standardizzazione, ii) utilizzare repertori di dati relativi alle negoziazioni, iii) fare maggiore ricorso alla compensazione tramite controparte centrale (CCP) e iv) incrementare l'uso di sedi di negoziazione organizzate¹. Gli strumenti proposti sono stati oggetto di una consultazione fra le parti interessate e il 25 settembre 2009 sono stati discussi in una conferenza di alto livello².

La presente Comunicazione esamina singolarmente le principali carenze dell'attuale organizzazione del mercato dei derivati per quanto riguarda sia i derivati OTC sia quelli negoziati in sedi di negoziazione organizzate. La comunicazione delinea le azioni strategiche che la Commissione intende adottare nel 2010 per affrontare questi problemi e soddisfare così l'esigenza di maggiore stabilità e trasparenza in questi mercati, rilevata nella relazione De Larosière, nelle conclusioni del Consiglio europeo di giugno 2009 e dal G20. Tutte le proposte legislative e non, volte a realizzare gli orientamenti politici descritti nel seguito, saranno oggetto di un'adeguata valutazione d'impatto.

2. APPROCCIO GENERALE

La Commissione ritiene necessario un cambiamento di paradigma: l'opinione tradizionale che i derivati siano strumenti finanziari per uso professionale, per i quali era ritenuta sufficiente una regolamentazione minima, va abbandonata a favore di un approccio nel quale la legislazione permette ai mercati di stabilire correttamente il prezzo dei rischi. Di conseguenza

¹ Comunicazione della Commissione "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi" COM (2009) 332, documento di lavoro dei servizi della Commissione SEC(2009) 905, e documento di consultazione SEC(2009) 914.

² Le risposte alla consultazione, una sintesi delle osservazioni delle parti interessate nonché una sintesi della conferenza e delle presentazioni è disponibile sul sito Internet della Commissione all'indirizzo: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/derivatives_en.htm

le misure proposte faranno sì che la compensazione e la negoziazione sui mercati dei derivati non siano più prevalentemente OTC bilaterali ma tendano a diventare centralizzate.

I vari segmenti dei mercati dei derivati hanno caratteristiche differenti, in particolare in termini di rischio, meccanismi operativi e partecipanti al mercato. In linea di massima, la Commissione ritiene necessaria una politica generale sui derivati al fine di impedire ai partecipanti al mercato di sfruttare le differenze fra le norme (arbitraggio normativo). Tuttavia, laddove giustificato, le proposte terranno in debita considerazione le peculiarità delle categorie di attività e dei contratti nonché le specificità dei partecipanti al mercato, cercando anche un giusto equilibrio tra istituti finanziari e non. Parallelamente la Commissione prenderà in esame le caratteristiche di taluni mercati di materie prime, ad esempio i mercati dell'elettricità e del gas, particolari per la struttura del mercato fisico sottostante. Tenuto conto delle caratteristiche di rischio dei differenti segmenti di mercato, la Commissione, ad esempio, ha affrontato per primi i credit default swap³.

2.1. Cooperazione internazionale

Il mercato dei derivati è mondiale ed è necessario impedire l'arbitraggio normativo. Per ottenere un quadro normativo internazionale solido e convergente, le proposte illustrate nel seguito sono conformi all'obiettivo definito il 25 settembre 2009 alla riunione del G20, che esortava a migliorare i mercati dei derivati OTC⁴. Al fine di attuare queste politiche coerentemente in tutto il mondo, la Commissione intende definire ulteriormente i dettagli tecnici in cooperazione con i partner del G20, il Financial Stability Board e in particolare con gli Stati Uniti, che stanno elaborando un nuovo approccio ai mercati dei derivati.

2.2. Istituti non finanziari

La funzione del sistema finanziario è di mettere i fondi dei risparmiatori a disposizione dei progetti d'investimento, ripartendo il rischio il più possibile. La stabilità finanziaria è pertanto di vitale interesse per gli istituti non finanziari. Nella misura in cui le imprese non finanziarie hanno pagato un'impresa finanziaria per avere una copertura e hanno trasferito così i loro rischi al sistema finanziario, esse hanno generalmente beneficiato della sottovalutazione del rischio che ha caratterizzato la fase iniziale della crisi. Con il grave rallentamento dell'attività economica, anch'esse sono state colpite dalla crisi finanziaria. Gli istituti non finanziari sono perciò parte della rete di mutue dipendenze creata dai contratti derivati e trarrebbero quindi beneficio da politiche volte a ridurre il rischio di credito di controparte e ad aumentare la trasparenza, descritte nel seguito.

La Commissione riconosce il ruolo fondamentale dei derivati per coprire i rischi derivanti dalle normali attività commerciali. Sebbene in linea di massima la copertura dovrebbe essere ottenuta principalmente mediante derivati standard/non personalizzati, saranno ancora necessari i derivati su misura. La Commissione non vuole quindi limitare i termini economici

³ Comunicato stampa della Commissione, "Importante passo in avanti verso la stabilità finanziaria: il mercato europeo dei credit default swaps diventa più sicuro", IP/09/1215, 31 luglio 2009.

⁴ Al massimo entro la fine del 2012 tutti i contratti di derivati OTC standardizzati dovranno essere negoziati in borsa o, se del caso, su piattaforme elettroniche di negoziazione e compensati mediante controparti centrali. I contratti di derivati OTC devono essere notificati ai repertori di dati sulle negoziazioni. I contratti non compensati a livello centrale devono rispettare requisiti patrimoniali più elevati. Si chiede al FSB e ai suoi membri di controllare regolarmente l'attuazione di queste misure e di valutare se sono sufficienti per migliorare la trasparenza nei mercati dei derivati, attenuare il rischio sistemico e tutelare dagli abusi di mercato.

dei contratti derivati, né proibire l'uso di contratti personalizzati, o renderli eccessivamente costosi per gli istituti non finanziari. Ciononostante, è necessario ripristinare la funzione dei prezzi nella distribuzione delle risorse: i prezzi dei prodotti derivati devono essere fissati tenendo conto dei rischi sistemici che essi comportano onde evitare che tali rischi siano trasferiti, da ultimo, ai contribuenti. Rafforzare in questa maniera la stabilità finanziaria riduce la probabilità di gravi crisi finanziarie nel futuro e permette una crescita sostenibile per l'Europa.

Il costo per consolidare l'infrastruttura di mercato dei derivati OTC non dovrebbe gravare sui contribuenti ma da coloro che traggono un beneficio economico diretto dall'utilizzazione dei derivati. La maggior parte del costo sarà sostenuta dagli istituti finanziari, ma parte di esso ricadrà probabilmente sugli istituti non finanziari. Tuttavia, è previsto che i costi diminuiranno progressivamente: maggiore è il ricorso alle infrastrutture centrali di mercato, più bassi diventano i costi per utilizzatore man mano che intervengono gli effetti di rete. Inoltre è probabile che il settore delle imprese non finanziarie sarà il principale beneficiario delle proposte sulla trasparenza di cui alla sezione 5.

Prima di finalizzare le sue proposte, la Commissione svolgerà le valutazioni d'impatto tenendo conto di tutti gli elementi presentati dalle parti interessate riguardanti i costi e i benefici degli orientamenti strategici descritti nel seguito, al fine di rapportarli ai rischi per i contribuenti, e riconoscendo che la maggior parte degli istituti non finanziari non ha un'importanza sistemica.

Per promuovere la competitività e la crescita dell'industria europea, la Commissione si adopererà affinché le opzioni strategiche future permettano agli istituti non finanziari di gestire i rischi connessi alla loro attività.

Ciò nondimeno non devono rimanere scappatoie capaci di compromettere l'obiettivo generale di rendere più sicuri i mercati dei derivati.

3. RISCHIO DI CREDITO DI CONTROPARTE

La crisi ha dimostrato, fra l'altro, che i partecipanti al mercato non stabilivano correttamente il prezzo del rischio di credito di controparte. La compensazione (*clearing*) attenua tale rischio e può avvenire o bilateralmente tra due controparti o a livello centrale del mercato, mediante una controparte centrale (CCP), comprendendo così la costituzione di opportune garanzie. Le proposte seguenti mirano pertanto a rafforzare la compensazione dei derivati, a livello sia centrale sia bilaterale.

3.1. Compensazione a livello centrale: sicurezza e solidità

Secondo l'opinione della Commissione, condivisa anche dal G20, la compensazione tramite CCP è lo strumento principale per gestire i rischi di controparte. Attualmente le controparti centrali forniscono servizi su scala europea ma sono disciplinate a livello nazionale poiché non c'è una legislazione comunitaria che le riguarda⁵. Le raccomandazioni del SEBC e del

⁵ Finora, l'unico atto legislativo comunitario riguardante la sicurezza e la solidità delle controparti centrali è la direttiva sul carattere definitivo dei regolamenti. Sebbene fondamentale, poiché mira a evitare che gli effetti del fallimento di un partecipante alla CCP si estendano agli altri, la direttiva sul carattere definitivo dei regolamenti è uno strumento di gestione delle crisi e non uno strumento di ampia portata

CESR⁶, sebbene abbiano dato avvio a un processo di convergenza degli approcci nazionali, non sono vincolanti. Alla luce dell'importanza sistemica delle CCP, la Commissione intende proporre dei testi legislativi per regolamentare le loro attività in modo da eliminare le discrepanze fra le legislazioni nazionali e garantire la sicurezza, la solidità e la corretta governance. Nella comunicazione del 3 luglio 2009, la Commissione ha anche rilevato che vi sono ragioni valide, inerenti alla sfera della regolamentazione, della vigilanza e della politica monetaria, per cui è opportuno che le CCP siano situate in Europa. Attualmente molte CCP sono situate nell'Unione europea ma la definizione di un quadro chiaro di regolamentazione e di vigilanza ne aumenterà significativamente il numero.

Le CCP forniscono servizi per molteplici categorie di attività, siano esse titoli azionari, obbligazioni o derivati (quotati o OTC). Non sarebbe quindi coerente elaborare un progetto legislativo relativo ai servizi diretti a una sola categoria di attività. L'imminente proposta legislativa sulle CCP riguarderà invece gli stessi strumenti finanziari che sono oggetto della MiFID così da avere coerenza nella catena del valore e impedire possibilità di scappatoia. La Commissione presenterà pertanto una proposta legislativa per disciplinare l'attività delle CCP che fissi i seguenti obblighi fondamentali:

- (1) norme di comportamento e governance (quali misure in materia di conflitti d'interesse, accesso, trasparenza dei rischi e delle procedure, continuità dell'attività e livelli minimi di competenza);
- (2) regole per garantire che le CCP non adottino norme per la gestione del rischio poco rigorose. A tale scopo potrebbe essere necessario che l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, ai fini dell'applicazione delle regole stabilite nell'atto legislativo di base, elabori delle norme tecniche per assicurare che i partecipanti alle CCP beneficino di requisiti patrimoniali più bassi possibile per il rischio di credito di controparte di contratti oggetto di compensazione centrale, conformemente al sistema che il Comitato di Basilea sta attualmente finalizzando. In considerazione del ruolo fondamentale nella gestione dei rischi, le CCP dovrebbero essere soggette a requisiti patrimoniali adeguati;
- (3) protezione giuridica di garanzie e posizioni offerta dai clienti dei membri della CCP al fine di incoraggiare un'ampia serie di partecipanti al mercato a ricorrere alla compensazione centrale. Le norme dovrebbero assicurare la separazione delle attività e la portabilità delle attività e delle posizioni dei clienti;
- (4) un'autorizzazione concessa in base a questa proposta permetterà alle CCP di prestare i servizi in tutti gli Stati membri. Per evitare doppi controlli e per favorire la fiducia reciproca fra le autorità, la Commissione ritiene che dovrebbe essere l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati a concedere alle CCP l'autorizzazione per operare nell'Unione europea. Al fine di assicurare una vigilanza continua e adeguata a livello europeo, la Commissione cercherà di ripartire opportunamente le responsabilità fra le autorità nazionali di vigilanza e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati: la vigilanza diretta potrebbe essere affidata a quest'ultima, tenuto conto della specifica natura delle CCP e in particolare della portata paneuropea

che disciplina tutti gli aspetti delle attività delle CCP e perciò non è sufficiente per assicurare la loro sicurezza e solidità.

⁶ Rispettivamente, il sistema europeo di banche centrali e il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari.

della loro azione. In alternativa, in considerazione degli obblighi potenziali o contingenti che potrebbero sorgere, potrebbe essere opportuno affidare la vigilanza continua ad un collegio delle autorità di vigilanza degli Stati membri che sono i più diretti interessati, interno all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati;

- (5) l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati dovrebbe inoltre coadiuvare la Commissione nella preparazione delle decisioni per il riconoscimento delle CCP di paesi terzi soggette a una regolamentazione e a una vigilanza analoghe e altrettanto complete, al fine di valutare le domande d'accesso al mercato provenienti dai prestatori di servizi di paesi terzi sulla base di considerazioni prudenziali.

3.2. Costituzione di garanzia nella compensazione bilaterale

Sebbene in una situazione ideale tutti i derivati dovrebbero essere compensati a livello centrale, in realtà non tutti sono adatti ad esserlo: alcuni prodotti possono essere troppo personalizzati, altri non abbastanza liquidi per la compensazione centrale. Tali contratti continueranno ad essere compensati bilateralmente e le controparti si scambieranno garanzie per coprire la loro esposizione. Tuttavia i livelli attuali di garanzia sono troppo bassi e non rispecchiano il rischio che le negoziazioni di derivati compensate bilateralmente comportano per il sistema finanziario quando raggiungono una certa massa critica. Le imprese finanziarie devono detenere garanzie d'importo più elevato per coprire la propria esposizione di credito.

La Commissione presenterà una proposta legislativa che impone alle imprese finanziarie (quali istituti di credito, imprese d'investimento, società di gestione di investimenti) di fissare un margine iniziale (in funzione delle caratteristiche della controparte) e un margine di variazione (oscillazione del valore di un contratto). Questi obblighi incentiverebbero inoltre il ricorso alla compensazione centrale, in quanto ridurrebbero il vantaggio economico di offrire garanzie troppo basse rispetto alle garanzie rigorose richieste dalle CCP.

Tranne in caso di inadempimento, lo scambio delle garanzie non incide sul reddito netto di un'entità. Tuttavia le imprese non finanziarie che utilizzano i derivati potrebbero non essere disposte a fornire garanzie in denaro per il margine di variazione perché limiterebbero la loro liquidità. Le loro controparti finanziarie sarebbero quindi esposte al rischio di credito, che dovrebbero gestire con i loro clienti. Se necessario, l'obbligo di margine di variazione per le imprese non finanziarie dovrebbe essere stabilito in modo da non ridurre la loro capacità di servirsi dei derivati per trasferire il rischio, specialmente nel caso di imprese il cui utilizzo di derivati è inferiore a una determinata soglia. D'altro lato, concedere un trattamento speciale alle imprese non finanziarie potrebbe creare delle scappatoie che permetterebbero alle imprese finanziarie di effettuare l'arbitraggio normativo. Le eventuali esenzioni devono essere concepite in modo tale da impedire ogni possibilità di abuso.

3.3. Requisiti patrimoniali per la compensazione bilaterale

Nella comunicazione di luglio, la Commissione ha vagliato l'idea di sottoporre i contratti non compensati a livello centrale a requisiti patrimoniali più elevati. Dopo l'incontro del G20 a Pittsburgh, questa idea è diventata un principio accettato internazionalmente. Requisiti patrimoniali più elevati bilancerebbero il maggiore rischio che tali contratti rappresentano per il sistema. Poiché tali requisiti patrimoniali si applicherebbero dopo lo scambio bilaterale di garanzie e il calcolo delle esposizioni nette (*netting*), questo approccio incentiverebbe ancora di più i partecipanti al mercato a destinare una più vasta gamma di prodotti alla compensazione centrale. La Commissione assicurerà pertanto che le norme tengano

debitamente conto della differenza fra contratti oggetto di compensazione centrale o bilaterale in termini di rischio di credito di controparte, che è più basso per i primi e più elevato per gli ultimi. A tal fine i requisiti patrimoniali per i contratti a compensazione centrale verranno maggiormente differenziati da quelli per i contratti a compensazione bilaterale, rispetto a quanto stabilito dalla direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD)⁷.

Queste modifiche dovrebbero essere coerenti con l'impostazione delineata dal Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria, forum mondiale per le norme patrimoniali internazionali per le banche, così da evitare distorsioni di concorrenza e limitare la possibilità di arbitraggio normativo. La Commissione collaborerà con i suoi partner per raggiungere un accordo e farà il possibile per proporre modifiche alla direttiva sui requisiti patrimoniali, secondo gli orientamenti di cui sopra, nel corso del 2010.

3.4. Compensazione centrale obbligatoria

Oltre ai requisiti patrimoniali per i prodotti non compensati a livello centrale, la Commissione intende proporre di rendere obbligatoria la compensazione mediante CCP per i derivati standardizzati, conformemente alla dichiarazione del G20. Durante l'elaborazione delle proposte dettagliate, la Commissione collaborerà con i partner del G20, e in particolare con gli Stati Uniti, per trovare soluzioni ambiziose alle questioni pratiche connesse all'operatività dei requisiti: in particolare occorre definire quali contratti possono essere considerati standardizzati ai fini della compensazione centrale. Mentre i contratti standardizzati dovrebbero divenire la norma, quelli non standardizzati dovrebbero essere sottoposti a un controllo più approfondito da parte delle autorità di vigilanza.

4. RISCHIO OPERATIVO

Il rischio operativo riguarda le perdite derivanti dall'inadeguatezza o dalla disfunzione di processi interni, oppure da eventi esogeni, ivi compreso il rischio giuridico. Il mercato ha cercato di ridurre il rischio operativo. Ad esempio, nella prassi commerciale si è affermata una documentazione giuridica standard per una parte considerevole del mercato dei derivati. Inoltre i partecipanti al mercato sono progressivamente passati al trattamento elettronico delle negoziazioni. L'utilizzo obbligatorio di repertori di dati e il più ampio ricorso alla compensazione centrale potrebbero accentuare questa evoluzione. Dovrebbe risultarne una maggiore standardizzazione dei contratti in termini di trattamento elettronico e di clausole giuridiche minime (senza pregiudicare i termini economici dei contratti), che agevolerà a sua volta la compensazione centrale.

Tuttavia la Commissione ritiene opportuno rafforzare l'impegno del settore volto a ridurre i rischi operativi e intende valutare pertanto se rivedere l'approccio adottato in materia dalla direttiva sui requisiti patrimoniali, al fine di favorire la standardizzazione dei contratti e il trattamento elettronico.

Inoltre è necessario che i partecipanti al mercato agiscano in maniera più collettiva. Sulla base dei risultati ottenuti dal gruppo di lavoro sui prodotti derivati, la Commissione fisserà pertanto degli obiettivi ambiziosi a livello europeo, con scadenze rigorose, per la standardizzazione

⁷ Direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio (GU L 177 del 30.6.2006, pag. 1).

giuridica e di processo, e al tempo stesso si assicurerà che le iniziative mondiali tengano debitamente conto delle specificità europee in modo da produrre benefici anche in Europa.

5. TRASPARENZA

I mercati dei derivati OTC sono stati caratterizzati da un'evidente mancanza di trasparenza relativamente ai prezzi, alle transazioni e alle posizioni. La scarsa trasparenza verso le autorità di regolamentazione e il mercato è stata variabile nel tempo e a seconda dei prodotti, ma in generale ha impedito a tali autorità di vigilare efficacemente sui mercati dei derivati in termini di rischio sistemico e di abuso di mercato. Per i partecipanti al mercato, ha reso difficile l'accesso a prezzi attendibili, la valutazione dei rischi, la stima delle posizioni e la verifica della migliore esecuzione.

5.1. Repertori di dati sulle negoziazioni

Le autorità di regolamentazione responsabili del rischio sistemico e dei servizi finanziari hanno bisogno di avere una visione completa del mercato dei derivati. Dovrebbe pertanto diventare obbligatorio trasmettere tutte le transazioni ai repertori di dati. Le informazioni riguardanti le negoziazioni realizzate in borsa o compensate mediante CCP possono essere trasmesse alle autorità di regolamentazione direttamente da queste entità. La Commissione presenterà una proposta legislativa riguardante i repertori di dati sulle negoziazioni e i nuovi obblighi di comunicazione per i partecipanti al mercato.

I repertori avranno un ruolo importante nella nuova struttura di mercato: dovrebbero quindi essere regolamentati per assicurare che vengano gestiti in maniera sicura, solida ed efficiente. La legislazione dovrebbe fornire un quadro giuridico comune per la gestione dei repertori di dati sulle negoziazioni e dovrebbe disciplinare, fra l'altro, gli obblighi di autorizzazione/registrazione, l'accesso e la partecipazione ai repertori, la divulgazione dei dati, la qualità e attualità dei dati, l'accesso ai dati e la loro protezione, la certezza giuridica dei contratti registrati, la governance e l'affidabilità operativa⁸.

Secondo la Commissione, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati dovrebbe essere competente per autorizzare e controllare i repertori di dati sulle negoziazioni, dato che questi forniscono servizi a livello europeo, se non mondiale. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati dovrebbe anche essere incaricata di autorizzare l'attività di repertori di paesi terzi nell'Unione europea, in virtù di una decisione della Commissione che stabilisce l'equivalenza dei quadri normativi in questione e sulla base di considerazioni prudenziali. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati assicurerà che le autorità di regolamentazione europee abbiano libero accesso a informazioni internazionali complete, su base di reciprocità. In mancanza di tale accesso, la Commissione incoraggia la creazione e la gestione di repertori di dati sulle negoziazioni basati in Europa. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati fungerà pertanto da portale per diffondere le informazioni sui derivati alle autorità nazionali di regolamentazione dei servizi finanziari nonché alle autorità di regolamentazione settoriali⁹.

⁸ Il forum delle autorità di regolamentazione dei derivati OTC ha avviato un'iniziativa con questo obiettivo.

⁹ In alcuni mercati di derivati su materie prime (come l'elettricità e il gas), le interdipendenze fra mercati a pronti e mercati dei derivati richiedono un'attenzione particolare. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati in qualità di portale assicurerà che i repertori abbiano un'autorità di

5.2. Negoziazioni sui mercati organizzati

Il G20 ha convenuto che tutti i contratti di derivati OTC standardizzati dovranno essere negoziati in borsa o, se del caso, su piattaforme elettroniche di negoziazione. Nell'Unione Europea, ciò comporta che le negoziazioni effettuabili in borsa avverranno in sedi di negoziazione organizzate, definite dalla MiFID¹⁰. Quasi tutte le borse di derivati utilizzano una controparte centrale. Aggiungendo la negoziazione in borsa alla compensazione mediante CCP si elimina la natura bilaterale delle negoziazioni, così che prezzi, volumi e interessi aperti acquistano un'elevata visibilità, e si facilita l'accesso al mercato.

5.3. Trasparenza pre e post negoziazione

La negoziazione in sedi organizzate dovrà essere accompagnata da un rafforzamento delle disposizioni a esse applicabili, in particolare per quanto riguarda la trasparenza delle negoziazioni. È opportuno considerare attentamente la possibilità di armonizzare gli obblighi di trasparenza pre e post negoziazione per la pubblicazione di negoziazioni e dei relativi prezzi e volumi in tutte le sedi organizzate, anche nel caso di mercati OTC. Sarà fondamentale assicurare che il quadro normativo applicabile alle sedi di negoziazione organizzate impedisca scappatoie e riguardi tutti i derivati. Il riesame della MiFID nel 2010 terrà conto di tali questioni.

Gli effetti del rafforzamento degli obblighi di trasparenza dovranno essere misurati in modo da attenuare effetti collaterali sulla liquidità eccessivamente negativi e oneri amministrativi sproporzionati.

Inoltre, i leader del G20 riuniti a Pittsburgh hanno concordato di "migliorare la regolamentazione, il funzionamento e la trasparenza dei mercati finanziari e delle materie prime per rimediare all'eccessiva volatilità dei prezzi delle materie prime". La regolamentazione finanziaria verrà modificata, nell'ambito delle iniziative volte ad assicurare che i mercati derivati agricoli dell'Unione europea mantengano la loro funzione iniziale di strumenti di determinazione del prezzo e copertura che consentono di far fronte alla volatilità dei prezzi¹¹. Queste misure saranno introdotte contemporaneamente agli obblighi di trasparenza per tutti i mercati dei derivati (e possibilmente per altri mercati di strumenti diversi dai titoli di capitale), al momento del riesame della MiFID.

Per quanto riguarda i mercati comunitari dell'elettricità e del gas e nell'ambito di un pacchetto completo di misure a favore dell'integrità del mercato, nel 2010 la Commissione presenterà delle proposte per assicurare la pubblicazione delle negoziazioni all'ingrosso anche nei mercati a pronti al fine di migliorare la determinazione dei prezzi e l'accesso al mercato e di rafforzare la fiducia generale del pubblico¹².

regolamentazione principale, aspetto importante ai fini dell'efficienza. Questa autorità garantirà inoltre che le autorità di regolamentazione settoriali abbiano un pratico punto d'accesso alle informazioni che necessitano. Poiché l'obiettivo principale dell'obbligatorietà dei repertori di dati sulle negoziazioni è la stabilità finanziaria, la sorveglianza per i mercati a pronti di materie prime potrebbe essere strutturata in un'altra maniera.

¹⁰ Mercato regolamentato, sistema multilaterale di negoziazione o internalizzatore sistematico.

¹¹ La Commissione ha intenzione di trattare questi argomenti più in dettaglio nella prossima comunicazione sul miglioramento del funzionamento della catena di approvvigionamento alimentare in Europa.

¹² Nel gennaio 2009 il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) e il gruppo dei regolatori europei per l'elettricità e il gas (ERGEG) hanno raccomandato alla

6. INTEGRITÀ E VIGILANZA DEL MERCATO

In conformità con le conclusioni del G20, nell'Unione europea sono già in corso varie iniziative per rafforzare l'integrità dei mercati dei derivati.

Il riesame della direttiva sugli abusi di mercato nel 2010 amplierà la portata delle disposizioni pertinenti affinché si applichino pienamente ai mercati dei derivati. Le autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari stanno compiendo progressi per quanto riguarda gli obblighi di notifica delle transazioni relative ai derivati OTC. Nel contesto delle iniziative volte ad avvicinare le norme applicabili ai mercati fisici e finanziari dell'energia, è prevista l'elaborazione di una proposta ad hoc per la sorveglianza a livello di Unione europea dei mercati a pronti dell'elettricità e del gas che assicuri la trasparenza e l'integrità del mercato. Analogamente, entro la fine del 2010 la Commissione esaminerà se il mercato delle quote di emissione sia adeguatamente protetto dall'abuso di informazioni privilegiate e dalla manipolazione del mercato e, se del caso, formulerà proposte intese a garantire tale protezione¹³. Inoltre, per quanto riguarda il settore agricolo, si prevede l'introduzione di notifiche più complete di transazioni e posizioni da inviare alle autorità di regolamentazione finanziaria responsabili dell'attività di negoziazione dei derivati.

Il riesame della MiFID concluderà inoltre il lavoro sulle esenzioni a favore di alcune imprese commerciali che si occupano di derivati su materie prime: esse non sono soggette alle disposizioni della direttiva in materia di autorizzazione e obblighi operativi, comunicazione e norme di comportamento. Al momento di formulare le conclusioni, sarà tenuto conto dei risultati delle consultazioni¹⁴ e delle evoluzioni recenti che sottolineano la necessità di una regolamentazione dei mercati finanziari che si applichi a tutti i partecipanti.

Infine la Commissione intende proporre delle norme per dare alle autorità di regolamentazione la possibilità di fissare dei limiti per le posizioni al fine di contrastare variazioni di prezzo eccessive o concentrazioni di posizioni speculative¹⁵.

Commissione di elaborare disposizioni specifiche per favorire la trasparenza delle negoziazioni nei settori del gas e dell'elettricità, nell'ambito delle misure volte a migliorare l'accesso al mercato e la determinazione dei prezzi.

¹³ Articolo 12, paragrafo 1 bis, della direttiva 2003/87/CE, versione modificata.

¹⁴ Si veda ad esempio, il parere del comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria e del comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (<http://www.cesr.eu/index.php?docid=5306>) e del gruppo di esperti sui mercati europei dei valori mobiliari (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/commodity_derivatives_en.pdf).

¹⁵ Questo intervento è particolarmente importante per i mercati delle materie prime. Si veda la nota 11.

7. SINTESI

La Commissione crede che queste iniziative produrranno un cambiamento di paradigma: all'opinione tradizionale che i derivati siano strumenti finanziari per uso professionale, per i quali era ritenuta sufficiente una regolamentazione minima, si sostituirà un approccio con il quale il prezzo dei rischi è stabilito correttamente. Un intervento di portata generale limiterà la possibilità di scappatoie e di arbitraggio normativo.

La tabella seguente sintetizza le azioni strategiche concrete sopra delineate. La Commissione inizierà il processo di stesura della legislazione, in particolare avviando le valutazioni d'impatto, al fine di presentare testi legislativi ambiziosi di regolamentazione dei derivati nel 2010. Al momento di finalizzare queste proposte, la Commissione lavorerà in stretta collaborazione con tutte le parti interessate dell'Unione europea e con i partner a livello mondiale. Solo una tale cooperazione permetterà di porre le basi per mercati dei derivati veramente efficienti, sicuri e solidi.

Azioni strategiche future per garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi

Obiettivo	Azioni proposte	Scadenza
Ridurre il rischio di credito di controparte – rafforzare la compensazione	(1) Presentare proposte legislative sugli obblighi relativi alle CCP, in particolare: <ul style="list-style-type: none"> (a) obblighi di sicurezza (norme di comportamento, governance, gestione del rischio, protezione giuridica di garanzie e posizioni) (b) concessione/revoca di autorizzazioni delle CCP e loro vigilanza (c) obbligo di compensazione mediante CCP per i derivati standardizzati 	Metà 2010
	(2) Modificare la direttiva sui requisiti patrimoniali al fine di: <ul style="list-style-type: none"> (a) obbligare le imprese finanziarie a fornire un margine iniziale e di variazione (b) differenziare in modo sostanziale i requisiti patrimoniali per i contratti compensati mediante CCP e non 	Fine 2010
Ridurre il rischio operativo - standardizzazione	(3) Valutare se rivedere l'approccio adottato nella direttiva sui requisiti patrimoniali relativo al rischio operativo per favorire la standardizzazione dei contratti e il trattamento elettronico	Fine 2010
	(4) Lavorare in collaborazione con il settore per aumentare la standardizzazione giuridica e di processo	In corso
Aumentare la trasparenza – repertori di dati sulle negoziazioni	(5) Presentare proposte legislative sui repertori di dati sulle negoziazioni: <ul style="list-style-type: none"> (a) regolamentare i repertori di dati 	Metà 2010

	<p>sulle negoziazioni</p> <p>(b) obbligare la notifica delle operazioni sui derivati OTC ai repertori</p>	
Aumentare la trasparenza - negoziazioni	<p>(6) Modificare la MiFID per rendere obbligatoria la notifica delle operazioni e delle posizioni parallelamente allo sviluppo delle CCP e dei repertori di dati sulle negoziazioni</p> <p>(7) Assicurare che la negoziazione di contratti standardizzati avvenga in sedi di negoziazione organizzate a norma della MiFID</p> <p>(8) Migliorare, mediante la MiFID, la trasparenza delle negoziazioni e dei prezzi in tutte le sedi organizzate e, se del caso, nei mercati OTC</p> <p>(9) Concludere il riesame delle esenzioni dalla MiFID a favore delle imprese di materie prime</p>	Fine 2010
Migliorare l'integrità del mercato	<p>(10) Estendere la direttiva sugli abusi di mercato ai derivati OTC</p> <p>(11) Mediante la MiFID, dare alle autorità di regolamentazione la possibilità di fissare limiti per le posizioni</p>	Fine 2010