



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 15.9.2010
SEC(2010) 1059

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

SINTESI DELLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO

Documento di accompagnamento alla

Proposta di

**REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO
sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle
negoziazioni**

{COM(2010) 484 definitivo}
{SEC(2010) 1058}

I derivati sono una componente importante della finanza moderna. Sostanzialmente si tratta di contratti finanziari che facilitano la negoziazione e la ripartizione dei rischi. Derivano il loro nome dal fatto che il loro valore è derivato da un sottostante, ad esempio il prezzo di uno strumento finanziario (ad esempio, un'azione di una società i cui titoli sono negoziati pubblicamente) o una merce (ad esempio, il petrolio). Dato che consentono di ripartire i rischi, essi possono essere utilizzati come protezione contro un particolare rischio (copertura) o, al contrario, per l'assunzione di rischi (investire o speculare). Essi possono anche essere utilizzati per effettuare un arbitraggio tra mercati diversi.

I derivati possono variare da quelli (ad esempio i *future*) che presentano parametri (ad esempio, il valore nozionale o la scadenza) pienamente standardizzati ad altri (ad esempio gli *swap*) concepiti su misura per le esigenze specifiche di un particolare utilizzatore. Il tipo di derivato determina di solito anche le modalità di scambio del derivato stesso: i derivati pienamente standardizzati sono negoziati normalmente in sedi di negoziazione organizzate (ad esempio, le borse di derivati) mentre i derivati su misura sono negoziati bilateralmente, ossia fuori borsa, ovvero *over-the-counter* (OTC).

La crisi finanziaria ha portato i derivati OTC al centro dell'attenzione delle autorità di regolamentazione. Il quasi crollo di Bear Sterns nel marzo 2008, il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008 e il salvataggio di AIG il giorno successivo hanno evidenziato le carenze del funzionamento di questo mercato. In tale contesto, le autorità di regolamentazione hanno dedicato particolare attenzione al ruolo avuto dai CDS (*credit default swap*) nel corso della crisi.

Dall'ottobre del 2008 la Commissione lavora attivamente alla ricerca di soluzioni per le carenze messe in luce dalla crisi. In questo breve lasso di tempo la Commissione si è concentrata sui mercati dei CDS riuscendo a strappare ai maggiori operatori del mercato l'impegno ad avviare la compensazione mediante controparte centrale delle operazioni in CDS con riferimento europeo. A medio termine si è impegnata in un riesame approfondito dei mercati dei derivati, riesame sfociato nella pubblicazione di due comunicazioni, rispettivamente nel luglio e nell'ottobre 2009.

La prima comunicazione ha esaminato il ruolo avuto dai derivati nella crisi finanziaria, i benefici e i rischi associati ai mercati dei derivati e i mezzi per ridurre i rischi individuati. La seconda comunicazione ha illustrato le azioni strategiche future che la Commissione intende proporre per aumentare la trasparenza del mercato dei derivati, ridurre il rischio di controparte e il rischio operativo e rafforzare l'integrità del mercato e la sua vigilanza.

La presente relazione sulla valutazione dell'impatto accompagna una parte delle proposte annunciate dalla Commissione, ossia le proposte intese ad accrescere la trasparenza e a ridurre il rischio di controparte e il rischio operativo mediante il ricorso ad un'infrastruttura di post-negoziazione.

Trasparenza

Per sua natura il mercato dei derivati OTC è opaco. Ciò deriva dal fatto che i derivati OTC sono contratti negoziati privatamente, per cui le relative informazioni sono di norma accessibili soltanto alle parti contraenti.

La crisi finanziaria ha messo in evidenza la mancanza di informazioni sulle posizioni e sulle esposizioni in derivati OTC degli istituti finanziari. Da un lato, questa mancanza di informazioni impedisce alle autorità di regolamentazione di individuare tempestivamente i rischi che si accumulano a livello dei singoli istituti e del sistema nel suo complesso. Essa impedisce anche di valutare correttamente le conseguenze di un inadempimento di un partecipante al mercato e pertanto di reagire in maniera appropriata qualora l'inadempimento si verifici (il caso di Lehman Brothers è stato emblematico in tal senso). D'altra parte, essa contribuisce ad alimentare il sospetto e l'incertezza tra i partecipanti al mercato nelle situazioni di crisi.

Rischio di controparte

I contratti derivati OTC vincolano le controparti per la durata del contratto. Durante tutta la durata del contratto le controparti accumulano crediti reciproci, perché i diritti e le obbligazioni discendenti dal contratto evolvono con il sottostante da cui il contratto deriva. Ciò determina il rischio di controparte, ossia il rischio che una controparte non possa adempiere le proprie obbligazioni ai sensi del contratto al momento dovuto. La compensazione è la funzione che consente di gestire detti rischi nel tempo. Questa funzione può essere esercitata in modo centralizzato, mediante una controparte centrale, o su base bilaterale. Sul mercato dei derivati OTC sono utilizzati entrambi i tipi di compensazione, ma la compensazione bilaterale è più corrente.

La crisi ha evidenziato che il livello di rischio di controparte associato ai derivati OTC era molto più elevato di quanto creduto fino ad allora sia dai partecipanti al mercato che dalle autorità di regolamentazione. In altri termini, l'importo delle garanzie reali utilizzate per ridurre il rischio di controparte era insufficiente. Le principali ragioni dell'insufficienza delle garanzie reali è da ricercare nel settore del mercato in cui la compensazione viene effettuata su base bilaterale: alcuni partecipanti al mercato non sono obbligati a costituire garanzie reali per coprire le operazioni su derivati OTC, ovvero vi sono problemi a livello delle procedure di gestione dei rischi applicate dai partecipanti al mercato che costituiscono garanzie reali.

Rischio operativo

Un'operazione su derivati OTC si realizza attraverso una procedura che prevede una serie di tappe, dal momento in cui due parti decidono di effettuare l'operazione fino al momento in cui questa è confermata. Inoltre, nel corso della durata di un contratto derivato OTC devono essere gestiti tutta una serie di eventi legati ai diritti e alle obbligazioni derivanti dal contratto (come la gestione della garanzia reale e il regolamento dei pagamenti in contante).

Dato che il mercato dei derivati OTC consente un elevato grado di flessibilità nella definizione delle condizioni economiche e giuridiche dei contratti, vi sono parecchi contratti altamente complessi e su misura. Questi contratti necessitano ancora di importanti interventi manuali in molte tappe del loro trattamento, il che aumenta il rischio operativo e può creare un rischio giuridico, limitare la trasparenza o determinare un aumento del rischio di controparte.

Gli obiettivi

L'obiettivo della presente valutazione dell'impatto è analizzare la possibilità di trovare soluzioni a livello dell'Unione ai problemi evidenziati in precedenza. L'obiettivo generale è ridurre il rischio sistemico, rafforzando la sicurezza e l'efficacia del mercato dei derivati

OTC. Come menzionato in precedenza, per raggiungere questo obiettivo generale è necessario, conseguire tre obiettivi strategici specifici, ossia i) accrescere la trasparenza, ii) ridurre il rischio di controparte e iii) ridurre il rischio operativo associati ai derivati OTC. Dato che questi obiettivi sono ancora piuttosto ampi, occorre definire obiettivi operativi:

1. ottenere informazioni complete sulle posizioni in derivati OTC;
2. aumentare il ricorso alla compensazione mediante controparte centrale;
3. migliorare le pratiche di compensazione bilaterale;
4. aumentare la standardizzazione dei contratti derivati OTC.

Strumenti e opzioni politiche prescelte

La valutazione dell'impatto analizza poi l'impatto di ogni possibile opzione politica associata agli obiettivi operativi descritti in precedenza e lo confronta con uno scenario di base per determinare la strada più idonea da seguire. Sulla base dell'analisi, la valutazione dell'impatto conclude che i maggiori benefici netti sarebbero realizzati tramite l'adozione di misure che:

1. impongano ai partecipanti al mercato di comunicare tutte le informazioni necessarie sui rispettivi portafogli di derivati OTC ad un repertorio di dati sulle negoziazioni, e se ciò non fosse possibile, direttamente alle autorità di regolamentazione; impongano la pubblicazione di informazioni sulle posizioni aggregate;
2. impongano la compensazione tramite controparte centrale dei derivati OTC che soddisfano criteri di assoggettabilità predefiniti;
3. fissino obiettivi specifici in materia di compensazione bilaterale delle operazioni su derivati OTC, e
4. fissino obiettivi specifici in materia di standardizzazione giuridica e delle procedure.

Tenuto conto delle opzioni prescelte e della necessità di assicurare che il quadro legislativo abbia esattamente la stesso ambito di applicazione in tutta l'UE, senza possibilità di sovraregolamentazioni nazionali né competenze residue dei legislatori nazionali, il regolamento è considerato come lo strumento più adeguato per raggiungere gli obiettivi auspicati.

Infrastrutture di mercato per la post-negoziazione

La decisione di chiedere il ricorso alle controparti centrali e ai repertori di dati sulle negoziazioni aumenterà l'importanza sistemica delle prime e conferirà un'importanza sistemica ai secondi (nella misura in cui non è già il caso). Da ciò deriva l'obbligo di garantire la sicurezza e la solidità di queste infrastrutture, per evitare situazioni in cui il loro utilizzo avrebbe effettivamente per effetto di accrescere il rischio sistemico anziché ridurlo. La valutazione dell'impatto riconosce che, per raggiungere questo obiettivo, è necessario risolvere i problemi ancora aperti messi in evidenza in relazione al funzionamento delle controparti centrali e dei repertori di dati sulle negoziazioni.

Controparti centrali

Per controparte centrale si intende un soggetto che si interpone tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari agendo come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente. Dato il loro ruolo centrale sul mercato, le controparti centrali non sopportano di norma alcun rischio di mercato (che resta a carico delle parti originarie dell'operazione). Tuttavia, in quanto controparte rispetto a tutte le posizioni, la controparte centrale sopporta il rischio di credito nel caso in cui una delle sue controparti fallisca. Analogamente, le controparti di una controparte centrale sopportano il rischio che la controparte centrale stessa fallisca. Le controparti centrali riducono le proprie esposizioni al rischio di controparte mediante un certo numero di meccanismi di protezione, tra cui tipicamente le restrizioni all'accesso, gli strumenti di gestione dei rischi (come la costituzione di garanzie reali) e la mutualizzazione delle perdite. Tali meccanismi rappresentano le linee di difesa della controparte centrale.

Dato il loro ruolo di riduzione del rischio, le controparti centrali sono una componente essenziale del mercato per il quale operano. Di conseguenza il loro fallimento può diventare un evento di importanza sistemica. Considerata la loro importanza sistemica, le controparti centrali sono assoggettate ad una regolamentazione rigorosa. Nell'UE le controparti centrali sono disciplinate a livello nazionale. Dato che le disposizioni che disciplinano le controparti centrali variano da uno Stato membro all'altro, la mancanza di condizioni di parità che ne deriva rende la prestazione transfrontaliera di servizi di controparte centrale più costosa e potenzialmente meno sicura di quanto sarebbe auspicabile e costituisce un ostacolo all'integrazione dei mercati finanziari dell'UE.

Per questi motivi, nel 2006 la Commissione aveva preso in considerazione la possibilità di introdurre una normativa UE in materia, per poi alla fine rinunciarvi e optare piuttosto per una combinazione di autoregolamentazione del settore (ha invitato le imprese del settore ad adottare un codice di condotta) e di cooperazione degli Stati membri (ha invitato a completare le raccomandazioni del SEBC e del CESR per le controparti centrali), per assicurare una prestazione più sicura e più efficiente dei servizi di controparte centrale nell'UE.

Da allora è diventato evidente che l'approccio scelto dalla Commissione non sarebbe stato sufficiente a risolvere i problemi di funzionamento delle controparti centrali, in parte a causa delle carenze dell'approccio stesso, e in parte a causa dell'emergere di nuovi problemi. Per quanto riguarda l'approccio stesso, ci si è resi soprattutto conto che le raccomandazioni non permettono di raggiungere lo stesso risultato in termini di armonizzazione della regolamentazione rispetto alla normativa a livello UE. Quanto ai nuovi problemi individuati, si possono citare tra l'altro gli ostacoli alla creazione di legami, l'emergere del pericolo di concorrenza sui rischi tra controparti centrali e il problema della portabilità delle garanzie reali tra controparti centrali.

Considerati questi problemi, la valutazione dell'impatto esamina i possibili mezzi per accrescere la sicurezza e l'efficienza dell'infrastruttura post-negoziante e della protezione degli investitori nell'UE. A tal fine, essa definisce quattro obiettivi specifici, ossia i) accrescere la sicurezza delle controparti centrali, ii) creare pari condizioni di concorrenza per la prestazione di servizi di controparte centrale, iii) facilitare la creazione di legami tra controparti centrali, e iv) fornire ulteriori salvaguardie ai partecipanti al mercato che accedono indirettamente alle controparti centrali. Il conseguimento dei predetti obiettivi specifici richiede il raggiungimento dei seguenti obiettivi operativi:

1. eliminare gli ostacoli alla prestazione transfrontaliera dei servizi di controparte centrale;
2. eliminare gli ostacoli alla creazione di legami tra controparti centrali;
3. impedire che le controparti centrali si facciano concorrenza sui rischi, e
4. promuovere la portabilità delle posizioni dei clienti e dei margini associati.

La valutazione dell'impatto analizza poi l'impatto di ogni possibile opzione politica associata agli obiettivi operativi descritti in precedenza e lo confronta con uno scenario di base per determinare la strada più idonea da seguire. Sulla base dell'analisi, la valutazione dell'impatto conclude che i maggiori benefici netti sarebbero realizzati tramite l'adozione di misure che:

1. instaurino un passaporto per la prestazione dei servizi di controparte centrale, basato sul sistema nazionale di rilascio dell'autorizzazione e di vigilanza delle controparti centrali, che preveda un ruolo rafforzato del collegio delle autorità di vigilanza;
2. introducano requisiti e procedure comuni per stabilire il diritto delle controparti centrali di diventare interoperabili, purché i relativi rischi siano adeguatamente affrontati e le autorità competenti approvino il legame;
3. assoggettino le controparti centrali a norme comuni rigorose in materia di rischio, e
4. impongano alle controparti centrali l'obbligo di offrire ai partecipanti indiretti la possibilità di depositare i rispettivi margini su conti (*omnibus* o nominali) segregati, lasciando comunque loro la scelta di valersi o no dell'offerta.

Il regolamento viene considerato lo strumento più idoneo per conseguire gli obiettivi prefissati anche in questo caso.

Repertori di dati sulle negoziazioni

Un repertorio di dati sulle negoziazioni è un registro centralizzato dotato di una banca dati elettronica in cui sono registrate le operazioni in corso su derivati OTC (contratti). Oltre a questa attività principale, esso può prestare altri servizi, come servizi di gestione degli eventi contrattuali e di trattamento delle negoziazioni. I repertori di dati sulle negoziazioni rappresentano un'aggiunta molto recente alla famiglia delle infrastrutture di mercato (il primo è stato lanciato soltanto alla fine del 2006), e fino a poco tempo fa non erano regolamentati. In termini di interesse pubblico, il primo beneficio da loro offerto è quello di una maggiore trasparenza, grazie alla loro funzione di registrazione dei dati e all'integrità delle informazioni conservate.

Il principale problema emerso durante la crisi ha riguardato la velocità alla quale le autorità di regolamentazione potevano accedere alle informazioni conservate nei repertori di dati per i derivati su crediti (il solo repertorio di dati esistente all'epoca). Dato il ruolo sistemico che i repertori di dati sulle negoziazioni svolgeranno a seguito dell'introduzione dell'obbligo di segnalazione delle operazioni, la questione dell'accesso alle informazioni da parte delle autorità di regolamentazione diventerà ancora più importante. Inoltre, l'obbligo di segnalazione impone di affrontare molti altri aspetti dell'attività dei repertori di dati sulle negoziazioni.

La valutazione dell'impatto studia i mezzi per assicurare la creazione di repertori di dati sulle negoziazioni sicuri, solidi ed efficaci, che forniranno il necessario sostegno all'obbligo di segnalazione e consentiranno alle autorità competenti di disporre delle informazioni necessarie all'esercizio delle loro funzioni. Per raggiungere questo obiettivo generale, la valutazione dell'impatto definisce tre obiettivi strategici più specifici, ossia i) garantire la sicurezza e l'integrità dei dati registrati nei repertori di dati; ii) creare pari condizioni di concorrenza per la prestazione di servizi di repertorio di dati e iii) assicurare che le autorità competenti abbiano libero accesso alle informazioni conservate nei repertori di dati sulle negoziazioni. La valutazione dell'impatto specifica quindi un unico obiettivo operativo, ossia l'introduzione di norme comuni per disciplinare le attività dei repertori di dati sulle negoziazioni.

La valutazione dell'impatto analizza poi l'impatto di ogni possibile opzione politica associata agli obiettivi operativi descritti in precedenza e lo confronta con uno scenario di base per determinare la strada più idonea da seguire. Sulla base dell'analisi, la valutazione dell'impatto conclude che i maggiori benefici netti sarebbero realizzati tramite l'adozione di una normativa di disciplina delle attività dei repertori di dati sulle negoziazioni che preveda la registrazione e la vigilanza effettuate a livello UE dall'ESMA.

Anche in questo caso, il regolamento viene considerato lo strumento più idoneo per conseguire gli obiettivi auspicati.