



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 3.7.2009
COM(2009) 332 definitivo

COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE

Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi

{SEC(2009) 905 definitivo}
{SEC(2009) 914 definitivo}

COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE

Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi

(Testo rilevante ai fini del SEE)

1. INTRODUZIONE

La crisi finanziaria attualmente in corso ha portato i derivati al centro dell'attenzione delle autorità di regolamentazione. Il quasi fallimento della Bear Sterns nel marzo 2008, il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008 e il salvataggio di AIG il 16 settembre hanno evidenziato il ruolo significativo dei derivati in generale e dei CDS (*Credit Default Swap*) in particolare.

Vi è un ampio consenso in merito ai vantaggi e ai rischi dei mercati dei derivati quali emersi dalla crisi finanziaria. La relazione del gruppo ad alto livello presieduto da Jacques de Larosière ha dimostrato i rischi connessi alla rapida esplosione dell'uso dei derivati su crediti e ha sottolineato la necessità di affrontare il problema della mancanza di trasparenza del mercato. A tal fine la relazione ha raccomandato l'adozione di provvedimenti volti a semplificare e a standardizzare i derivati OTC e ad introdurre la compensazione tramite controparte centrale (CCP). In aprile il G20 di Londra si è impegnato a promuovere la standardizzazione e la resilienza dei mercati dei derivati su crediti, in particolare tramite l'istituzione di controparti centrali di compensazione soggette a regolamentazione e vigilanza efficaci. Anche il Consiglio europeo del 19 giugno 2009 ha sollecitato a compiere ulteriori progressi per garantire la trasparenza e la stabilità dei mercati dei derivati.

Dall'ottobre del 2008 la Commissione è impegnata in un riesame approfondito dei mercati dei derivati. Come annunciato nella comunicazione "Guidare la ripresa in Europa", la presente comunicazione presenta i risultati di tale riesame e prepara il terreno per la futura adozione di misure per far fronte ai problemi identificati. Parallelamente, la Commissione continuerà a collaborare costruttivamente con gli operatori del settore per tener fede al proprio impegno di introdurre un sistema di compensazione centrale avente sede nell'UE entro la fine del luglio 2009. La Commissione terrà pienamente conto delle misure adottate dagli operatori del settore in sede di definizione delle misure di *follow-up*.

La presente comunicazione è accompagnata da un documento di lavoro dei servizi della Commissione che fornisce i) un quadro dei mercati dei derivati, ii) una panoramica dei segmenti dei mercati dei derivati OTC, ed iii) una valutazione dell'efficacia delle misure attuali di riduzione dei rischi, in particolare per quanto concerne i *Credit Default Swap* (CDS).

La Commissione invita le parti interessate a comunicarle le proprie osservazioni sugli orientamenti presentati nella presente comunicazione ed in particolare sulle questioni specifiche esposte in modo più dettagliato nel documento di consultazione di accompagnamento. Tali osservazioni dovrebbero essere inviate alla Commissione entro il 31 agosto 2009.

2. DERIVATI E RELATIVI MERCATI

Il presente capitolo spiega che cosa sono i derivati, quali vantaggi presentano per l'economia e quali rischi comportano. Questi ultimi sono stati alla base della crisi finanziaria.

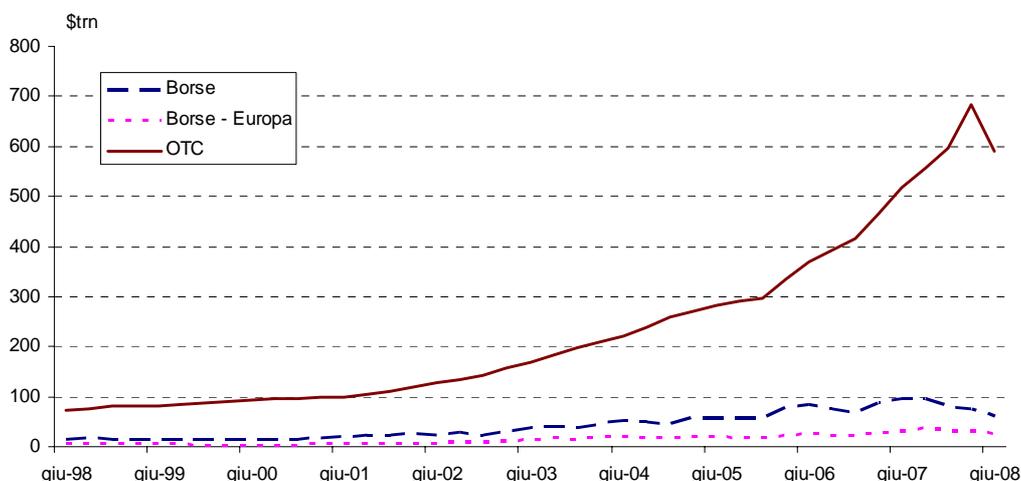
2.1. Che cosa sono i derivati?

I derivati sono contratti finanziari che consentono di negoziare e ridistribuire i rischi generati nell'economia reale e sono pertanto strumenti importanti che consentono agli agenti economici di trasferire i rischi. Possono essere utilizzati sia a copertura del rischio, sia per l'acquisizione di un rischio ai fini del conseguimento di un utile. Si chiamano derivati in quanto il loro valore è "derivato" da un "sottostante", ad esempio uno strumento finanziario, una merce, una variabile di mercato o persino un servizio.

Esistono molti tipi di derivati. Alcuni sono prodotti standard (ad esempio i *future*), altri no (ad esempio ciascun contratto tagliato sulle esigenze specifiche dell'utente come lo *swap*). I derivati standardizzati sono negoziati normalmente in sedi di negoziazione organizzate, nelle quali i prezzi sono pubblici (ad esempio le borse di derivati) mentre i derivati non standardizzati sono negoziati fuori borsa ovvero OTC ed i prezzi non sono pubblici.

Il loro uso è cresciuto enormemente negli ultimi dieci anni, come dimostrato dalla crescita delle operazioni OTC (vedi grafico sottostante).

Le dimensioni dei mercati dei derivati: operazioni in borsa e fuori borsa

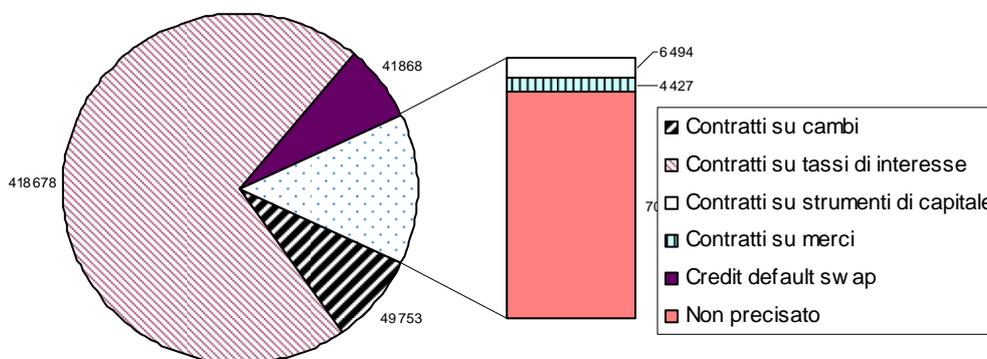


Nota: i dati indicano gli importi nozionali relativi ai segmenti di mercato in borsa e fuori borsa in migliaia di miliardi di USD nel 1998-2008. Le tendenze indicano gli importi a livello mondiale, mentre la quota di mercato delle borse europee viene indicata separatamente (non esiste una ripartizione geografica analoga per quanto riguarda i dati relativi agli OTC). Fonte: BRI (Banca dei regolamenti internazionali).

I derivati OTC si dividono generalmente in cinque grandi segmenti: i derivati su cambi, i derivati su tassi di interesse, i derivati su strumenti di capitale, i derivati su merci e i derivati su crediti, i più importanti dei quali sono i *credit default swap*. Il grafico sottostante indica il peso relativo di questi segmenti. Il capitolo 3 del documento di lavoro dei servizi della Commissione presenta questi segmenti in modo più approfondito e descrive le caratteristiche e i rischi connessi ai diversi tipi di derivati OTC.

Segmenti del mercato dei derivati OTC

Importi nozionali, migliaia di miliardi di USD, dicembre 2008



Fonte: BRI (2009)

2.2. I derivati sono utili per l'economia....

L'economia non può prosperare se nessuno è disposto ad assumersi dei rischi. Un imprenditore che costituisce un'impresa corre il rischio che essa fallisca. Una banca che presta denaro a tale impresa rischia che il prestito non le venga rimborsato integralmente. Senza l'imprenditore che costituisce l'impresa, il risparmiatore che ha depositato i suoi fondi presso la banca avrebbe tuttavia minori possibilità di ottenere un rendimento adeguato per i suoi risparmi. Il risparmiatore sa che quanto più elevato è il rendimento, tanto maggiore è il rischio del progetto che sta finanziando. Il finanziamento dei progetti di investimento dipende pertanto dalla disponibilità di qualcuno a sostenere il rischio connesso. Nessuno desidera assumersi rischi troppo elevati ed è pertanto utile che i rischi vengano ripartiti.

A tal fine possono essere utilizzati i derivati. Essi consentono di ripartire e ridistribuire i rischi e possono essere utilizzati come protezione contro un determinato rischio (copertura) o per l'assunzione di posizione speculative. In particolare i soggetti commerciali (ad esempio le compagnie aeree, i produttori) utilizzano i derivati per coprire il rischio di un incremento dei prezzi dei materiali di base che essi utilizzano ai fini del funzionamento della loro impresa e per pianificare meglio le loro esigenze future.

2.3. ...ma possono metterla a rischio...

Gli istituti che partecipano ai mercati dei derivati possono coprire i rischi affrontati utilizzando i derivati. Tuttavia, in caso di copertura dei rischi nei mercati OTC, è difficile che i partecipanti al mercato e le autorità di vigilanza possano determinare se tali rischi sono stati coperti in modo efficace a causa dell'assenza di informazioni pubbliche affidabili in merito a tali mercati.

Quando gli operatori che trattano in derivati non sono *market maker* né hanno alcun interesse nel sottostante agevolano la speculazione, la volatilità e l'accumulazione di rischi nel sistema. I derivati possono essere utilizzati come leva finanziaria dello stato patrimoniale di coloro che

intervengono nei mercati dei derivati in quanto consentono ai partecipanti al mercato di assumere posizioni con capitali inferiori a quelli richiesti per investire nei mercati a pronti.

Inoltre, se una controparte fallisce può essere difficile trovare altre controparti che subentrino nella copertura. Le altre controparti potrebbero infatti essere esse stesse in difficoltà oppure riluttanti ad entrare in una negoziazione a causa della notevole incertezza. Nei mercati con pochi partecipanti questo problema è amplificato.

In sintesi, quando si conclude un contratto OTC è difficile *valutare* il rischio di fallimento di una controparte. In mercati finanziari altamente interconnessi tale valutazione richiederebbe in linea di massima che qualsiasi partecipante al mercato avesse una buona conoscenza di tutti gli altri partecipanti. Giacché nei mercati OTC le informazioni pubbliche sono scarse, tali conoscenze sono parziali.

I CDS sono particolarmente vulnerabili da tutti questi punti di vista. Mentre la maggior parte dei derivati dipende da prezzi di mercato osservabili (ad esempio tassi di interesse o di cambio), i CDS sono diversi. Il rischio coperto, ovvero il rischio di credito, non è immediatamente osservabile ma richiede informazioni specifiche in merito al mutuatario, di cui dispongono in genere soltanto le banche. Tuttavia, negli ultimi decenni il rischio di credito è diventato più negoziabile, ad esempio tramite la cartolarizzazione. La valutazione del rischio resta difficile, il che può portare a situazioni in cui il mercato si trova improvvisamente alle prese con un caso importante di fallimento. Inoltre, i rischi connessi con i CDS sono ulteriormente amplificati dal fatto che le obbligazioni potenziali che comportano sono estreme¹. Questi rischi non riguardano esclusivamente i CDS: si applicano ai derivati in generale, sebbene in misura meno eclatante.

2.4. ...come dimostrato dalla crisi finanziaria

La crisi finanziaria ha dimostrato che tali rischi non sono teorici, bensì reali. Bear Sterns, Lehman Brothers e AIG erano operatori importanti nel mercato dei derivati OTC, in quanto dealer e/o utenti. I problemi che hanno registrato hanno avuto origine al di fuori dei mercati dei derivati, sono entrati in tali mercati tramite i CDS sottoscritti da questi tre istituti e, a causa del ruolo centrale di questi istituti in tutti i mercati dei derivati OTC, si sono estesi al di là dell'ambito dei CDS e hanno interessato l'economia mondiale. L'opacità del mercato ha impedito, da un lato, che gli altri partecipanti al mercato conoscessero esattamente l'esposizione delle loro controparti nei confronti di questi tre soggetti, determinando sfiducia e un'improvvisa scarsità di liquidità. D'altro canto ha impedito alle autorità di regolamentazione di identificare tempestivamente il crescendo di rischi nel sistema, la misura in cui vi fossero concentrazioni di rischi e di conseguenza gli effetti degli eventuali fallimenti per la stabilità finanziaria. La scarsa regolamentazione del mercato ha esacerbato questo problema in quanto le autorità di vigilanza non disponevano di informazioni sufficienti.

¹ I flussi di cassa relativi ad un CDS sono "discontinui", ovvero in tempi normali il venditore di un CDS riceve un flusso costante di premi ma è esposto al rischio che l'entità di riferimento fallisca, il che lo obbligherebbe a rimborsare l'intero importo del capitale meno il valore dell'obbligazione oggetto di default. Per tale motivo i CDS sono stati a volte utilizzati impropriamente come strumenti di finanziamento.

In sintesi la crisi ha evidenziato come i derivati in generale e i CDS in particolare abbiano creato una rete di mutue dipendenze difficile da comprendere, districare e contenere nella fase immediatamente successiva ad un fallimento. La crisi ha pertanto indicato chiaramente che le caratteristiche dei mercati dei derivati OTC - la natura privata della contrattazione con scarse informazioni pubbliche, la rete complessa di mutue dipendenze, la difficoltà di comprendere la natura e il livello dei rischi - accrescono l'incertezza in periodi di turbolenze dei mercati e di conseguenza creano dei rischi per la stabilità finanziaria.

3. GESTIONE DEI RISCHI DI CONTROPARTE

Questi rischi possono essere attenuati dalle modalità di organizzazione delle funzioni di negoziazione e post-negoziazione. A livello di negoziazione i rischi possono essere ridotti migliorando l'efficienza operativa, ad esempio garantendo la verifica, la conferma e l'esecuzione elettronica delle negoziazioni². In tal modo l'esecuzione delle negoziazioni OTC sarebbe più simile al modo in cui le operazioni sono gestite in borsa. Il miglioramento dell'efficienza operativa è stato al centro dell'attenzione delle autorità di regolamentazione prima della crisi finanziaria, il che ha contribuito ad esempio a garantire che i CDS siano oggi sempre più oggetto di verifica e conferma elettronica.

L'efficienza operativa è necessaria ma da sola non basta. Per far fronte in modo efficace ai rischi delineati in precedenza è importante anche rafforzare le funzioni di post-negoziazione, in particolare la compensazione. La compensazione è il modo in cui i rischi delineati in precedenza vengono attenuati e svolge pertanto un ruolo essenziale nei mercati dei derivati. La compensazione può avvenire o bilateralmente tra due controparti di una determinata negoziazione o a livello centrale del mercato, tramite una controparte centrale (CCP). In borsa la compensazione viene effettuata quasi esclusivamente da CCP. Fuori borsa la compensazione bilaterale resta la norma anche se in alcuni segmenti del mercato si pratica anche la compensazione tramite CCP (in particolare per gli *swap* su tassi di interesse).

- **Compensazione bilaterale:** le due controparti hanno concluso molto spesso accordi di garanzia che prevedono il monitoraggio periodico del valore del contratto in modo da gestire le reciproche esposizioni di credito. Se il valore evolve in modo tale che una parte ha un credito rispetto alla controparte essa ha il diritto di chiedere la garanzia. Per quanto la garanzia sia importante per attenuare il rischio di credito, essa impone la gestione di relazioni di compensazione con numerose controparti. A causa della natura stessa di questa complessa rete bilaterale è difficile per un istituto capire la propria esposizione di credito date le reciproche esposizioni delle sue controparti, per non parlare della valutazione degli effetti a cascata del fallimento di una controparte.
- **Compensazione tramite CCP:** la CCP interviene in ciascuna negoziazione fungendo da controparte per ciascuna parte di un'operazione. Le obbligazioni di ciascuno dei due partner sono a questo punto obbligazioni nei confronti della CCP, pertanto in questa negoziazione ciascuna parte è esposta attualmente verso la stessa unica controparte. L'utilizzo di una CCP presenta numerosi vantaggi. La CCP è effettivamente una mutua assicurazione con mutue difese. Rende più semplice la gestione delle garanzie in quanto è la CCP che le raccoglie e gestisce. È inoltre più sicura in quanto la CCP è il garante

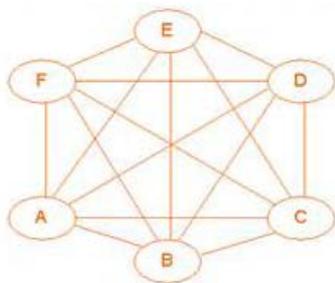
² Per la spiegazione di questi concetti si rinvia al documento di accompagnamento dei servizi della Commissione, sezione 2.2.

centrale ed è un istituto che si concentra esclusivamente sulla gestione dei rischi con diversi strati di protezione. Il fatto di dedicarsi esclusivamente alla gestione del rischio fa sì che la CCP sia una parte neutrale. Essendo al centro, la CCP capisce e gestisce i rischi più facilmente. Inoltre le informazioni centralizzate presso la CCP aiutano le autorità di regolamentazione a vigilare sui rischi. Alla luce del suo ruolo sistemico è essenziale che la CCP sia gestita in modo professionale, ampiamente capitalizzata e ben regolamentata in modo da essere sicura e solida³.

Compensazione bilaterale e compensazione tramite CCP

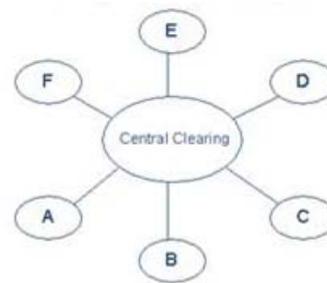
Compensazione bilaterale

- Rete di esposizioni verso controparti
- Movimenti complessi di garanzie
- Potenziale effetto domino in caso di fallimento di un dealer



Compensazione tramite CCP

- Sistema a raggiera con garante centrale
- Movimenti di garanzie da/verso la CCP
- CCP capitalizzata per resistere al fallimento di un dealer



Alla luce di questi vantaggi ci si potrebbe chiedere per quale ragione la compensazione tramite CCP non sia utilizzata da tutti i partecipanti al mercato. La prima ed ovvia ragione è che la sicurezza ha un costo per i suoi partecipanti, i quali devono contribuire agli strati di protezione della CCP. In secondo luogo, una CCP migliora la trasparenza e pertanto ridistribuisce i vantaggi informativi tra i partecipanti al mercato, a svantaggio di coloro che beneficiano attualmente di un vantaggio informativo (ad esempio i principali dealer in derivati OTC). È tuttavia altrettanto vero che una CCP non può essere utilizzata sempre. Vi sono una serie di requisiti preliminari, grosso modo collegati alla liquidità e alla standardizzazione, che debbono essere soddisfatti prima di poter utilizzare una CCP. Da questo punto di vista, giacché non tutti i derivati OTC presentano le caratteristiche necessarie per essere compensati tramite una CCP, la Commissione si adopererà anche per rafforzare la gestione del rischio di controparte nelle negoziazioni bilaterali.

Riepilogando, i rischi connessi ai derivati variano a seconda della struttura del mercato. Nel complesso i mercati OTC sono molto più rischiosi delle sedi di negoziazione regolamentate in quanto sono più opachi e le relazioni di controparte sono più complesse. L'efficacia degli strumenti di attenuazione del rischio di controparte bilaterale è pertanto alquanto scarsa e le modalità di attenuazione del rischio di controparte devono essere sensibilmente migliorate.

³ Per una descrizione più dettagliata della compensazione via CCP si rinvia al documento di lavoro dei servizi della Commissione, sezione 2.4.2.

4. AZIONI GIÀ ADOTTATE DALLA COMMISSIONE PER MIGLIORARE LA STABILITÀ FINANZIARIA NEI MERCATI DEI DERIVATI

I derivati non esulano dall'ambito di applicazione della regolamentazione comunitaria sui servizi finanziari, ma l'enorme crescita dei mercati dei derivati OTC, l'incremento del volume delle posizioni speculative costruite tramite i derivati e la crescente partecipazione di soggetti non regolamentati nei mercati dei derivati sono questioni che giustificano una revisione del nostro quadro di regolamentazione. Dopo l'inizio della crisi finanziaria la Commissione è intervenuta rapidamente e ha adottato misure per far fronte ad alcuni dei rischi più urgenti ed acuti connessi ai derivati.

In primo luogo, per quanto riguarda i CDS, nell'ottobre del 2008 il commissario McCreevy ha sollecitato i) un esame sistematico dei mercati dei derivati alla luce delle lezioni tratte dalla crisi finanziaria e ii) proposte concrete sulle modalità per attenuare i rischi relativi ai derivati su crediti⁴. Di conseguenza i dealer di CDS si sono impegnati ad avviare la compensazione di CDS ammissibili con entità di riferimento europee ed indici su tali entità tramite una o più CCP europee entro il 31 luglio 2009⁵.

In secondo luogo, alcuni dei problemi relativi alla cartolarizzazione e al trasferimento di rischio eccessivo e alla valutazione errata del rischio sono stati affrontati nella revisione della direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD)⁶. Tale proposta prevede in particolare che le imprese cedenti che riconfezionano i prestiti in titoli negoziabili siano tenute a mantenere un certo grado di esposizione al rischio rispetto a tali titoli, mentre le imprese che investono nei titoli saranno tenute a prendere le proprie decisioni solo dopo aver esercitato pienamente la dovuta diligenza. In caso contrario saranno soggette a gravi sanzioni patrimoniali.

In terzo luogo, per quanto riguarda il rischio sistemico inerente alla negoziazione speculativa, la Commissione adotterà presto una proposta sui requisiti patrimoniali applicati al portafoglio di negoziazione degli istituti finanziari e alle posizioni di cartolarizzazione e ricartolarizzazione. I livelli superiori di capitale previsti in tale proposta eviteranno molto probabilmente l'assunzione eccessiva di rischio a breve termine da parte degli istituti finanziari.

In quarto luogo, la Commissione sta rivedendo il suo approccio in materia di vigilanza dei mercati finanziari. Proponendo la creazione di un'autorità di vigilanza macrofinanziaria europea l'Europa si doterà della capacità di identificare l'accumulazione eccessiva di rischi nel sistema e si adopererà per contenerli. Il comitato europeo per i rischi sistemici contribuirà

⁴ McCreevy, C. (2008). "Time for regulators to get a better view of derivatives", 17 Ottobre 2008, SPEECH/08/538.

⁵ Il 17 febbraio 2009 nove dealer mondiali (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) si sono impegnati ad utilizzare una o più controparti centrali (CCP) nell'Unione europea una volta che queste si siano stabilite come sistemi a titolo della direttiva sul carattere definitivo dei regolamenti (98/26/CE) per i) compensare CDS ammissibili a CCP con entità di riferimento europee ed indici basati su tali entità e ii) fare il *back-loading* dei contratti ammissibili in essere. L'impegno è stato poi avallato da uno o più dealer (Nomura) e sostegno per questa iniziativa è stato espresso dalla European Banking Federation, dallo European Public Banks Board e da altre associazioni bancarie europee.

⁶ COM/2008/0602 definitivo - COD 2008/0191 che modifica le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE per quanto riguarda gli enti creditizi collegati a organismi centrali, taluni elementi dei fondi propri, i grandi fidi, i meccanismi di vigilanza e la gestione delle crisi.

ad evitare che i rischi connessi ai mercati dei derivati costituiscano un problema per l'intero sistema finanziario ed economico.

In quinto luogo, poiché le agenzie di rating del credito (CRA) non sono riuscite a valutare adeguatamente i rischi derivanti dagli strumenti complessi, in particolare a causa dei conflitti di interesse inerenti al modello “*issuer pays model*”, è risultato evidente che tali agenzie non potevano continuare a non essere regolamentate. Nell'aprile del 2009 il Consiglio e il Parlamento europeo hanno approvato una regolamentazione proposta dalla Commissione in base alla quale le CRA dovranno rispettare norme rigorose di integrità, qualità e trasparenza ed essere sottoposte alla vigilanza continuativa delle autorità pubbliche⁷.

La Commissione europea ha proposto infine una direttiva sui gestori di fondi speculativi e di altri tipi di fondi di investimento alternativi che creerà un quadro di regolamentazione e di vigilanza organico ed efficace a livello europeo. La direttiva proposta consentirà agli Stati membri di migliorare la sorveglianza macroprudenziale del settore e la vigilanza a livello micro, di imporre limiti al livello di leva finanziaria di questi soggetti e di adottare laddove necessario provvedimenti coordinati per garantire il buon funzionamento dei mercati finanziari⁸.

5. LA PROSSIMA TAPPA: NUOVE INIZIATIVE PER MIGLIORARE LA STABILITÀ FINANZIARIA

La crisi attuale ha evidenziato la necessità di occuparsi dei mercati dei derivati OTC per consentire loro di adempiere al proprio ruolo economico in modo tale da non mettere a repentaglio la stabilità del sistema. A tal fine la Commissione è del parere che debbano essere adottati provvedimenti volti a: a) consentire alle autorità di regolamentazione e di vigilanza di conoscere appieno le operazioni che hanno luogo nei mercati dei derivati OTC nonché le posizioni che si stanno costituendo in tali mercati, b) accrescere la trasparenza dei mercati dei derivati OTC per i loro utenti; in particolare dovrebbero essere disponibili informazioni più ampie e di migliore qualità in merito ai prezzi ed ai volumi; c) rafforzare l'efficienza operativa dei mercati dei derivati in modo da garantire che i derivati OTC non danneggino la stabilità finanziaria e d) attenuare i rischi di controparte e promuovere strutture centralizzate. Gli strumenti principali per raggiungere questi obiettivi sono i) promuovere una maggiore standardizzazione, ii) utilizzare repertori centrali di dati, iii) passare alla compensazione tramite CCP e iv) spostare le negoziazioni a sedi maggiormente pubbliche⁹. La presente sezione analizza questi strumenti e suggerisce orientamenti per i lavori futuri.

⁷ Commissione europea (2008) “Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito”, COM(2008) 704, approvato dal Parlamento europeo e dal Consiglio il 23 aprile 2009.

⁸ Commissione europea (2009) “Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori di fondi di investimento alternativi”, COM(2009) 207.

⁹ L'applicabilità di questi strumenti varia in certa misura a seconda del segmento di mercato e la loro attuazione presenta gradi diversi di complessità. Un'analisi più dettagliata dell'efficacia degli attuali metodi di attenuazione del rischio di credito e della necessità di misure aggiuntive in ciascun segmento di mercato OTC figura nel capitolo 4 del documento di accompagnamento dei servizi della Commissione.

5.1. Standardizzazione

Per i derivati OTC ammissibili a CCP, la standardizzazione è un requisito preliminare per gli altri strumenti descritti nel seguito. Per i derivati OTC non ammissibili a CCP, una maggiore standardizzazione rafforzerebbe l'efficienza operativa e ridurrebbe i rischi operativi, ad esempio incoraggiando l'assunzione di contratti standard e servizi elettronici di verifica e conferma, la conservazione centrale, l'automazione dei pagamenti e dei processi di gestione delle garanzie. Essendo un requisito preliminare per ulteriori provvedimenti, la standardizzazione costituirà una componente fondamentale nel quadro dell'impegno della Commissione a rendere i mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi.

Ma la standardizzazione richiede investimenti. La Commissione intende portare avanti i lavori intesi ad incentivare gli operatori del settore a continuare ad adoperarsi per realizzare questi investimenti al fine di promuovere la standardizzazione nei settori di tutti i derivati OTC che probabilmente non saranno ammissibili per la compensazione tramite CCP e inadatti per la negoziazione in borsa.

5.2. Repertorio centrale di dati

Un repertorio centrale di dati raccoglie i dati - ad esempio il numero delle operazioni, le dimensioni delle posizioni in essere - di tutte le negoziazioni (ammissibili e non ammissibili a CCP) al fine di accrescere la trasparenza e le conoscenze¹⁰. Ciò non soltanto contribuisce alla trasparenza ma migliora anche l'efficienza operativa del mercato. Un repertorio potrebbe anche prestare altri servizi (ad esempio agevolare le istruzioni di regolamento e pagamento).

La Commissione riconosce i vantaggi in termini di trasparenza e conoscenze che i repertori centrali di dati possono apportare per le autorità di vigilanza. Ciò è particolarmente rilevante visto che la compensazione tramite CCP non può essere facilmente applicata a tutti i derivati dato che i requisiti preliminari non sono sempre soddisfatti né possono esserlo facilmente. Per ragioni di protezione giuridica, vigilanza e continuità dell'attività, l'utilità di questo strumento verrà studiata dal comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR). A tal fine la Commissione adotterà pertanto provvedimenti adeguati sulla base della futura relazione del CESR.

5.3. Compensazione tramite CCP

Dei quattro strumenti considerati l'unico che finora è stato soggetto a notevole attenzione è la compensazione tramite CCP. Le CCP hanno dato prova della loro utilità durante la crisi finanziaria, come dimostrato dal ruolo da loro svolto nella gestione delle conseguenze del fallimento di Lehman Brothers. La Commissione ha già incoraggiato gli operatori del settore ad ampliare l'uso della compensazione tramite CCP ed intende attuare in via prioritaria la raccomandazione rilevante del gruppo de Larosière.

Vi sono ragioni valide, inerenti alla sfera della regolamentazione, della vigilanza e della politica monetaria, per cui è opportuno che la compensazione tramite CCP abbia luogo in Europa. Una CCP situata in Europa è soggetta alle regole e alla vigilanza europee. Le autorità di vigilanza hanno un accesso indiscusso e illimitato alle informazioni detenute dalle CCP. È inoltre più facile per le autorità europee intervenire qualora vi sia un problema con una CCP

¹⁰ Un simile repertorio di dati esiste per i CDS. Si tratta del Trade Information Warehouse, gestito dalla US Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC).

europea. Ad esempio le banche centrali non consentono agli istituti finanziari ubicati al di fuori delle loro aree valutarie di accedere direttamente alle loro linee di liquidità¹¹.

Nel settore dei CDS, i principali dealer di derivati hanno firmato un impegno con la Commissione europea per spostare la compensazione dei CDS europei ad una o più CCP entro il 31 luglio 2009 e lavorano attualmente alla necessaria standardizzazione dei contratti di CDS europei per rendere possibile la compensazione tramite CCP. Due CCP europee dovrebbero essere in grado di offrire i loro servizi sui CDS entro il 31 luglio 2009, una terza dovrebbe essere pronta nel dicembre 2009 ed una quarta non si è ancora impegnata per una data precisa. Nel complesso la Commissione apprezza gli sforzi degli operatori del settore per rispettare il termine fissato nel loro impegno. Di fatto le iniziative del settore per quanto riguarda la standardizzazione dei CDS sono risultate finora efficaci su entrambi i lati dell'Atlantico. L'attuazione delle soluzioni inerenti a taluni aspetti tecnici, come quelli relativi ad un evento di ristrutturazione del credito, non è tuttavia ancora stata finalizzata. Pertanto, se gli operatori del settore non sono in grado di rispettare il proprio impegno, la Commissione dovrà considerare altre modalità, come indicato nel seguito. La Commissione apprezza le iniziative del settore e terrà pienamente conto della loro attuazione al momento di esaminare la necessità di ulteriori iniziative per garantire il ricorso più ampio possibile alla compensazione tramite CCP.

Gli incentivi ad utilizzare le CCP già esistono. I partecipanti al mercato hanno un incentivo naturale ad utilizzare la compensazione tramite CCP in quanto riduce il loro rischio di controparte e consente risparmi sul patrimonio di vigilanza. Tuttavia questi incentivi non sono stati sufficienti a superare gli incentivi commerciali che favoriscono la compensazione bilaterale. La Commissione sta pertanto esaminando i modi possibili per rafforzare significativamente gli incentivi ad utilizzare la compensazione tramite CCP in modo da eliminare qualsiasi esitazione commerciale ad adottare se possibile tale compensazione. Ciò potrebbe avvenire i) modificando le regole sul patrimonio di vigilanza contenute nella CRD e ii) fornendo ulteriori garanzie sulla sicurezza e la solidità delle CCP tramite la futura legislazione europea laddove giustificato e possibilmente una vigilanza comune¹². Naturalmente questi lavori non influiscono in alcun modo sul termine relativo agli impegni in atto per spostare la compensazione dei CDS europei ad una o più CCP europee, ovvero il 31 luglio 2009.

5.4. Esecuzione delle negoziazioni

In linea di massima per i derivati standardizzati che sono compensati tramite una CCP la conseguenza logica è che la negoziazione di questi contratti abbia luogo in una sede di negoziazione organizzata in cui i prezzi ed altre informazioni relative agli scambi sono esposti pubblicamente, ad esempio un mercato regolamentato (borsa dei derivati) o un sistema

¹¹ Tra le banche centrali possono esistere accordi di *swap* su valute, ma a causa dell'assenza di accesso diretto alle linee di liquidità la BCE ha espresso la chiara preferenza che la CCP sia ubicata nell'area dell'euro, come indicato in una dichiarazione del suo Consiglio direttivo del 18 dicembre 2008 in cui si conferma che "è necessaria almeno una CCP europea per i derivati su crediti e, data la potenziale importanza sistemica dei sistemi di compensazione e regolamento titoli, questa infrastruttura dovrebbe essere ubicata nell'area dell'euro." BCE (2008), Decisioni adottate dal Consiglio direttivo il 18 dicembre 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>.

¹² Commissione europea (2009) Comunicazione della Commissione - *Vigilanza finanziaria europea*, COM(2009)252.

multilaterale di negoziazione (MTF) soggetto a requisiti di trasparenza. Ciò migliorerebbe la trasparenza dei prezzi e rafforzerebbe la gestione del rischio.

Il tipo di contratti standardizzati che sono normalmente negoziati in sedi pubbliche non può però soddisfare l'intera gamma di esigenze di gestione del rischio degli utenti dei derivati. La maggior parte dei partecipanti al mercato ha una preferenza commerciale per la negoziazione OTC. Tuttavia l'importanza dell'esistenza di mercati trasparenti ed operativamente efficienti per la stabilità finanziaria deve essere la considerazione principale. Vi è una preferenza della società per sedi di negoziazione trasparenti, il più possibile pubbliche e standardizzate ai fini della valutazione del rischio e della determinazione del prezzo.

Un sistema basato sulla concorrenza tra diverse sedi di negoziazione (OTC, borse e MTF) è vantaggioso anche in termini di efficienza del mercato nella misura in cui assoggetta tutte le sedi a requisiti di trasparenza ed organizzativi adeguati che garantiscono una concorrenza equa. Questa scelta a favore di una negoziazione trasparente ed organizzata interessa anche altri mercati finanziari. La direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID) ha abolito la regola in base alla quale le negoziazioni dovrebbero avere luogo in mercati regolamentati (la cosiddetta "regola della concentrazione"), ma ha sottoposto altre sedi di negoziazione (MTF, internalizzatori sistematici) a requisiti di trasparenza appropriati. Di conseguenza, per i titoli azionari la concorrenza tra le sedi di negoziazione ha luogo sotto l'ombrello delle regole comuni in materia di trasparenza e organizzazione. Il regime di trasparenza della MiFID attualmente non copre tuttavia i derivati e la segnalazione delle operazioni non si applica agli strumenti finanziari che non sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Tenendo conto della natura su misura e flessibile dei mercati dei derivati OTC e del regime applicabile ai titoli azionari, la Commissione esaminerà come arrivare ad un processo di negoziazione più trasparente ed efficiente per i derivati OTC. Sotto questo profilo la Commissione valuterà ulteriormente i) la possibilità di incanalare ulteriori flussi di negoziazioni verso sedi di negoziazione trasparenti ed efficienti e ii) il livello appropriato di trasparenza (prezzo, operazione, posizione) per la varietà di sedi di negoziazione dei derivati.

6. CONCLUSIONE

I derivati svolgono un ruolo importante nell'economia ma comportano taluni rischi. La crisi ha evidenziato che questi rischi non sono sufficientemente attenuati nel segmento OTC del mercato, specialmente per quanto riguarda i CDS. Dall'inizio della crisi finanziaria, la Commissione si è adoperata per far fronte ai più urgenti tra questi rischi.

Ma oltre a ciò la Commissione esaminerà la possibilità di adottare ulteriori misure per far progredire la standardizzazione e la trasparenza delle operazioni, per consolidare il passaggio alla compensazione tramite CCP e garantire che diventi la norma per i mercati dei derivati OTC nel loro insieme e per incanalare, se possibile, ulteriori flussi di negoziazioni verso sedi trasparenti ed efficienti.

Dopo la consultazione pubblica lanciata con la presente comunicazione, la Commissione terrà un'audizione pubblica il 25 settembre 2009. I pareri e i dati presentati dalle parti interessate confluiranno in un esercizio dettagliato di valutazione dell'impatto che aiuterà la Commissione a definire il proprio approccio. Tenendo conto del risultato della consultazione la Commissione trarrà conclusioni operative prima della fine del suo mandato attuale e

presenterà iniziative appropriate, comprese le eventuali proposte legislative se necessario, prima della fine dell'anno.

La Commissione terrà pienamente conto degli sforzi degli operatori del settore, nonché degli sviluppi riguardanti i principali partner dell'UE ed in particolare il quadro organico di regolamentazione per i derivati OTC annunciato dal Tesoro USA. Questo nuovo quadro prevede in particolare l'obbligo di compensare tutti i contratti di derivati OTC standardizzati tramite CCP ed incoraggia ad eseguire le negoziazioni in "mercati regolamentati e sistemi elettronici trasparenti di esecuzione delle negoziazioni relative ai derivati OTC"¹³. La Commissione continuerà ad occuparsi di queste questioni in collaborazione con le autorità statunitensi, tra l'altro nel contesto del dialogo tra le autorità di regolamentazione in materia di servizi finanziari, per garantire una coerenza di approccio a livello mondiale ed evitare rischi di arbitraggio regolamentare.

¹³ Cfr. la riforma della regolamentazione finanziaria del Tesoro USA, 17 giugno 2009.