



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 7.3.2012
SWD(2012) 23 final

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

SINTESI DELLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO

Che accompagna il documento

Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio

**relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari
centrali di titoli e recante modifica della direttiva 98/26/CE**

{ COM(2012) 73 final }
{ SWD(2012) 22 final }

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

SINTESI DELLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO

Che accompagna il documento

Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio

relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica della direttiva 98/26/CE

Introduzione

Qualsiasi negoziazione di titoli in borsa e fuori borsa è seguita da un flusso di processi di post-negoziazione che conducono al regolamento dell'operazione, ossia alla consegna di titoli contro contante. Questi processi di norma sono svolti da cosiddette "infrastrutture post-negoziazione", tra cui figurano le controparti centrali (CCP) e i depositari centrali di titoli (CSD), che si occupano rispettivamente della *compensazione* e del *regolamento*.

I CSD sono istituti che svolgono un ruolo importante nell'ambito della post-negoziazione: di norma si occupano della registrazione, della custodia e del regolamento di titoli. Quest'ultima funzione è svolta tramite la gestione di cosiddetti sistemi di regolamento titoli. I CSD svolgono un ruolo essenziale anche per i mercati delle garanzie, soprattutto per le operazioni di politica monetaria. Basti pensare che quasi tutte le garanzie ammissibili per le operazioni di politica monetaria nell'UE, in particolare nell'area dell'euro, vengono registrate nei sistemi di regolamento titoli gestiti dai CSD. Nel 2010 i sistemi di regolamento titoli nell'UE hanno regolato operazioni per un valore di circa 920 000 miliardi di EUR e a fine 2010 detenevano quasi 39 000 miliardi di EUR in titoli.

I CSD svolgono pertanto un *ruolo importante sotto il profilo sistemico* per i mercati in cui operano e, visto l'aumento delle operazioni transfrontaliere in Europa, stanno diventando sempre più interconnessi. Secondo alcune stime, le negoziazioni transfrontaliere rappresentano circa un terzo del totale delle operazioni in titoli nel mercato europeo. I CSD, e i processi di post-negoziazione in genere, saranno ancora più interconnessi quando debutterà sul mercato Target2 Securities (T2S), un progetto promosso dall'Eurosistema per istituire una piattaforma comune transfrontaliera di regolamento titoli senza frontiere in Europa (la piattaforma T2S dovrebbe essere avviata nel 2015).

Il mercato dell'UE per i servizi dei CSD è molto frammentato: vi operano 30 CSD e due ICSD (CSD internazionali, ossia Clearstream Banking Luxembourg e Euroclear Bank). A titolo di confronto, nell'intero mercato dei titoli statunitense sono attivi soltanto due CSD, ovvero DTC e FedWire.

Mandato politico e consultazione delle parti interessate

I servizi della Commissione dell'UE si stanno occupando di questioni legate alla post-negoziazione da oltre dieci anni. Il loro impegno è stato avallato da una risoluzione del Parlamento europeo del 2003 sulla compensazione e il regolamento, ed è stato messo in

evidenza da una comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo del 2004 sulla compensazione e il regolamento nell'UE.

Più recentemente, il sostegno politico è stato dimostrato come segue:

- In una lettera congiunta dell'8 giugno 2010, la cancelliera Merkel e il presidente Sarkozy hanno invitato il presidente Barroso a prendere in considerazione la possibilità di armonizzare i periodi di regolamento in Europa.
- Il Consiglio ECOFIN del 2 dicembre 2008 ha evidenziato la necessità di rafforzare la sicurezza e la solidità dei sistemi di regolamento titoli e ha convenuto che la normativa dell'UE è necessaria per eliminare gli ostacoli giuridici connessi alla post-negoiazione, comprese le barriere di accesso ai CSD.

La necessità di norme adeguate per i CSD è inoltre riconosciuta a livello internazionale.

- Già nel 2001 le autorità internazionali di regolamentazione delle banche e dei valori mobiliari (CSPR-IOSCO) hanno adottato raccomandazioni per i sistemi di regolamento titoli. Tali raccomandazioni sono state adattate dai regolatori europei (SEBC-CESR) nel 2009.
- Nell'ottobre 2010 il Consiglio per la stabilità finanziaria ha rinnovato l'invito ad aggiornare le norme per rendere più solide le infrastrutture di base del mercato, inclusi i CSD, e ha chiesto la revisione e il miglioramento delle norme esistenti.

I servizi della Commissione si sono ampiamente consultati con le parti interessate, comprese le autorità di regolamentazione, i CSD e i partecipanti ai CSD. Dal 13 gennaio al 1° marzo 2011 si è svolta una consultazione pubblica, che ha consentito di raccogliere 101 contributi.

Contesto generale

Pur essendo generalmente sicuri ed efficienti all'interno del proprio paese, *a livello internazionale* i sistemi nazionali di post-negoiazione non si accordano e comunicano con altrettanta sicurezza: l'investitore che effettua un investimento transfrontaliero affronta pertanto rischi e costi più elevati. Ad esempio, i costi per le operazioni di regolamento transfrontaliere sono fino a quattro volte superiori a quelli di un'operazione analoga a livello nazionale.

La valutazione dell'impatto individua tre questioni fondamentali: *rischi e costi più elevati* per le operazioni di regolamento transfrontaliere e *disparità nella concorrenza* per la fornitura dei servizi di CSD. Questa situazione si può ricondurre a determinati aspetti descritti brevemente qui di seguito.

Diverse prassi di mercato in materia di organizzazione del regolamento

a) Diverse prassi in termini di disciplina di regolamento

Nei vari mercati dell'UE vigono prassi diverse in merito all'applicazione o meno delle misure di disciplina di regolamento e alle loro eventuali modalità di applicazione, ad esempio in termini di promozione del regolamento sollecito, di monitoraggio dei mancati regolamenti, di incentivi per i regolamenti puntuali, di penalità oppure di obblighi di acquisto forzoso (*buy-in*). Tutto ciò aumenta il numero di *mancati regolamenti* per operazioni transfrontaliere e

favorisce l'*arbitraggio regolamentare* (in particolare in una situazione concorrenziale post-T2S).

Anche le definizioni del mancato regolamento differiscono, compromettendo la capacità dei partecipanti al mercato, dei CSD e delle autorità di regolamentazione di riconoscere le aree di rischio, di individuare misure per attenuare i rischi e di agire di conseguenza, soprattutto in un contesto transfrontaliero.

Il settore ha adottato misure volte ad armonizzare alcune delle prassi di mercato in questione, ma i progressi sono stati relativamente contenuti. Le raccomandazioni SEBC-CESR contengono anche determinati principi per la disciplina del regolamento, tuttavia per la maggior parte delle misure non esiste un piano di attuazione.

b) Diversi periodi di regolamento

Nella maggior parte delle operazioni il regolamento non avviene contestualmente alla negoziazione, ma alcuni giorni dopo tale data. In Europa la maggior parte dei titoli è regolata in T+3 o T+2, ossia rispettivamente tre o due giorni dopo la data di negoziazione. Le divergenze nei periodi di regolamento pongono una serie di problemi per le operazioni transfrontaliere: a) un *rischio* operativo supplementare, b) maggiori *costi* di finanziamento, ad esempio per gli investitori che acquistano titoli in un mercato T+2 e li vendono in un mercato T+3, e c) disfunzioni nelle *azioni societarie* che rendono più complessa l'individuazione degli investitori che hanno diritto a percepire i dividendi. Periodi di regolamento più lunghi causano incertezza e un maggiore rischio di controparte per gli investitori.

Nel 2009, sotto l'egida dei servizi della Commissione, gli operatori del settore hanno istituito un gruppo di lavoro che si occupa dell'armonizzazione dei cicli di regolamento per valutare la necessità di un'armonizzazione ed individuare l'opzione migliore per realizzarla. Il gruppo ha raccomandato di armonizzare i regolamenti a T+2.

Diverse norme per i CSD

Nell'UE l'attività dei CSD è regolamentata a livello nazionale e gli Stati membri hanno adottato soluzioni divergenti in materia. Ad esempio, alcuni paesi non consentono ai loro CSD di svolgere attività bancarie, mentre in altri paesi i CSD possono fornire determinati servizi bancari, il che comporta un rischio supplementare per le operazioni dei CSD.

Le raccomandazioni SEBC-CESR forniscono alle autorità di vigilanza orientamenti intesi a valutare la sicurezza, la solidità e l'efficienza dei CSD, che sono però di portata generale e di natura non vincolante.

Insieme alle barriere di accesso descritte di seguito, l'eterogeneità delle norme conduce a una *frammentazione* del mercato della post-negoziazione nell'UE. A tale frammentazione conseguono regolamenti transfrontalieri fondati su complessi intrecci di detentori e che si ripercuotono sulla *sicurezza e l'efficienza* di tali operazioni. Le carenze in termini di efficienza si traducono in maggiori costi per il regolamento transfrontaliero rispetto a quello nazionale, così come in un aumento dei costi operativi e di finanziamento per gli investitori che non hanno la possibilità di raggruppare i loro attivi in un "pool" di liquidità.

L'eterogeneità delle norme e le barriere di accesso contribuiscono inoltre ai *quasi-monopoli* nazionali di cui godono i CSD nazionali, perlomeno per determinati servizi e titoli, ad esempio per servizi di notariato per titoli azionari.

Barriere di accesso ai CSD

a) Accesso degli emittenti ai CSD

In molti Stati membri la libertà dell'emittente di scegliere un CSD è ancora limitata, in particolare per quanto riguarda i titoli azionari. Tali restrizioni contribuiscono alla *manca*za di concorrenza tra CSD e alla *frammentazione* del mercato dell'UE, con tutte le conseguenze sopra descritte.

b) Accesso tra CSD e accesso tra CSD e altre infrastrutture di mercato

In un contesto sempre più transfrontaliero i CSD e altre infrastrutture di mercato (come le sedi di negoziazione e le controparti centrali) devono poter accedere l'uno all'altro se vogliono concorrere su un piano di parità. Tali diritti di accesso non sono garantiti né dalla normativa UE, né da quella nazionale.

Nel 2006 le associazioni europee dei CSD, delle borse e delle controparti centrali hanno firmato un codice di condotta che ha fissato alcuni principi generali al riguardo, ma su base volontaria e limitatamente ai titoli azionari.

Il diritto dell'Unione di intervenire

L'intervento dell'UE appare appropriato in termini di sussidiarietà per le ragioni esposte di seguito.

- I problemi di cui sopra riguardano essenzialmente questioni transfrontaliere. Di conseguenza, l'efficacia di misure realizzate dai singoli Stati membri in maniera autonoma e non coordinata sarebbe probabilmente molto ridotta in un contesto transfrontaliero.
- La natura sistemica dei CSD e la loro crescente interconnessione in Europa richiedono un'azione coordinata.
- Determinati aspetti dei problemi individuati sono disciplinati dall'attuale *acquis*, in particolare dalla direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria, dalla direttiva sul carattere definitivo del regolamento (SFD), dalla direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari e dalla direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD). È opportuno che ogni nuova proposta sia perfettamente in linea con tali misure, adottate a livello di UE. Il modo più efficace per raggiungere tale obiettivo è un'azione congiunta.

Obiettivi

L'obiettivo della presente valutazione dell'impatto è analizzare la possibilità di trovare delle soluzioni a livello dell'Unione ai problemi evidenziati in precedenza. Gli obiettivi strategici sono aumentare la sicurezza, l'efficienza e la parità di condizioni per i servizi transfrontalieri dei CSD. Inoltre, la relazione definisce obiettivi operativi concreti:

- (1) Migliorare il quadro normativo per il regolamento 1.1.) ottimizzando la disciplina di regolamento a livello transfrontaliero e 1.2) armonizzando i periodi di regolamento.
- (2) Introdurre norme coerenti per i CSD europei 2.1) armonizzando il quadro per la concessione delle autorizzazioni, 2.2) le norme prudenziali e organizzative e 2.3 i regimi di autorizzazione e vigilanza dei CSD.

- (3) Eliminare gli ostacoli di accesso a/da CSD in relazione sia 3.1) all'accesso tra emittenti e CSD, sia 3.2) all'accesso tra gli stessi CSD e tra CSD e altre infrastrutture di mercato.

Opzioni strategiche e strumenti

La valutazione dell'impatto presenta ed analizza una serie di opzioni strategiche per ciascun obiettivo operativo, confrontandole con lo *status quo*.

1.1) Per la disciplina di regolamento a livello transfrontaliero sono state prese in considerazione le seguenti opzioni. Ottenere ulteriori impegni da parte degli operatori del settore, introducendo principi di regolamento comuni, prescrivendo l'utilizzo di processi standardizzati di disciplina di regolamento o introducendo misure che riguardino l'intero iter di negoziazione/post-negoziazione. L'opzione di introdurre principi comuni vincolanti a livello dell'UE è stata accolta in ragione del fatto che promuove la standardizzazione e la sicurezza, lasciando comunque spazio all'innovazione e alla flessibilità in un contesto di mercato in evoluzione. Si tratta anche dell'opzione prescelta del gruppo di lavoro sull'armonizzazione dei cicli di regolamento.

1.2) Per quanto riguarda i periodi di regolamento, le opzioni considerate sono state T+1, T+2 e T+3. In linea con le conclusioni del gruppo di lavoro sull'armonizzazione dei cicli di regolamento l'opzione T+2 sembra essere la migliore, visto che riduce il rischio di controparte e le garanzie necessarie oltre a incoraggiare una maggiore automazione. Questi vantaggi sono permanenti, mentre i costi di attuazione a carico dei partecipanti al mercato sono *una tantum* e sono solo lievemente superiori a quelli correlati a un'armonizzazione a T+3.

2.1) Per quanto concerne il sistema di autorizzazione, la relazione mette a confronto il riconoscimento reciproco dei servizi offerti dai CSD di tutta l'UE con un'autorizzazione (e un "passaporto") unionale. Si è ritenuto che un'autorizzazione (e un "passaporto") unionale siano il miglior modo per raggiungere parità di condizioni e una concorrenza equa tra CSD. Ciò è in linea con il parere della maggior parte dei partecipanti alla consultazione pubblica, anche se le opinioni divergono quanto alla portata dell'autorizzazione, in particolare sul fatto se tale licenza dovrebbe comprendere servizi bancari, che rappresentano il rischio principale per i CSD.

Per quanto riguarda tali servizi bancari, la relazione confronta un modello integrato, in cui un CSD fornisce determinati servizi bancari soggetti a condizioni più severe rispetto a quanto disposto dalla direttiva CRD (ad esempio la piena collateralizzazione del credito), e un modello di segregazione, che prevede invece che tali servizi bancari siano prestati da un ente creditizio separato, senza alcuna limitazione del campo di applicazione o dell'attività, ma con assoggettamento agli stessi requisiti prudenziali validi per tali servizi. Il modello di segregazione è stato accolto in ragione del fatto che attenua gli effetti di ricaduta del rischio delle attività bancarie su altre attività dei CSD e garantisce pertanto che i CSD abbiano un profilo di rischio più basso e più adeguato a infrastrutture così importanti dal punto di vista sistemico. Questo importante vantaggio non sembra essere controbilanciato da costi di attuazione altrettanto importanti, che consistono principalmente in costi legali/operativi necessari per istituire un'entità giuridica separata e rinegoziare contratti preesistenti.

2.2) Per quanto riguarda l'introduzione di norme prudenziali, nella relazione si esaminano due opzioni principali: introducendo principi comuni nella normativa dell'UE, tramite l'elaborazione di norme tecniche dettagliate che dovranno essere sviluppate dall'AESFEM in collaborazione con il SEBC oppure prescrivendo norme comuni dettagliate a livello

legislativo. In linea con il parere delle parti interessate l'opzione accolta è stata la prima poiché consente a) una certa flessibilità per adattare le misure dettagliate alla situazione di mercato, b) un migliore allineamento alle norme internazionali e c) il coinvolgimento del SEBC nell'elaborazione di tali misure, il che è importante sotto il profilo degli oneri normativi dei CSD, visto che i sistemi di regolamento che gestiscono sono soggetti alla vigilanza delle banche centrali.

2.3) Per quanto concerne l'autorizzazione e la vigilanza dei CSD, la relazione esamina varie opzioni: autorizzazione/vigilanza dei CSD a livello nazionale con il coinvolgimento delle autorità di altri Stati membri, laddove opportuno, autorizzazione/vigilanza a livello nazionale con il coinvolgimento dell'AESFEM, una combinazione di queste due opzioni oppure autorizzazione/vigilanza da parte dell'AESFEM. È stata privilegiata la combinazione tra autorizzazione/vigilanza a livello nazionale e coinvolgimento delle autorità di altri Stati membri e dell'AESFEM, in ragione del fatto che contribuirebbe alla partecipazione diretta delle autorità all'autorizzazione e alla vigilanza dei CSD che svolgono attività transfrontaliere, concedendo alle stesse autorità una determinata flessibilità che consenta loro di non imporre oneri normativi eccessivi ai CSD più piccoli, pur garantendo, nel quadro di questa collaborazione, una certa standardizzazione ai CSD più grandi.

3.1) L'introduzione del diritto degli emittenti di emettere titoli nel CSD di loro scelta contribuisce all'apertura del mercato, resa possibile dalla concessione dell'autorizzazione a livello unionale. A ciò si aggiunge l'obbligo che i titoli quotati in borsa siano registrati mediante scritture contabili, il che renderebbe inoltre più efficiente il regolamento e agevolerebbe la riduzione dei periodi di regolamento, vista la maggiore facilità di consegnare titoli registrati tramite scritture contabili piuttosto che titoli in forma cartacea. L'impatto sui pochi mercati in cui sono ancora in uso titoli in forma cartacea potrebbe essere attenuato stabilendo una data di attuazione che dia loro il tempo per adeguarsi alle nuove condizioni.

3.2) Anche i diritti di accesso tra CSD e tra CSD e altre infrastrutture di mercato sono elementi importanti nel quadro della concessione dell'autorizzazione unionale.

Molte di queste opzioni sono interdipendenti. Dalla combinazione delle opzioni possono risultare le seguenti conseguenze.

- A breve termine, una maggiore concorrenza tra CSD, con benefici attesi in termini di qualità dei servizi transfrontalieri e di commissioni ad essi relative. Ciò potrebbe comportare benefici immediati per gli emittenti, ma la riduzione delle commissioni potrebbe non tradursi in costi minori per gli investitori se la concorrenza comportasse una maggiore frammentazione nel breve termine.
- A medio e lungo termine, un maggiore consolidamento del mercato e una minore frammentazione (catene di detentori più brevi a livello transfrontaliero), con benefici in termini di riduzione dei rischi e dei costi per le operazioni di regolamento transfrontaliere. Questa riduzione potrebbe implicare una riduzione dei costi per gli investitori in tutta la catena di post-negoziazione.
- Nel complesso, le politiche proposte potrebbero rafforzare la capacità degli emittenti di ottenere capitali e la capacità degli investitori di commercializzare i loro fondi in maniera più sicura ed efficiente sotto il profilo dei costi, recando all'economia benefici più ampi.

Non è facile quantificare tali vantaggi. Il progetto di documento di lavoro dei servizi della Commissione del 2006 sulla post-negoziatazione ha fornito alcune stime basate sulle differenze di costo tra operazioni transfrontaliere e nazionali e tra operazioni effettuate in Europa e negli Stati Uniti (facendo riferimento agli studi disponibili all'epoca, prevalentemente risalenti al periodo 2001-2004):

- un'eccedenza totale tra i 2 e i 5 miliardi di EUR dei costi di post-negoziatazione a carico degli investitori.
- circa 700 milioni di EUR di riduzioni supplementari dei costi dovute al consolidamento del mercato.

Questi numeri danno un'idea della portata del fenomeno, ma probabilmente sopravvalutano i potenziali benefici della legislazione odierna: lo scarto tra costi transfrontalieri e nazionali si è infatti ridotto e si prevede che l'introduzione di T2S comporti un'ulteriore diminuzione dei costi a livello sia nazionale che transfrontaliero.

Tenuto conto delle opzioni prescelte e della necessità di assicurare che il quadro normativo sia applicato in maniera uniforme in tutta l'UE, si ritiene che un regolamento sia lo strumento più adeguato per raggiungere gli obiettivi auspicati.

Monitoraggio e valutazione

La valutazione *ex post* di tutte le politiche è una delle priorità principali della Commissione, visto che il mercato è in continua evoluzione. La valutazione analizzerà in particolare se le misure rispondono ancora in maniera efficace ed efficiente agli obiettivi qui esposti. La relazione propone di istituire un quadro di monitoraggio e di valutazione che combini un monitoraggio regolare da parte dell'AESFEM con studi esterni e indagini di mercato nel settore. La relazione propone inoltre il monitoraggio di settori in cui erano stati riscontrati problemi ma per i quali al momento non si è proposto un intervento UE, come l'internazionalizzazione del regolamento al di fuori dei sistemi di regolamento designati e notificati.