

Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito 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 — 2010/0250 (COD)

(2011/C 54/14)

Relatore generale: **Edgardo Maria IOZIA**

Il Consiglio, in data 13 ottobre 2010, e il Parlamento europeo, in data 7 ottobre 2010, hanno deciso, conformemente al disposto dell'articolo 114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, di consultare il Comitato economico e sociale europeo in merito 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 – 2010/0250 (COD).

L'Ufficio di presidenza del Comitato economico e sociale europeo, in data 20 ottobre 2010, ha incaricato la sezione specializzata Mercato unico, produzione e consumo di preparare i lavori in materia.

Vista l'urgenza dei lavori, il Comitato economico e sociale europeo, nel corso della 467a sessione plenaria dei giorni 8 e 9 dicembre 2010 (seduta dell'8 dicembre), ha nominato relatore generale IOZIA e ha adottato il seguente parere con 144 voti favorevoli, 4 voti contrari e 6 astensioni.

1. Osservazioni e raccomandazioni

1.1 Il valore nozionale dei derivati a fine 2009, secondo la Banca dei regolamenti internazionali (BRI) era di circa 615 miliardi di dollari USA (615 000 000 000 000), oltre 10 volte il PIL globale. I ricavi 2010 di questi derivati, per le banche, dovrebbero raggiungere i 150 miliardi di dollari. Il 40 % di questo fatturato è costituito dai mercati non regolamentati (OTC). Da un recente studio di un grande gruppo bancario mondiale, le riforme che saranno adottate in Europa e in America su questi OTC causeranno minori ricavi per almeno quindici miliardi di dollari.

1.2 Il Comitato economico e sociale europeo (CESE) accoglie con favore la proposta di regolamento su derivati, mercati non regolamentati, controparti centrali e repertori di dati sulle negoziazioni e condivide quanto affermato dal commissario BARNIER: «I mercati finanziari non possono permettersi di rimanere dei territori da *Far West*. I derivati OTC hanno un grande impatto sull'economia reale, che va dai mutui ai prezzi dei generi alimentari. L'assenza di un quadro regolamentare per i derivati OTC ha contribuito alla crisi finanziaria e alle drammatiche conseguenze di cui stiamo risentendo tutti».

1.3 La scelta di utilizzare un regolamento per disciplinare la materia è congrua e risponde all'esigenza di introdurre obblighi generali e uniformi per tutti gli operatori del settore.

1.4 Il CESE è d'accordo con la proposta della Commissione di trattare derivati standard attraverso controparti centrali (CCP) e di assicurare che le CCP, che assumeranno crescenti rischi, siano soggette a norme prudenziali uniformi. Questa idea peraltro era già contenuta in un parere precedente del CESE: «I mercati OTC non dovrebbero essere aperti a scambi bilaterali, ma funzionare

esclusivamente con controparte centrale, che monitorando il livello di rischio complessivo può limitare l'accesso alle transazioni per quelle parti eccessivamente esposte. Gli scambi dovrebbero avvenire su un'unica piattaforma, o al massimo su un insieme definito di piattaforme, migliorando così la trasparenza dei mercati».

1.5 Il CESE considera molto positivamente la scelta di affidare alle autorità nazionali collegialmente con ESMA la responsabilità di vigilare sui mercati dei derivati OTC (negoziati fuori borsa), di identificare le diverse tipologie di derivati che devono essere trattati centralmente, di concedere, revocare o modificare l'autorizzazione alle CCP e di svolgere un ruolo simile nei confronti dei repertori dei dati sulle negoziazioni.

1.6 Il CESE considera indispensabile rafforzare la cooperazione tra ESMA e autorità nazionali, che saranno certamente chiamate a dare il loro contributo di esperienza e di conoscenza dei mercati locali e che dovranno facilitare il processo di graduale crescita dell'interoperabilità delle CCP, valutando il loro livello di competenza, la loro organizzazione interna e la loro capacità di far fronte ai rischi. Si considera opportuna, per il momento, la scelta di limitare l'interoperabilità agli strumenti finanziari trattati in contanti.

1.7 La proposta di regolamento di fatto attua le indicazioni del *Financial Stability Board* di estendere i servizi di controparte centrale ai derivati OTC standardizzati: il G20 ha stabilito che, entro la fine del 2012, questi contratti dovranno essere scambiati su mercati o piattaforme elettroniche e compensati ricorrendo a delle controparti centrali (CCP). Inoltre, i contratti derivati OTC dovranno essere registrati nei repertori di dati sulle negoziazioni (*trade repositories*).

1.8 In ambito internazionale, un gruppo di lavoro congiunto CPSS-IOSCO, nel febbraio 2010, ha lanciato una revisione complessiva degli standard per le infrastrutture di mercato: sistemi di pagamento, sistemi di regolamento titoli e controparti centrali. L'obiettivo è procedere a un aggiornamento degli attuali principi/raccomandazioni e a un loro rafforzamento, alla luce delle lezioni tratte dalla recente crisi finanziaria. Un primo importante risultato è stato raggiunto con la pubblicazione del maggio 2010 *Considerations for trade repositories in OTC derivatives market*. Per quanto riguarda invece il ruolo delle CCP, già nel marzo 2004 erano state date utili raccomandazioni dal Comitato tecnico, purtroppo rimaste inascoltate.

1.9 La proposta della Commissione non fa cenno a una norma specifica sui *credit default swap* (CDS). Il CESE auspica che venga presto adottata anche una disciplina sui CDS, che saranno sottoposti a una stretta, insieme alle vendite allo scoperto (*short selling*) dal primo luglio 2012, mentre i derivati lo saranno entro la fine del 2012.

1.10 Nell'ottobre 2009 la Commissione ha emanato una comunicazione sulle future azioni che saranno intraprese per regolare il mercato dei derivati. L'obiettivo è aumentare la trasparenza, ridurre i rischi operativi attraverso la standardizzazione, sviluppare i mercati dei contratti standardizzati, emendando opportunamente la direttiva MiFID.

1.11 Il CESE è convinto che i provvedimenti proposti aumentino la trasparenza dei mercati - attraverso un ruolo sempre più importante dei repertori dei dati sulle negoziazioni -, che riducano il rischio di controparte con una progressiva crescita delle operazioni che saranno regolate attraverso le CCP - a loro volta assoggettate a norme più stringenti in materia di *governance*, di organizzazione interna e di requisiti di capitale - e che diminuiscano il rischio operativo, attraverso l'utilizzo di procedure elettroniche per validare le condizioni dei contratti sui derivati OTC.

1.12 Il CESE è d'accordo sia sulla proposta delle controparti centrali, sia sulle limitazioni allo *short selling*. Imporre la trasparenza nelle transazioni, l'assunzione di responsabilità di operatori e controparti ed evitare eccessi speculativi sono obiettivi necessari che la Commissione sta perseguendo in modo efficace, predisponendo misure adatte a colmare - quantomeno in parte - l'assenza di regolazione che ha contribuito invece alla crisi finanziaria.

1.13 Il CESE fa presente, tuttavia, che ci sono dei rischi da non sottovalutare, che riguardano ad esempio l'eccesso di enfasi sui benefici che le CCP possono apportare ai mercati CDS nel breve termine. La natura competitiva delle differenti CCP nella compensazione e nella frammentazione dell'intero processo è un altro fattore da non sottovalutare, come non lo è il rischio di limitare la gamma di strumenti a disposizione e di aumentare i costi di transazione legati alle attività finanziarie.

1.13.1 Per prevenire efficacemente questi rischi, si dovrebbe in primo luogo procedere ad un esame delle questioni dell'interoperabilità delle CCP, della confidenzialità dello scambio dei dati, della concentrazione della raccolta dei dati e degli obblighi d'informazione alla controparte centrale e del coinvolgimento dei clienti nella *governance* delle CCP.

1.14 Il CESE raccomanda alle istituzioni europee:

- di adottare in tempi brevi il regolamento sui mercati dei derivati OTC, che serve a riportare fiducia e serenità nei mercati e a proteggere i risparmiatori;
- di completare la nuova normativa in materia di derivati, così come anticipato dalla Commissione;
- di provvedere ad accelerare il completamento dell'intera architettura istituzionale e normativa legata alla riforma della regolamentazione dei mercati finanziari.

2. La proposta della Commissione

2.1 Il G20 in più occasioni ha ripetuto il proprio impegno nell'accelerare l'adozione di misure forti per migliorare la trasparenza e avviare alla scarsa attenzione regolamentare ai derivati OTC.

2.2 La proposta di regolamento fa riferimento alle numerose misure suggerite dalla risoluzione del Parlamento europeo del 15 giugno 2010 (*Derivatives markets: future policy actions*) ed è coerente con la legislazione americana di recente adozione e denominata *Frank-Dodd Act*.

2.3 Rispetto alla compensazione, il reporting e la mitigazione del rischio dei derivati OTC, la compensazione attraverso le CCP è prevista per i soli contratti OTC standardizzati. Pertanto, per garantire che il maggior numero di derivati OTC rientri nel meccanismo di compensazione obbligatoria, il regolamento ha previsto due approcci con cui determinare quali contratti debbano essere compensati.

2.4 Il primo approccio, *bottom-up*, prevede che la CCP sia autorizzata dall'autorità competente a prendere decisioni relative alla compensazione di certi tipi di contratti. A seguito di tale approvazione, la stessa autorità competente sarà obbligata ad informare l'ESMA, che potrà decidere se un simile obbligo di compensazione sarà applicabile a tutti i contratti analoghi all'interno dell'UE.

2.5 Il secondo approccio, invece, *top-down*, permette di identificare quei contratti che non sono stati compensati da una CCP. Secondo quest'approccio, infatti, è previsto che l'ESMA, assieme allo *European Systemic Risk Board* (ESRB), identifichi i contratti potenzialmente assoggettabili all'obbligo di compensazione. Le controparti assoggettate all'obbligo di compensazione devono ricorrere a una CCP.

2.6 Il regolamento, in via di principio, non si applicherà a soggetti (*corporate*) non finanziari, salvo che le loro posizioni in derivati OTC non raggiungano un certo limite e siano considerate sistematicamente importanti.

2.7 Il regolamento stabilisce un processo che permette di identificare le istituzioni non finanziarie con posizioni sistematicamente importanti in derivati OTC e le assoggetta a specifici obblighi. Il processo è basato sulla definizione di due limiti: a) un limite informativo e b) un limite di compensazione.

2.8 Il regolamento pertanto richiede l'utilizzo di mezzi elettronici e l'esistenza di procedure di *risk management*. Infine, le controparti finanziarie e non finanziarie sopra il limite di compensazione devono riportare i dettagli di ogni contratto derivato - ed ogni modifica intervenuta successivamente - ad un *trade repository*.

3. I requisiti applicabili alle CCP

3.1 Le CCP devono assumere rischi aggiuntivi, pertanto il regolamento richiede che, per motivi di sicurezza, essi siano soggetti a una rigorosa condotta organizzativa del business e a requisiti prudenziali (regole di *governance* interna, requisiti di capitale incrementati, ecc.).

3.2 Una CCP deve essere provvista di accordi di *governance* robusti che dovranno tener conto di ogni potenziale conflitto d'interesse tra i proprietari, il management, i membri della compensazione e i partecipanti indiretti. Il ruolo dei membri del comitato indipendente è particolarmente rilevante. In secondo luogo, per essere autorizzata all'esercizio dell'attività, a una CCP è richiesto di avere un minimo ammontare di capitale. Il regolamento richiederà alla CCP di predisporre un fondo di *default* ai quali i membri della CCP dovranno contribuire.

4. L'autorizzazione e la supervisione dei trade repositories

4.1 Il regolamento prevede requisiti d'informazione delle transazioni su derivati OTC volti ad incrementare la trasparenza di questo mercato, che dovranno essere riportate ai *trade repositories*. I *trade repositories* si registreranno presso l'ESMA, che vigilerà su di loro.

4.2 Il regolamento contiene anche indicazioni per i *trade repositories*, per garantire la loro conformità a un set di standard. Questi sono disegnati per assicurare che l'informazione che i *trade repositories* detengono a scopo regolamentare sia attendibile, sicura e protetta. In particolare, i *trade repositories* saranno soggetti a requisiti organizzativi e operativi che assicurano un'appropriata salvaguardia.

5. Considerazioni del CESE

5.1 Le infrastrutture dei mercati mobiliari hanno mostrato significative carenze nella gestione del rischio di controparte e nella trasparenza delle negoziazioni effettuate sui mercati derivati *over the counter* (OTC), in particolare quello dei *credit default swap* (CDS), identificati come i responsabili della «grande recessione».

5.2 Questi contratti «atipici» hanno contribuito a ridurre la percezione del rischio e ad estendere la crisi in atto, colpendo duramente gli istituti che li hanno emessi e - quindi - i risparmiatori finali. Infine, dal lato degli emittenti, la speculazione effettuata dalle banche, vendendo CDS *naked* (cioè, senza il sottostante), ha aumentato i tassi e dunque gli oneri finanziari pagati dagli emittenti, causando anche il loro fallimento.

5.3 Per questi motivi i CDS sono stati definiti «paracaduti di piombo», ovvero rappresentano un potenziale pericolo mortale per il sistema finanziario mondiale. L'unica soluzione concreta adottata è stata quella di non permettere il fallimento degli istituti, ricapitalizzandoli con capitali pubblici e dunque statalizzandoli. Questo intervento ha semplicemente determinato un inevitabile aumento del debito pubblico spostando così il problema e il rischio dalla banca al paese di appartenenza, causando nella zona euro delle gravi turbolenze dei mercati valutari e costringendo tutti i paesi a prendere severe misure di austerità, che hanno contribuito a far rallentare la debole ripresa economica.

5.4 Negli USA, la *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC) ha costituito un'apposita società (*The Warehouse Trust Company - LLC*) autorizzata a operare come sistema di registrazione dei contratti (*trade repository*) per i CDS; l'amministrazione ha avviato una riforma legislativa degli scambi di derivati OTC che prevede l'obbligo di utilizzare le controparti centrali per i contratti standardizzati e la concentrazione degli scambi presso mercati regolamentati o piattaforme organizzate.

5.5 In Europa, la Commissione europea sta lavorando a una proposta legislativa (*European Market Infrastructures Legislation*) volta ad accrescere la trasparenza e la stabilità del mercato dei derivati OTC. Le azioni prospettate sono coerenti con la proposta statunitense perché si vogliono (ed è importante) evitare arbitraggi regolamentari.

5.6 Il CESE vuole anche mettere in guardia su alcuni rischi rispetto alle misure che sono state proposte in merito al mercato dei derivati. Non è, infatti, stata solo colpa dei derivati, dell'assenza di controparti centrali o di divieti alle vendite allo scoperto se si è verificato il crollo dei mercati finanziari.

5.7 A partire dagli anni Ottanta si sono diffusi sui mercati finanziari strumenti derivati sempre più sofisticati, che ne hanno aumentato l'efficacia, avvicinandoli all'ideale di completezza dei mercati così come descritta dalla teoria economica. È aumentata conseguentemente anche la complessità delle attività di regolamentazione, supervisione e vigilanza e i pacchetti di riforme in discussione sono stati tutti volti al raggiungimento di un maggior controllo dei mercati diminuendo, spesso, l'efficienza degli stessi.

5.8 Un mercato è tanto più efficiente quanto più il prezzo (o il rendimento) di un titolo riflette le informazioni a disposizione. Per rendere un mercato più efficiente si dovrebbe quindi favorire la circolazione delle informazioni, affinché possano essere incorporate il più velocemente possibile nei prezzi dei titoli. È importante sapere quali sono i *trade-off* a cui si va incontro in termini di efficienza.

5.9 Innanzitutto, le misure volte a ridurre la gamma di strumenti finanziari a disposizione, quali le limitazioni ai cosiddetti CDS *naked* o alle attività di *short selling*, potrebbero non aumentare l'efficienza dei mercati. Limitare gli strumenti a disposizione riduce, infatti, la capacità dei mercati di assorbire e diffondere le informazioni a disposizione degli operatori.

5.10 Sicuramente si può discutere sull'utilità dei CDS *naked*, su quali siano le informazioni aggiuntive che essi veicolano rispetto ad altri strumenti, su quanto essi influenzino il costo del finanziamento. Tuttavia, vietarli non porterebbe grandi guadagni in termini di efficienza. Limitare la possibilità di vendite allo scoperto riduce la liquidità del sistema e, quindi, la capacità di reazione immediata a nuove informazioni che si rendono disponibili. Inoltre, limitare la trattazione di titoli OTC, obbligando gli operatori a trattare tutti i derivati su mercati regolamentati e attraverso l'utilizzo di camere di compensazione, può comportare un duplice effetto.

5.11 Da un lato, si contribuirebbe a rendere il mercato più trasparente (sarebbe più facile, ad esempio, monitorare l'ammontare e la rischiosità dei titoli detenuti dagli operatori) e permetterebbe di limitare, almeno in parte, potenziali fonti d'instabilità. Tuttavia, in situazioni di stress finanziari la trasparenza da sola forse non basta. La proposta della Commissione dà ai regolatori nazionali chiari poteri, in situazioni eccezionali, di limitare o proibire «temporaneamente» il divieto di *short selling* di qualsiasi strumento finanziario, coordinandosi con l'ESMA, che avrà in ogni caso la possibilità di intervenire direttamente a due condizioni: che ci sia una minaccia per l'ordinato funzionamento dei mercati e per la loro integrità o che i regolatori nazionali non abbiano preso misure o le misure prese non siano sufficienti.

5.12 Dall'altro lato, tuttavia, il rischio è, nuovamente, quello di limitare la gamma di strumenti a disposizione e aumentare i costi di transazione legati alle attività finanziarie. Il mercato dei *futures* è altamente standardizzato e regolamentato (perché è importante che siano osservabili i prezzi dei titoli contrattati), il mercato dei *forward* (che concettualmente sono uno strumento simile ai *futures*) è invece adattato alle necessità delle controparti e permette agli operatori di strutturare i *pay-off* in maniera flessibile. Questi titoli sono poco standardizzati e sarebbe difficile riportarli in un contesto di mercato regolamentato tradizionale, senza limitare le opzioni a disposizione degli investitori.

5.13 Le CCP sono ritenute lo strumento, la «cura», con cui gestire il rischio sistemico e il modo per rendere i mercati OTC più efficienti e trasparenti. Le CCP rappresentano sicuramente un fattore importante per il miglioramento del rischio e dell'efficienza dei mercati e, nel mercato dei derivati quotati in borsa, esse

costituiscono un elemento indispensabile dell'infrastruttura. Pertanto, è ragionevole pensare che le CCP contribuiranno anche all'evoluzione dei mercati OTC. Molti istituti e politici stanno, però, ponendo troppa enfasi sui benefici che le CCP potranno offrire ai mercati CDS nel breve termine.

5.14 Le CCP, infatti, non possono essere considerate la soluzione del rischio di controparte e potrebbero non essere in grado di rendere il mercato più efficiente, considerando lo stato in cui si trova ora. Nel quadro attuale, nel quale esistono molteplici CCP in ogni regione, diverse a seconda che si tratti di derivati su crediti o di *interest rate swap* (IRS), la possibilità di usare le garanzie collaterali in modo efficiente e di ridurre l'esposizione alla controparte è compromessa. La CCP può compensare l'esposizione su base multilaterale, ma solo per la regione, le controparti o i tipi di derivati idonei che supporta. Ciò significa che non è possibile eseguire una compensazione tra le posizioni CDS e le posizioni IRS.

5.15 La compensazione bilaterale delle esposizioni a più tipi di derivati OTC con una singola controparte all'esterno della CCP può portare a un uso più efficiente del collaterale. Va inoltre tenuto presente che i derivati saranno sempre degli strumenti innovativi e fatti su misura, e che ci sarà un ampio numero di contratti non idonei alla compensazione. Tali posizioni dovranno essere riconciliate, tenendo conto del rischio di credito, tramite un adeguato processo di gestione del collaterale che tuttavia non include la CCP.

5.16 Le CCP contribuiscono ad aggiungere valore e a ripartire e isolare il rischio legato al singolo operatore. Il CESE concorda con questa posizione. La loro popolarità aumenterà e accelererà la maturazione e la trasparenza del mercato, con una conseguente auspicabile espansione dell'attività OTC nel futuro.

5.17 Le CCP, però, sono solo uno degli elementi di una solida infrastruttura di gestione del rischio. Il rischio di controparte non sarà eliminato e quello bilaterale continuerà a dover essere considerato per le posizioni esterne alla CCP.

5.18 A ciò si aggiunge, infine, che sono molte le società che non investono nei sistemi di gestione del rischio associato al loro portafoglio di derivati. Probabilmente queste società continuano ad avere un'aspettativa di salvataggio anche quando la loro gestione del rischio è del tutto inopportuna.

Bruxelles, 8 dicembre 2010

Il Presidente
del Comitato economico e sociale europeo
Staffan NILSSON