

XVI legislatura

**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 def.**

n. 57/DN
4 novembre 2010



servizio affari
internazionali
del Senato

ufficio dei rapporti
con le istituzioni
dell'Unione europea

**Unione
Europea**

Senato della Repubblica
Servizio affari internazionali
Ufficio per i rapporti con le istituzioni dell'Unione europea

XVI legislatura

**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 def.**

Dossier n. 57/DN
4 novembre 2010

a cura di Laura Lo Prato

XVI Legislatura
Dossier

Servizio affari internazionali

Direttore

Maria Valeria Agostini

tel. 06 6706_2405

Consigliere parlamentare

Rappresentante permanente del Senato

presso l'Unione Europea

Beatrice Gianani _0032 2 284 2297

Segretario parlamentare

Documentarista

Federico Pommier Vincelli

_3542

Segreteria

Grazia Fagiolini

_2989

Simona Petrucci

_3666

Fax 06 6706_4336

Ufficio dei Rapporti con gli Organismi Internazionali

(Assemblee Nato e Ueo) fax 06 6706_4807

Consigliere parlamentare capo ufficio

Alessandra Lai

_2969

Segretario parlamentare Documentarista

Elena Di Pancrazio

_3882

Coadiutori parlamentari

Nadia Quadrelli

_2653

Laura E. Tabladini

_3428

Monica Delli Priscoli

_4707

Ufficio per le Relazioni

Interparlamentari

(Assemblee Consiglio d'Europa, Osce, Ince)

fax 06 6865635

Consigliere parlamentare capo ufficio

Stefano Filippone Thaulero

_3652

Segretario parlamentare Documentarista

Giuseppe Trezza

_3478

Coadiutori parlamentari

Daniela Farneti

_2884

Antonella Usiello

_4611

Ufficio dei Rapporti con le Istituzioni dell'Unione Europea

Segreteria

_2891

fax 06 6706_3677

Consigliere parlamentare capo ufficio

Roberta d'Addio

_2027

Consigliere

Davide A. Capuano

_3477

Segretari parlamentari Documentaristi

Patrizia Borgna

_2359

Luca Briasco

_3581

Antonella Colmignoli

_4986

Viviana Di Felice

_3761

Laura Lo Prato

_3992

Coadiutori parlamentari

Antonina Celi

_4695

Silvia Perrella

_2873

Antonia Salera

_3414

Unità Operativa Attività

di traduzione e interpretariato

fax. 06 6706 4336

Segretario parlamentare

Interprete Coordinatore

Paola Talevi

_2482

Coadiutore parlamentare

Adele Scarpelli

_4529

Segretari parlamentari Interpreti

Patrizia Mauracher

_3397

Claudio Olmeda

_3416

Cristina Sabatini

_2571

Angela Scaramuzzi

_3417

INDICE

NOTA ILLUSTRATIVA	Pag.	i
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 def	"	1
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 - SEC (2010) 1059	"	67
Comunicazione della Commissione: "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi" COM (2009) 332 def.	"	75
Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle regioni e alla Banca centrale europea: "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future" COM (2009) 563 def	"	89
Risoluzione del Parlamento europeo del 15 giugno 2010 sui mercati dei derivati: azioni strategiche future (2010/2008(INI))	"	101
Public Consultation on derivatives and market infrastructures (14 giugno - 10 luglio 2010) (<i>in lingua inglese</i>)	"	109
Italy's Ministry of economy and finance - Contribution to the European Commission's public consultation on derivatives and market infrastructures (<i>in lingua inglese</i>)	"	133
Posizione del Parlamento europeo definita in prima lettura il 22 settembre 2010 in vista dell'adozione del regolamento (UE) n. .../2010 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce l'Autorità di vigilanza europea (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) - (artt. 7-8)	"	141

NOTA ILLUSTRATIVA

La proposta di regolamento in esame mira a disciplinare il settore degli strumenti finanziari derivati "over the counter", il cui mercato non regolamentato - e quindi caratterizzato da scarsa trasparenza, da assenza di un soggetto organizzatore e da un potere di supervisione e controllo da parte di una pubblica autorità e/o del soggetto organizzatore medesimo - ha contribuito a destabilizzare il sistema finanziario in occasione della recente crisi.

Le misure proposte si collocano all'interno del tentativo, da parte delle istituzioni dell'Unione, di predisporre strumenti in grado di assicurare maggiore stabilità ai mercati, e che finora hanno trovato la propria più significativa espressione nelle proposte di regolamento COM(2009)501 def, COM(2009)502 def e COM(2009)503 def, istitutive, rispettivamente, dell'Autorità bancaria europea (EBA), dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) e dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA). La stretta integrazione tra i vari attori, nel sistema in corso di elaborazione, è confermata, tra l'altro, dall'importante ruolo riservato all'ESMA nella revisione del mercato degli strumenti derivati OTC ipotizzata dall'atto in esame.

1. I derivati

I derivati sono strumenti finanziari che consentono di negoziare e ridistribuire i rischi generati nell'economia reale. Posto infatti che l'economia non può prosperare se nessuno è disposto ad assumere dei rischi, i derivati possono essere utilizzati per ripartire questi ultimi tra più soggetti. Traggono il loro nome dal fatto che il loro valore "deriva" da quello di una attività/passività sottostante (ad es. un altro strumento finanziario, una merce, un tasso di interesse e/o di cambio, un indice, ecc.). E' tuttavia possibile utilizzarli anche per agevolare speculazione, volatilità ed accumulazione di rischi nel sistema.

I derivati possono essere:

1. prodotti standardizzati, negoziati in mercati regolamentati (ad esempio le borse valori), in cui i prezzi si formano sul mercato stesso e sono pubblici;
2. prodotti non standardizzati, che vengono ritagliati sulle specifiche esigenze del cliente. Le loro caratteristiche sono oggetto di contrattazione tra privati (fuori borsa: over the counter, OTC), in un mercato opaco di cui è obiettivamente complesso comprendere la reale portata, la natura ed il livello dei rischi.

A seguito della recente crisi finanziaria si è posta da più parti la necessità di regolamentare il mercato OTC per consentire ai derivati di adempiere al proprio ruolo economico senza mettere a repentaglio la stabilità del sistema.

2. Il dibattito al livello di Unione europea

Da più di un anno la Commissione europea sta effettuando uno sforzo di approfondimento dello strumento dei derivati, che si è sviluppato attraverso le seguenti tappe:

1. la Comunicazione "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi, COM (2009) 332 def" del 3 luglio 2009 ha esaminato il ruolo ricoperto dai derivati nella crisi finanziaria, i benefici ed i rischi associati al relativo mercato ed i mezzi per ridurre i rischi individuati. Contestualmente il documento SEC (2009) 914 final ha lanciato una prima consultazione pubblica sui possibili strumenti a cui ricorrere per promuovere la stabilità finanziaria;
2. nel COM (2009) 563 def ("Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle regioni e alla Banca centrale europea. Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future") è stata effettuata una prima illustrazione delle azioni da intraprendere per aumentare la trasparenza del mercato dei derivati, ridurre i rischi e rafforzare l'integrità del mercato e la sua vigilanza;
3. il 15 giugno 2010 il Parlamento europeo ha adottato la "Risoluzione sui mercati dei derivati: azioni strategiche future (2010/2008(INI))". Nell'accogliere favorevolmente l'intenzione della Commissione di presentare proposte legislative in materia, il Parlamento si è espresso favorevolmente, tra l'altro, sulla standardizzazione giuridica dei contratti (ma non dei derivati stessi che, dovendo offrire una copertura per rischi specifici, devono poter essere strutturati individualmente), ad una maggiore trasparenza post-negoziazione ed all'introduzione dell'obbligo di compensazione tramite controparti centrali tra istituti finanziari per tutti i prodotti ammissibili;
4. una seconda consultazione pubblica ha avuto luogo tra il 14 giugno ed il 10 luglio 2010, al fine di raccogliere opinioni sulle grandi linee della proposta legislativa in fase di finalizzazione. Tra i 210 contributi pervenuti appare anche quello del Ministero dell'economia e delle finanze della Repubblica italiana, ad opinione del quale la normativa comunitaria dovrebbe essere coerente con gli *standard* in corso di elaborazione al livello internazionale, ai quali anzi si dovrebbe prevedere un processo costante di adeguamento. Anche per assicurare tale evoluzione si è suggerito di strutturare la normativa in un numero limitato di disposizioni di rango primario (definizioni chiare e specifiche nonché un quadro di

riferimento globale organizzativo e di gestione del rischio), da integrare poi con norme secondarie, che assicurino il necessario grado di flessibilità e di approfondimento tecnico.

3. La proposta di regolamento COM(2010) 484 def

La regolamentazione proposta si sviluppa attorno a due linee guida principali: creare un mercato europeo della post-negoziazione ed accrescere, al contempo, la trasparenza dell'intero sistema. Tali obiettivi vengono perseguiti, in estrema sintesi, mediante:

- 1) la creazione di controparti centrali (CCP), ovvero istituti in grado di ovviare all'intrinseca opacità del mercato dei derivati OTC. Subentrando *de iure* in ogni negoziazione quali controparti per ciascuna delle parti contraenti, le CCP divengono punto di riferimento centralizzato di raccolta informazioni e gestione del rischio.

Il Titolo III della proposta di regolamento pone in capo alle autorità competenti degli Stati membri, previo accertamento del rispetto dei requisiti previsti dalla normativa dell'Unione (art. 13) e dell'identità degli azionisti o soci che detengono partecipazioni qualificate (art. 28), il potere di concedere (art. 10), ove richiesto estendere (art. 11) e se del caso revocare (art. 16) l'autorizzazione a svolgere il ruolo di "controparte centrale" a persone giuridiche stabilite nell'Unione che abbiano accesso ad una liquidità adeguata (cfr. art. 12). Tali autorizzazioni devono essere specifiche per servizi ed attività predeterminate e sono valide su tutto il territorio dell'Unione. Norme specifiche sono dettate in materia di vigilanza e sorveglianza delle controparti centrali (l'art. 18 le affida ad autorità designate dagli Stati membri), di cooperazione tra le autorità nazionali (tra loro ma anche con l'ESMA, artt. 19-22) e di rapporti con CCP di paesi terzi (che, ai sensi dell'art. 23, devono essere riconosciute dall'ESMA per poter validamente operare all'interno dell'Unione).

Il titolo IV (artt. 24-47) impone alle controparti centrali stringenti requisiti organizzativi, prudenziali e per la condotta degli affari. In particolare gli artt. 29 e 30 prevedono - come auspicato dal Ministero dell'economia nel suo contributo alla consultazione pubblica - norme che disciplinano il potere, da parte delle autorità nazionali, di valutare i cambiamenti intervenuti nella proprietà e nell'assetto dirigenziale delle CCP, se del caso opponendovisi.

Si segnala anche l'ampia clausola di copertura di cui all'art. 37, c. 5, ai sensi della quale i requisiti posti in materia di segregazione e portabilità "prevalgono su ogni disposizione legislativa, regolamentare o amministrativa contraria degli Stati membri che impediscano alle parti di rispettarli".

Il titolo V (artt. 48-50), infine, disciplina gli accordi di interoperabilità tra CCP, soggetti all'approvazione delle autorità nazionali (come auspicato

anche dal Ministero dell'economia nell'ambito del contributo alla Consultazione pubblica), previo parere dell'ESMA;

- 2) una puntuale disciplina della compensazione, della segnalazione e della riduzione dei rischi. La procedura della compensazione è in grado di attenuare in modo significativo i rischi sottesi alla sottoscrizione di contratti di derivati che, implicando un'esposizione moltiplicata dall'effetto proprio della leva finanziaria sempre presente in questi prodotti, possono esporre al rischio di fallimento di una delle parti nonché al possibile accumulo di richieste di risarcimento.

Il titolo I esordisce (artt. 3, 4) sancendo per le sole controparti finanziarie l'obbligo di ricorso a compensazione tramite controparti centrali per le categorie di derivati OTC di volta in volta individuate:

- da una controparte centrale, previa autorizzazione della rispettiva autorità competente ed informativa all'ESMA, che ha il potere di decidere se l'obbligo debba essere applicato a tutti i contratti della stessa categoria nell'UE (approccio ascendente: art. 4, cc 1 e segg.);
- dall'ESMA, che assume la relativa decisione in collaborazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (approccio discendente: art. 4, c. 5).

Per le controparti non finanziarie (art. 7) il medesimo obbligo è posto solo qualora la loro posizione in contratti derivati OTC superi una soglia predeterminata (per la segnalazione o per la compensazione), tale da farla considerare di importanza sistemica. E', comunque, escluso che possa tenersi conto, per la compensazione, di contratti stipulati da operatori commerciali per coprire i rischi di una propria attività obiettivamente misurabile (art. 7, c. 4).

Poiché non tutti gli strumenti derivati OTC potranno essere compensati tramite controparte centrale, l'art. 8 propone meccanismi di sicurezza e trasparenza anche per quelli che continueranno ad essere gestiti su base bilaterale. Si pone, in particolare, in capo ai contraenti l'obbligo di assicurare "che siano messe in atto le disposizioni e le procedure opportune per misurare, monitorare e ridurre il rischio operativo e il rischio di credito", con ricorso se possibile a mezzi elettronici in grado di confermare rapidamente le condizioni del contratto, ed a procedure "solide, resilienti e controllabili per la riconciliazione dei portafogli, la gestione dei rischi associati e l'individuazione rapida di controversie tra le parti e la loro risoluzione, e per il monitoraggio del valore dei contratti in essere" (art. 8, c. 1);

- 3) la registrazione e la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni: l'art. 6, al fine di accrescere la trasparenza, introduce per le controparti finanziarie l'obbligo di tempestiva segnalazione delle operazioni sui derivati OTC. Il titolo VI prevede a tal fine l'istituzione di "repertori di dati sulle negoziazioni" (art. 51), persone giuridiche stabilite nel territorio dell'Unione in possesso dei requisiti organizzativi ed operativi di cui al titolo VII (finalizzati a garantire un'adeguata tutela e trasparenza dei dati), sottoposti ad

un controllo stringente da parte dell'ESMA. Quest'ultima infatti non solo è responsabile della loro registrazione (artt. 51, 52) e della revoca della stessa (art. 60), ma è anche titolare della vigilanza (art. 61) e di un potere di impulso per l'imposizione, da parte della Commissione europea, di sanzioni amministrative sia ai repertori (ammende, art. 55) che ai loro dipendenti (penalità di mora, art. 56), previa audizione degli interessati (art. 57) e con decisioni sottoposte al controllo giurisdizionale (anche di merito, art. 59) della Corte di giustizia.

Nel proprio contributo alla consultazione pubblica il Ministero dell'economia e delle finanze ha invitato ad una quanto mai opportuna riflessione sulle possibili implicazioni che la creazione di questi nuovi soggetti avrà sulla concorrenza - e sugli abusi che possono derivarne-, posto che essi riceveranno informazioni su tutte le transazioni dei derivati;

- 4) una revisione costante della disciplina al fine di valutarne l'impatto su un settore fino ad ora poco regolamentato, garantendone l'adattamento costante all'evoluzione dei mercati. In quest'ottica vanno interpretati (art. 68):
 - a. il riesame, da effettuarsi ad opera della Commissione entro il 31 dicembre 2013, del quadro istituzionale e della vigilanza delle controparti centrali;
 - b. la valutazione dell'importanza sistemica delle operazioni in derivati OTC di imprese non finanziarie, che la Commissione è tenuta a predisporre entro il 31 dicembre 2013 in coordinamento con l'ESMA e le autorità settoriali interessate;
 - c. le relazioni dell'ESMA, da approntarsi entro il 30 settembre 2014, sull'applicazione dell'obbligo di compensazione e sull'estensione del campo di applicazione degli accordi di interoperabilità;
 - d. la predisposizione, da parte della Commissione, in cooperazione con gli Stati membri, l'ESMA ed il Sistema europeo di banche centrali, di una relazione annuale che valuti i rischi sistemici e le implicazioni possibili sul piano dei costi degli accordi di interoperabilità.

4. Principi di sussidiarietà e proporzionalità

Non emergono profili critici né con riferimento al principio di sussidiarietà, né a quello di proporzionalità.

Il carattere globale del mercato dei derivati OTC richiede effettivamente un approccio coordinato a livello sovranazionale, anche al fine di evitare i cd. "arbitraggi regolamentari", ossia che i partecipanti al mercato sfruttino a proprio vantaggio le differenze tra le normative nazionali. Ed anzi anche il coordinamento regionale garantito dall'ESMA ha dovuto essere integrato da una dimensione internazionale ai sensi degli artt. 23 (Rapporti con le controparti centrali dei paesi terzi), 62 (Accordi internazionali sull'accesso reciproco ai contratti derivati OTC) e

63 (Equivalenza e riconoscimento, da parte dell'ESMA, di repertori di dati sulle negoziazioni stabiliti in un paese terzo).

Valutazione ugualmente positiva deve rendersi in relazione al principio di proporzionalità, in quanto la proposta appare congrua agli obiettivi che intende perseguire.

5. Deleghe per l'adozione di normativa secondaria

Il complesso sistema delineato dal documento in esame richiede la predisposizione di una normativa di dettaglio, che la proposta di regolamento demanda di volta in volta a:

- 1) atti legislativi delegati ex art. 290 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE): il testo in esame abbonda di deleghe (si vedano, a titolo meramente esemplificativo, gli artt. 4, c. 6; 6, c. 4; 12, c. 3; 39, c. 5; 44, c. 5; 52, c. 3) senza che ne venga specificata esplicitamente la base giuridica. La formula testuale, riportata costantemente nell'articolato, è la seguente: "Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare (...). Gli standard tecnici di regolamentazione (...) sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7-*quinqüies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA]". Il fatto che si tratti di una delega ex art. 290 del TFUE è desumibile, oltre che dal testo della proposta di regolamento ESMA, dal considerando n. 50 e dal quinto capitolo della relazione introduttiva del documento in esame, con una legittimazione *per relationem* che è opportuno sia oggetto di specifica riflessione.

Gli *standard* tecnici di regolamentazione, ai sensi degli articoli da 7 a 7-*quinqüies* della proposta di regolamento ESMA¹, si qualificano come strumenti di carattere squisitamente tecnico, che non possono implicare decisioni strategiche o scelte politiche, essendo il loro contenuto limitato dagli atti su cui si basano. Vengono adottati sulla base di una delega quadriennale (art. 7-*bis*), prorogata automaticamente per periodi di identica durata, tranne in caso di revoca da parte del Parlamento europeo o del Consiglio.

Il sistema così delineato suscita perplessità sotto i seguenti profili:

- a. da un punto di vista procedurale, si può configurare una contraddizione tra i due strumenti predisposti per l'adozione della normativa secondaria. Ai sensi dell'art. 290 del TFUE, infatti, gli atti delegati, per quanto non legislativi, sono caratterizzati dall'aver "portata generale". Non è dunque chiaro come possano

¹ Il testo di questi articoli è stato tratto dalla "Posizione del Parlamento europeo definita in prima lettura il 22 settembre 2010 in vista dell'adozione del regolamento (UE) n. .../2010 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce l'Autorità di vigilanza europea, Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, P7_TA-PROV(2010)0339)

- prendere la forma di una normativa tecnica di dettaglio, per definizione scevra di decisioni strategiche o scelte politiche;
- b. con riferimento al contenuto, invece, si rileva che la delega legislativa può intervenire solo su elementi "non essenziali" dell'atto. Rimane da valutare se possano essere considerati tali la specificazione dei criteri relativi all'adeguatezza della liquidità delle controparti centrali (art. 10, c. 5) o delle soglie per la segnalazione o compensazione di posizioni assunte da controparti non finanziarie in contratti derivati OTC (art. 7, c. 3);
 - c. la scelta infine di fare riferimento, in una proposta di regolamento, ad un altro testo ancora in via di definizione può da un lato ingenerare difficoltà, per il pubblico, nel reperirne tutti i riferimenti, e dall'altro espone al rischio che ulteriori modifiche al testo oggetto del rinvio determinino un potenziale effetto valanga sul contenuto di tutti i progetti di legge correlati.

Una valutazione a parte merita l'art. 7, c. 5, che autorizza la Commissione, in consultazione con l'ESMA e con il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB), a riesaminare "regolarmente" gli standard tecnici adottati e, se necessario, modificarli. La mancata previsione *a priori* della frequenza delle revisioni o delle basi su cui questa possa avere luogo determina una delega indeterminata, in violazione del disposto letterale del TFUE, inequivoco nello stabilire che "gli atti legislativi determinano esplicitamente gli obiettivi, il contenuto, la portata e la durata della delega di potere"²;

- 2) atti di esecuzione ex art. 291 TFUE: gli artt. 6, c. 5; 27, c. 5 e 52, c. 4 delegano altresì alla Commissione il potere di adottare atti di esecuzione *ex art. 291* del TFUE. La delega, relativa all'adozione di un formato uniforme nell'intera Unione di comunicazioni, dati, informazioni, sarà esercitata previa predisposizione, da parte dell'ESMA, di progetti di standard tecnici di esecuzione ai sensi dell'art. 7-*sexies* della proposta di regolamento istitutiva di quella autorità.

Una scadenza temporale unica (30 giugno 2012) viene stabilita per l'elaborazione sia degli standard tecnici di regolamentazione che di quelli di esecuzione. Si tratta, per inciso, dello stesso termine imposto agli Stati membri per notificare alla Commissione europea le sanzioni da irrogare in caso di violazione dell'obbligo di compensazione (art. 9) ed all'ESMA per emanare orientamenti o formulare raccomandazioni per favorire valutazioni uniformi, efficienti ed efficaci degli accordi di interoperabilità (art. 50, c. 4).

² Si veda, per maggiori dettagli, il Dossier n. 55/DN predisposto dall'Ufficio dei rapporti con le istituzioni dell'Unione europea del Servizio affari internazionali del Senato della Repubblica.



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 15.9.2010
COM(2010) 484 definitivo

2010/0250 (COD)

Proposta di

REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

**sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle
negoziazioni**

{SEC(2010) 1058}

{SEC(2010) 1059}

RELAZIONE

1. CONTESTO DELLA PROPOSTA

La crisi finanziaria ha portato i derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter* – 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 del mercato dei derivati OTC. Su tale mercato le autorità di regolamentazione hanno dedicato particolare attenzione al ruolo avuto dai CDS (*credit default swaps*) nel corso della crisi.

La Commissione ha reagito rapidamente. Nell'ampia comunicazione del 4 marzo 2009 dal titolo "Guidare la ripresa in Europa"¹, la Commissione si è impegnata a presentare, sulla base di una relazione sui derivati e su altri prodotti strutturati complessi, iniziative appropriate per accrescere la trasparenza e per affrontare i problemi legati alla stabilità finanziaria. Il 3 luglio 2009 la Commissione ha adottato una prima comunicazione² dedicata specificamente all'analisi del ruolo dei derivati nella crisi finanziaria e dei benefici e dei rischi dei mercati dei derivati. La comunicazione esaminava in che modo potrebbero essere ridotti i rischi individuati³.

Nel settembre 2009 i leader del G-20 riuniti a Pittsburgh hanno convenuto che:

"Al massimo entro la fine del 2012 tutti i contratti derivati OTC standardizzati dovranno essere negoziati in borsa o, se del caso, su piattaforme elettroniche di negoziazione e compensati mediante controparti centrali. I contratti derivati OTC devono essere notificati ai repertori di dati sulle negoziazioni. I contratti non compensati a livello centrale devono soddisfare requisiti patrimoniali più elevati."

Nel giugno 2010 i leader del G20 riuniti a Toronto hanno riaffermato il loro impegno e si sono impegnati ad accelerare l'attuazione di misure forti per "accrescere la trasparenza e la vigilanza regolamentare dei derivati negoziati fuori borsa in maniera uniforme a livello internazionale e non discriminatoria".

Il 20 ottobre 2009 la Commissione ha adottato una seconda comunicazione⁴ che illustrava le azioni strategiche future che la Commissione intendeva 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 comunicazione annunciava anche l'intenzione

¹ COM(2009) 114.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF>.

² "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi", COM(2009) 332. Il documento è disponibile all'indirizzo internet: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0332:FIN:EN:PDF>.

³ La comunicazione è accompagnata da un documento di lavoro dei servizi della Commissione che fornisce i) una panoramica dei mercati dei derivati e ii) dei segmenti dei mercati dei derivati OTC, e iii) una valutazione dell'efficacia delle misure vigenti di riduzione dei rischi, in particolare per quanto concerne i CDS. Il documento è disponibile all'indirizzo internet: http://ec.europa.eu/internal_market/docs/derivatives/report_en.pdf.

⁴ "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future" - COM(2009) 563. Disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0563:FIN:IT:PDF>.

della Commissione di presentare proposte legislative nel 2010, per assicurare l'attuazione degli impegni assunti in seno al G20 in merito alla compensazione dei derivati standardizzati⁵, il rispetto di norme prudenziali di alto livello da parte delle controparti centrali ed una regolamentazione adeguata dei repertori di dati sulle negoziazioni. Con la presente proposta di regolamento la Commissione mantiene l'impegno assunto di agire rapidamente e con determinazione. Essa tiene anche conto del forte sostegno del Parlamento europeo e delle tante misure proposte nella risoluzione da esso approvata il 15 giugno 2010 dal titolo "Mercati dei derivati: azioni strategiche future" (relazione Langen).

Come già detto in precedenza, la presente iniziativa si inquadra in uno sforzo internazionale più ampio per rafforzare la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e del mercato dei derivati OTC in particolare. Dato il carattere mondiale del mercato dei derivati OTC, l'approccio coordinato a livello internazionale è fondamentale. Pertanto, per evitare il rischio di arbitraggi regolamentari è importante che la presente proposta tenga conto di ciò che hanno già fatto o intendono fare altri paesi in materia di regolamentazione dei derivati OTC.

Al riguardo, la presente proposta è coerente con la legislazione sui derivati OTC recentemente adottata dagli Stati Uniti (il cosiddetto "Frank-Dodd Act"). La legge statunitense ha un ambito di applicazione sostanzialmente identico. Essa contiene disposizioni analoghe, che impongono la segnalazione dei contratti derivati OTC e la compensazione dei contratti assoggettabili. Essa fissa inoltre requisiti rigorosi per quanto riguarda il patrimonio da detenere e le garanzie reali da costituire per i derivati OTC che continueranno ad essere compensati su base bilaterale. Infine essa attua un quadro normativo per i repertori dei dati sulle negoziazioni e aggiorna il quadro normativo vigente sulle controparti centrali. Analogamente alla proposta della Commissione, la legge statunitense prevede la successiva elaborazione di un certo numero di norme tecniche.

2. ESITO DELLE CONSULTAZIONI DELLE PARTI INTERESSATE E VALUTAZIONE DELL'IMPATTO

Dall'ottobre 2008 i servizi della Commissione hanno svolto ampie e continue consultazioni con tutte le parti in causa per determinare la risposta politica più adeguata. Questo dialogo si è svolto attraverso molte riunioni bilaterali e multilaterali, due consultazioni pubbliche ed una conferenza.

All'inizio i servizi della Commissione si sono concentrati unicamente sul mercato dei CDS, al centro del dibattito dopo il quasi-fallimento di Bear Stearns e il fallimento di Lehman Brothers. Per facilitare il controllo degli impegni assunti a tale riguardo dai principali *dealer* operanti su questo mercato, la Commissione ha istituito il gruppo di lavoro sui derivati, di cui fanno parte rappresentanti degli istituti finanziari che si sono impegnati a introdurre la compensazione dei CDS con riferimento europeo entro il luglio 2009⁶, rappresentanti delle controparti centrali, dei repertori di dati sulle negoziazioni e di altri partecipanti al mercato interessati, ma anche delle autorità europee (BCE, CESR, CEBS e CEIOPS)⁷ e nazionali

⁵ http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf

⁶ La lettera di impegno e l'elenco dei firmatari sono disponibili sul sito internet della direzione generale Mercato interno al seguente indirizzo: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#cds.

⁷ Rispettivamente la Banca centrale europea (BCE), il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR), il comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria

(AMF, BaFin e FSA)⁸ interessate. Oltre alle riunioni del gruppo di lavoro sui derivati la Commissione ha tenuto distinte riunioni ad hoc, bilaterali e multilaterali, con un gran numero di parti in causa sul mercato dei CDS.

Dato il rispetto dell'impegno assunto dalle imprese del settore e in previsione dell'elaborazione di disposizioni normative, la Commissione ha istituito un gruppo di lavoro di esperti degli Stati membri sui derivati e sulle infrastrutture di mercato. In questo ambito ha discusso i possibili approcci regolamentari con esperti degli Stati membri, della BCE, del CESR e del CEBS. Il gruppo di lavoro si è riunito varie volte tra il gennaio e il luglio 2010.

La Commissione ha raccolto informazioni preziose anche partecipando ai lavori di varie istituzioni internazionali, fra le quali il gruppo della autorità di regolamentazione sui derivati OTC (*OTC Derivatives Regulators Group*) e il gruppo sulla gestione e sui modelli di rischio del Comitato di Basilea (*Basel Committee's Risk Management and Modelling Group*). Inoltre, la Commissione ha ottenuto recentemente lo status di osservatore nel comitato direttivo del gruppo di lavoro congiunto CPSS-IOSCO⁹, che sta attualmente riesaminando le raccomandazioni sulle controparti centrali e sta preparando raccomandazioni sui repertori di dati sulle negoziazioni. Inoltre, la Commissione ha avviato un intenso dialogo con le autorità nazionali di paesi non appartenenti all'UE, in particolare le autorità statunitensi (CFTC, SEC¹⁰, *Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Board*, il Congresso statunitense) e copresiede un gruppo di lavoro del Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board – FSB*), incaricato di trovare soluzioni ai problemi legati all'attuazione degli obblighi in materia di segnalazione, di compensazione e di negoziazione decisi dal G20.

Contestualmente alla pubblicazione della prima comunicazione, la direzione generale Mercato interno ha avviato una consultazione pubblica¹¹, tenutasi tra il 3 luglio e il 31 agosto 2009. I servizi della Commissione hanno ricevuto 111 risposte. Per 100 di queste è stata concessa l'autorizzazione alla pubblicazione, avvenuta sul sito internet dedicato alla consultazione¹². Una sintesi delle risposte, compresa un'analisi introduttiva sulla consultazione pubblica delle parti in causa, è disponibile nel sito internet della direzione generale Mercato interno¹³. Alla consultazione è seguita un'importante conferenza, tenutasi a Bruxelles il 25 settembre 2009¹⁴. Tre gruppi, in rappresentanza del mondo accademico, del settore finanziario e delle autorità di regolamentazione, dell'UE e degli Stati Uniti, hanno esposto il loro punto di vista sulla necessità (o no) di riformare il mercato dei derivati OTC ad un pubblico di oltre 400 persone e hanno risposto alle loro domande. La conferenza ha sostanzialmente confermato le opinioni e le informazioni raccolte durante la consultazione pubblica.

(CEBS) e il comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (CEIOPS).

⁸ Rispettivamente la francese *Autorité des marchés financiers* (AMF), la tedesca *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) e la britannica *Financial Services Authority* (FSA).

⁹ Rispettivamente il comitato sui sistemi di pagamento e di regolamento (*Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS*) e l'organizzazione internazionale delle commissioni sui titoli (*International Organisation of Securities Commissions – IOSCO*).

¹⁰ Rispettivamente *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) e *Securities and Exchange Commission* (SEC).

¹¹ http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/derivatives_en.htm.

¹² http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/derivatives_derivatives&vm=detailed&sb=Title.

¹³ http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/derivatives/summaryderivcons_en.pdf.

¹⁴ I resoconti e i documenti della conferenza sono disponibili sul sito internet della direzione generale Mercato interno: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#conference.

Una seconda consultazione pubblica è stata organizzata dal 14 giugno al 10 luglio 2010, al fine di raccogliere l'opinione delle parti in causa sulle grandi linee delle misure legislative. I servizi della Commissione hanno ricevuto 210 risposte, per la maggior parte favorevoli alle riforme proposte¹⁵.

3. VALUTAZIONE DELL'IMPATTO

La proposta di regolamento è accompagnata da una valutazione dell'impatto¹⁶, che analizza le possibili opzioni per ridurre il rischio sistemico aumentando allo stesso tempo la sicurezza e l'efficienza del mercato dei derivati OTC. Sulla base dell'analisi, la valutazione dell'impatto conclude che i maggiori benefici netti sarebbero realizzati tramite l'adozione di misure che:

- impongano la compensazione mediante controparte centrale dei derivati OTC che soddisfano criteri di assoggettabilità predefiniti;
- fissino obiettivi specifici in materia di standardizzazione giuridica e delle procedure;
- fissino obiettivi specifici in materia di compensazione bilaterale delle operazioni su derivati OTC;
- 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; e
- impongano la pubblicazione di informazioni sulle posizioni aggregate.

4. ELEMENTI GIURIDICI DELLA PROPOSTA

4.1. Base giuridica

La proposta si basa sull'articolo 114 del TFUE, che costituisce la base giuridica più adeguata per un regolamento in materia. Si ritiene che il regolamento sia lo strumento giuridico più idoneo per introdurre un obbligo generale a carico di tutti gli operatori di ricorrere alle controparti centrali per la compensazione dei derivati OTC standardizzati e per assicurare che nell'UE le controparti centrali, che assumeranno e concentreranno di conseguenza importanti rischi, siano soggette a norme prudenziali uniformi. Il regolamento è anche lo strumento giuridico idoneo per attribuire nuove competenze all'ESMA in quanto sola autorità competente per la registrazione e la vigilanza sui repertori di dati sulle negoziazioni nell'UE.

4.2. Sussidiarietà e proporzionalità

Per determinare quali derivati OTC siano assoggettabili all'obbligo di compensazione mediante controparte centrale, è necessaria una procedura uniforme a livello UE. La questione non può essere lasciata alla discrezionalità degli Stati membri, perché ne risulterebbe

¹⁵ Le risposte non riservate sono disponibili all'indirizzo internet:
http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/infrastructures&vm=detailed&sb=Title.

¹⁶ La valutazione dell'impatto è disponibile all'indirizzo internet:
http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/index_en.htm.

un'applicazione non uniforme dell'obbligo di compensazione da uno Stato membro all'altro. Occorre quindi conferire alla Commissione europea e all'ESMA un ruolo centrale nella determinazione della categoria di derivati assoggettabile a compensazione mediante controparte centrale. Inoltre, poiché il ricorso a controparti centrali diventerà obbligatorio ai sensi della normativa UE, occorre assoggettare le controparti centrali a rigorosi requisiti organizzativi, di condotta negli affari e prudenziali.

Per quanto riguarda l'autorizzazione e la vigilanza delle controparti centrali, il regolamento mira a trovare un equilibrio tra la necessità di attribuire un ruolo centrale all'ESMA, le competenze delle autorità nazionali e gli interessi di altre autorità competenti. Esso tiene conto della potenziale responsabilità di bilancio degli Stati membri e della natura transfrontaliera dell'attività delle controparti centrali.

L'ESMA avrà un ruolo centrale nel collegio delle autorità competenti per tutto ciò che riguarda la concessione dell'autorizzazione ad una controparte centrale, la sua revoca e la sua modifica. Per instaurare una procedura unica ed evitare discrepanze tra Stati membri, l'ESMA sarà anche competente per il riconoscimento delle controparti centrali di paesi terzi che intendono offrire servizi di compensazione a soggetti stabiliti nell'Unione europea, purché siano rispettate determinate condizioni.

Per quanto riguarda l'obbligo di segnalazione, questo dovrebbe essere disciplinato a livello UE, perché le informazioni che dovranno essere comunicate ad un repertorio di dati sulla negoziazione interesseranno tutte le autorità competenti dell'UE e perché è necessario assicurare che queste godano in ugual misura e alle stesse condizioni del libero accesso a dette informazioni. All'ESMA viene pertanto attribuita la competenza sia per la registrazione che per la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni.

Per questi motivi, le disposizioni sono conformi ai principi di sussidiarietà e di proporzionalità enunciati all'articolo 5 del trattato, in quanto gli obiettivi della proposta non possono essere realizzati adeguatamente dagli Stati membri e possono dunque essere meglio realizzati dall'Unione europea.

4.3. Illustrazione dettagliata della proposta

4.3.1. Titolo I (Oggetto, ambito di applicazione e definizioni)

Il regolamento, che ha un vasto ambito di applicazione, fissa obblighi uniformi in materia di controparti finanziarie, controparti non finanziarie (a partire da talune soglie) e tutte le categorie di contratti derivati OTC. Le disposizioni prudenziali si applicano alle controparti centrali in ragione dell'obbligo di compensazione mediante controparte centrale e ai repertori di dati sulle negoziazioni in ragione dell'obbligo di segnalazione. Occorre tuttavia notare che gli obblighi in materia di autorizzazione e di vigilanza riguardanti le controparti centrali si applicano indipendentemente dal tipo di strumento finanziario da esse compensato: OTC o altro. Ciò è chiarito all'articolo 1, paragrafo 3. Esenzioni sono espressamente previste per i membri del Sistema europeo di banche centrali, gli organismi pubblici incaricati della gestione del debito pubblico o che intervengono nella medesima e per le banche multilaterali di sviluppo, per evitare di limitarne il potere di intervento per stabilizzare i mercati, se e quando necessario.

4.3.2. Titolo II (Compensazione, segnalazione e riduzione dei rischi dei derivati OTC)

Questa parte del regolamento è di cruciale importanza per l'attuazione dell'obbligo di compensazione di tutti i derivati OTC standardizzati deciso dal G20. Ai fini della traduzione di questo impegno in obblighi normativi, per contratti "standardizzati" si intendono i contratti assoggettabili a compensazione mediante controparte centrale. A tal fine, il regolamento instaura una procedura che tiene conto dei fattori di rischio legati all'obbligo di compensazione. La procedura è concepita in modo da assicurare che l'obbligo di compensazione per i contratti derivati OTC raggiunga in pratica il suo scopo ultimo, ossia ridurre i rischi che pesano sul sistema finanziario, piuttosto che accrescerli: obbligare una controparte centrale a compensare contratti OTC di cui non è in grado di gestire i rischi potrebbe infatti avere ripercussioni negative sulla stabilità del sistema.

Tuttavia, per creare una procedura che assicuri che il maggior numero possibile di contratti derivati OTC venga compensato mediante controparte centrale, il regolamento prevede due approcci per determinare i contratti da compensare:

- (1) un approccio ascendente ("*bottom-up*"): una controparte centrale decide di compensare alcuni contratti e ottiene l'autorizzazione dalla rispettiva autorità competente, che è tenuta a informare l'ESMA dopo aver autorizzato la controparte centrale. L'ESMA ha allora il potere di decidere se l'obbligo di compensazione mediante controparte centrale debba essere applicato a tutti i contratti della stessa categoria nell'UE. L'ESMA deve basare la sua decisione su alcuni criteri oggettivi;
- (2) un approccio discendente ("*top-down*"): l'ESMA decide, in collaborazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico, quali contratti vadano potenzialmente assoggettati all'obbligo di compensazione mediante controparte centrale. Questo approccio è importante per individuare e prendere in considerazione i contratti negoziati sul mercato non ancora compensati mediante controparte centrale.

Entrambi gli approcci sono necessari, da una parte, perché non si può lasciare interamente al mercato il compito di attuare l'impegno assunto dal G20 in materia di compensazione e, dall'altra parte, perché è indispensabile un controllo a livello UE dell'adeguatezza di alcuni meccanismi sotto il profilo regolamentare prima dell'entrata in vigore dell'obbligo di compensazione.

Occorre notare che le controparti soggette all'obbligo di compensazione non possono sottrarsi all'obbligo decidendo semplicemente di non partecipare ad una controparte centrale. Se non soddisfanno i requisiti di partecipazione o non sono interessate a diventare membri compensatori, dette controparti devono tuttavia concludere gli accordi necessari con membri compensatori per poter accedere alla controparte centrale come clienti.

Inoltre, per evitare che si creino ostacoli e per salvaguardare il carattere mondiale del mercato dei derivati OTC, le controparti centrali non dovrebbero essere autorizzate ad accettare esclusivamente le operazioni concluse in sedi di esecuzione con le quali hanno un legame privilegiato o che fanno parte dello stesso gruppo. Per questi motivi, le controparti centrali autorizzate a compensare contratti derivati assoggettabili saranno obbligate ad accettare di compensare tali contratti su base non discriminatoria, indipendentemente dalla sede di esecuzione.

Per quanto riguarda le controparti (societarie) non finanziarie, in linea di principio esse non saranno soggette alle norme del presente regolamento, a meno che le loro posizioni su derivati OTC non raggiungano una certa soglia e siano di conseguenza considerate di importanza sistemica. Infatti, si ritiene che le operazioni su derivati vengano effettuate da dette controparti non a scopo di speculazione, ma per coprire i derivati direttamente legati alla loro attività commerciale, ed è per questo che le corrispondenti posizioni non rientreranno nell'ambito di applicazione del presente regolamento.

Concretamente ciò significa che l'obbligo di compensazione mediante controparte centrale si applicherà unicamente ai contratti derivati OTC conclusi da controparti non finanziarie particolarmente attive sul mercato dei derivati OTC, e a condizione che non siano una conseguenza diretta della loro attività commerciale, come può essere il caso, ad esempio, di fornitori di energia che vendono la loro produzione futura, di aziende agricole che fissano il prezzo al quale intendono vendere il loro raccolto, di compagnie aeree che fissano il prezzo dei loro futuri acquisti di carburante o di società commerciali che legittimamente devono coprire i rischi legati alla loro specifica attività.

Vi sono tuttavia ragioni per non esentare completamente le controparti non finanziarie dalle disposizioni del presente regolamento.

In primo luogo, le controparti non finanziarie sono partecipanti attivi ai mercati dei derivati OTC e concludono spesso operazioni con controparti finanziarie. Escluderle completamente diminuirebbero l'effettività dell'obbligo di compensazione mediante controparte centrale. In secondo luogo, può accadere che controparti non finanziarie assumano posizioni di importanza sistemica su derivati OTC. Non sarebbe accettabile esentare da ogni controllo regolamentare queste controparti non finanziarie d'importanza sistemica, il cui fallimento potrebbe avere un significativo impatto negativo sui mercati. In terzo luogo, l'esclusione totale delle controparti non finanziarie potrebbe essere fonte di arbitraggio regolamentare. Infatti, una controparte finanziaria potrebbe facilmente sottrarsi agli obblighi imposti dal presente regolamento creando una nuova impresa non finanziaria tramite la quale effettuare la sua attività su derivati OTC. Infine, la loro inclusione nell'ambito di applicazione del regolamento è anche necessaria per garantire la convergenza a livello mondiale con i paesi terzi. La legislazione statunitense non prevede l'esenzione totale delle controparti non finanziarie dagli obblighi di segnalazione e di compensazione mediante controparte centrale.

Per questi motivi, il regolamento prevede una procedura che consente di individuare le imprese non finanziarie che detengono posizioni di importanza sistemica su derivati OTC e le assoggetta ad alcuni obblighi specificati dal regolamento stesso. Questa procedura è basata sulla definizione di due soglie:

- a) una soglia per la *segnalazione*;
- b) una soglia per la *compensazione*.

Queste soglie saranno precisate dalla Commissione europea sulla base di progetti di standard di regolamentazione proposti dall'ESMA, in consultazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB) e altre autorità competenti. Ad esempio, per quanto riguarda i mercati dell'energia, l'ESMA dovrebbe consultare l'Agenzia per la cooperazione fra i regolatori nazionali dell'energia istituita dal regolamento (CE) n. 713/2009, in modo da prendere pienamente in considerazione le particolarità del settore energetico.

La soglia per la segnalazione permetterà alle autorità finanziarie di individuare le controparti non finanziarie che hanno accumulato posizioni significative su derivati OTC, il che è necessario perché queste controparti non sono di norma soggette alla vigilanza di dette autorità. Concretamente il regolamento prevede che quando le posizioni detenute da una controparte non finanziaria superano la soglia per la segnalazione, la controparte non finanziaria è tenuta a informarne l'autorità competente definita nel regolamento. Inoltre, la controparte sarà allora automaticamente soggetta all'obbligo di segnalazione e sarà tenuta a giustificare l'assunzione di dette posizioni.

Quanto alla soglia per la compensazione, servirà a stabilire se una controparte non finanziaria debba o no essere soggetta all'obbligo di compensazione. In pratica, se le posizioni della controparte superano la soglia, allora tutti i contratti della controparte saranno assoggettati all'obbligo di compensazione. Se alcuni di detti contratti non sono assoggettati alla compensazione mediante controparte centrale, allora la controparte non finanziaria sarà tenuta a soddisfare i requisiti in materia di patrimonio e di garanzie reali definiti dal presente regolamento (cfr. infra).

Entrambe le soglie saranno definite tenendo conto dell'importanza sistemica della somma delle posizioni e delle esposizioni nette per controparte e per categoria di derivati. Occorre tuttavia ricordare, come già precisato e confermato in precedenza, che i contratti derivati stipulati per coprire i rischi derivanti da un'attività commerciale obiettivamente misurabile non dovrebbero essere presi in considerazione nel calcolo delle posizioni per la determinazione della soglia per la compensazione.

Inoltre, dal momento che non tutti i derivati OTC saranno considerati assoggettati a compensazione mediante controparte centrale, rimane la necessità di migliorare i meccanismi e la sicurezza relativi ai contratti che continueranno a essere gestiti su base "bilaterale". Pertanto, il regolamento prescrive l'utilizzo di mezzi elettronici, l'applicazione di procedure di gestione dei rischi che prevedano lo scambio di garanzie reali effettuato in modo rapido, accurato e con adeguata segregazione e la detenzione di un capitale adeguato e proporzionato.

Infine, le controparti finanziarie e le controparti non finanziarie che superano la soglia per la compensazione dovranno comunicare le informazioni su ogni contratto derivato da esse concluso e su tutte le relative modifiche (comprese novazione e risoluzione) ad un repertorio di dati sulle negoziazioni registrato. Una più grande trasparenza del mercato dei derivati OTC riveste un'importanza fondamentale per le autorità di regolamentazione, i responsabili politici e gli operatori del mercato. Qualora, in casi eccezionali, un repertorio di dati sulle negoziazioni non sia in grado di registrare le informazioni relative ad un particolare contratto derivato OTC, il regolamento prevede che le informazioni vengano comunicate direttamente all'autorità competente interessata. La Commissione dovrà essere autorizzata a stabilire le informazioni, il tipo, il formato e la frequenza delle comunicazioni per le varie categorie di derivati, sulla base di progetti di standard tecnici che verranno elaborati dall'ESMA.

4.3.3. Titolo III (Autorizzazione e vigilanza delle controparti centrali)

Per garantire la sicurezza delle controparti centrali stabilite nell'Unione europea, la loro autorizzazione sarà subordinata alla condizione che dispongano di sufficiente liquidità, grazie all'accesso alla liquidità di una banca centrale o di una banca commerciale degna di credito e affidabile, o a entrambe.

Le autorità nazionali competenti dovrebbero conservare le competenze in materia di autorizzazione (compresa la revoca) e di vigilanza delle controparti centrali, perché restano pur sempre nella posizione migliore per valutarne il funzionamento su base giornaliera, effettuare controlli regolari e adottare, se necessario, misure appropriate. Tuttavia, data l'importanza sistemica delle controparti centrali e la natura transfrontaliera della loro attività, è importante che l'ESMA abbia un ruolo centrale nella procedura di autorizzazione. Quest'obiettivo sarà raggiunto nel modo seguente:

- l'adozione del presente atto normativo con la forma specifica del regolamento conferirà un ruolo centrale all'ESMA e le attribuirà le competenze per assicurarne un'applicazione uniforme e obiettiva, come previsto chiaramente nel regolamento istitutivo dell'ESMA;
- l'ESMA sarà invitata a elaborare un certo numero di progetti di standard tecnici su aspetti essenziali per la corretta applicazione del regolamento;
- infine, l'ESMA faciliterà l'adozione di pareri da parte del collegio.

Dato che le controparti centrali sono considerate istituti di importanza sistemica, le autorità competenti riunite nel collegio delle autorità competenti dovranno definire piani per fare fronte alle situazioni di emergenza. Inoltre, la Commissione dovrà definire, nella sua futura iniziativa sulla gestione e la risoluzione delle crisi, la politica e le misure specifiche da seguire per affrontare una situazione di crisi di un istituto di importanza sistemica.

Per quanto riguarda le controparti centrali di paesi terzi, spetterà direttamente all'ESMA riconoscerle, purché siano soddisfatte alcune condizioni. In particolare, per il riconoscimento sarà necessario che la Commissione abbia accertato l'equivalenza del quadro giuridico e prudenziale del paese terzo interessato a quello dell'UE, che la controparte centrale interessata sia autorizzata e sottoposta a vigilanza efficace nel paese terzo e che l'ESMA abbia concluso un accordo di cooperazione con le autorità competenti del paese terzo. La controparte centrale del paese terzo non sarà autorizzata a esercitare le sue attività né a fornire servizi nell'Unione se queste condizioni non sono soddisfatte.

4.3.4. Titolo IV (Requisiti delle controparti centrali)

Requisiti organizzativi

Dato che il regolamento instaura l'obbligo di compensazione mediante controparte centrale per i derivati OTC, occorre prestare la massima attenzione alla solidità e alla regolamentazione delle controparti centrali. Per iniziare, una controparte centrale deve disporre di solidi dispositivi di governo societario, che dovranno consentire di far fronte a potenziali conflitti di interesse tra proprietari, dirigenti, membri compensatori e partecipanti indiretti. Il ruolo dei membri indipendenti del consiglio è particolarmente importante. Il regolamento definisce chiaramente anche il ruolo e le competenze del comitato dei rischi: la funzione di gestione dei rischi dovrebbe rispondere direttamente al consiglio e non essere influenzata dalle altre linee di attività. Il regolamento impone anche la pubblicazione dei dispositivi di governo societario. Infine, le controparti centrali dovrebbero disporre di sistemi interni e di procedure operative e amministrative adeguati ed essere oggetto di audit indipendenti.

Tutte queste misure sono giudicate più efficaci per un'adeguata gestione dei potenziali conflitti di interessi, che potrebbero limitare la capacità di compensazione delle controparti centrali, rispetto a qualsiasi altra forma di regolamentazione (ad esempio, i limiti in materia di

proprietà delle controparti centrali, che dovrebbero essere estesi anche alle cosiddette strutture verticali in base alle quali le borse sono proprietarie di controparti centrali) che potrebbero avere conseguenze indesiderabili sulle strutture di mercato.

Requisiti prudenziali

Dato che sarà la controparte di tutte le posizioni, la controparte centrale sopporta il rischio che una delle sue controparti fallisca. Analogamente, ogni controparte di una controparte centrale sopporta il rischio che la controparte centrale stessa fallisca. Pertanto, il regolamento prevede che ogni controparte centrale debba ridurre la propria esposizione al rischio di controparte con un certo numero di meccanismi di protezione, tra cui requisiti di partecipazione rigorosi ma non discriminatori, risorse finanziarie e altre garanzie.

Dato il loro ruolo fondamentale, le controparti centrali sono una componente critica del mercato per il quale operano. Ne consegue che, in quasi tutti i casi, il fallimento di una controparte centrale rappresenterebbe potenzialmente un evento di importanza sistemica per il sistema finanziario. Considerata l'importanza sistemica delle controparti centrali e vista la proposta di introdurre l'obbligo di compensazione mediante controparte centrale di tutti i derivati OTC "standardizzati", non è esagerato insistere sulla necessità di assoggettare le controparti centrali a norme prudenziali rigorose a livello UE. Le vigenti legislazioni nazionali sulle controparti centrali variano da uno Stato membro all'altro, e la mancanza di condizioni di parità che ne deriva rende anch'essa la prestazione transfrontaliera di servizi di controparte centrale potenzialmente meno sicura e più costosa di quanto sarebbe auspicabile e costituisce un ostacolo all'integrazione dei mercati finanziari europei.

Una controparte centrale sarà autorizzata a esternalizzare alcune funzioni soltanto se l'esternalizzazione non ne compromette il regolare funzionamento e la capacità di gestione dei rischi, compresi i rischi legati alle funzioni esternalizzate. Pertanto, le controparti centrali devono assicurare il monitoraggio costante e il pieno controllo delle funzioni esternalizzate e la gestione continua dei rischi ai quali devono far fronte. In pratica, le funzioni di gestione dei rischi non potranno essere esternalizzate.

Per essere autorizzate all'esercizio dell'attività, le controparti centrali dovranno disporre di una quota minima di capitale. I capitali propri di una controparte centrale sono anche la sua ultima linea di difesa in caso di inadempimento di uno o più membri, una volta esauriti i margini raccolti presso i membri inadempienti, il fondo di garanzia in caso di inadempimento e le altre risorse finanziarie. Se una controparte centrale decide di utilizzare una parte del capitale come risorsa finanziaria supplementare da utilizzare a fini di gestione dei rischi, allora occorre che detta parte si aggiunga al capitale di cui deve disporre per potere esercitare la sua attività e fornire i suoi servizi su base continuativa.

Il regolamento imporrà alle controparti centrali di disporre di un fondo comune di garanzia in caso di inadempimento al quale i loro membri dovranno contribuire. Un fondo di garanzia in caso di inadempimento permette la mutualizzazione delle perdite e rappresenterà pertanto un'ulteriore linea di difesa che le controparti centrali potranno utilizzare in caso di insolvenza di uno o più dei loro membri.

Il regolamento prevede anche norme importanti sulla segregazione e la portabilità delle posizioni e delle corrispondenti garanzie reali. Queste norme sono fondamentali per ridurre effettivamente il rischio di controparte mediante il ricorso alle controparti centrali, per creare pari condizioni di concorrenza tra le controparti centrali europee e per proteggere gli interessi

legittimi dei clienti dei membri compensatori. Esse rispondono all'auspicio, espresso dai membri compensatori e dai loro clienti, di una più grande armonizzazione e di una protezione rafforzata in questo settore. Esse rispondono anche ai problemi evidenziati dal fallimento di Lehman.

4.3.5. *Titolo V (Interoperabilità)*

L'interoperabilità rappresenta uno strumento essenziale per realizzare l'integrazione effettiva del mercato europeo della post-negoziato. Tuttavia, l'interoperabilità può esporre le controparti centrali a rischi aggiuntivi. Per questo motivo la conclusione di un accordo di interoperabilità sarà subordinata all'autorizzazione delle autorità competenti. Le controparti centrali dovranno valutare e gestire prudentemente i rischi aggiuntivi derivanti dall'interoperabilità e dare assicurazioni alle autorità competenti sulla solidità dei sistemi e delle procedure adottate. Vista la complessità dei mercati dei derivati, e dato che la compensazione dei derivati OTC mediante controparte centrale è soltanto nelle fasi iniziali di sviluppo, non è opportuno, per il momento, estendere le disposizioni relative all'interoperabilità a strumenti diversi dai titoli *cash*. Tuttavia, questa restrizione non dovrebbe limitare il diritto delle controparti centrali di concludere accordi di interoperabilità sicuri, subordinatamente al rispetto delle condizioni previste dal regolamento.

4.3.6. *Titolo VI (Registrazione e vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni)*

Come menzionato in precedenza (cfr. supra, sezione 4.3.2), il regolamento prevede l'obbligo di segnalazione delle operazioni su derivati OTC, per accrescere la trasparenza del mercato. Le informazioni devono essere comunicate ai repertori di dati sulle negoziazioni. Pertanto, questi ultimi deterranno informazioni regolamentari che interessano un certo numero di autorità di regolamentazione. Dato il ruolo centrale che avranno i repertori nella raccolta di informazioni regolamentari, il regolamento attribuisce all'ESMA le competenze in materia di registrazione, revoca della registrazione e vigilanza dei repertori. Attribuire competenze di vigilanza alle autorità dello Stato membro nel quale il repertorio è stabilito creerebbe una situazione squilibrata tra le autorità competenti dei vari Stati membri. Inoltre, dato che la vigilanza dei repertori non implica responsabilità di bilancio, la vigilanza a livello nazionale non è necessaria. Il ruolo dell'ESMA garantirà anche un accesso diretto a tutte le autorità europee interessate e una controparte unica in rappresentanza dell'Europa per i rapporti con le autorità competenti dei repertori dei paesi terzi.

4.3.7. *Titolo VII (Requisiti dei repertori di dati sulle negoziazioni)*

Il regolamento contiene anche disposizioni che impongono ai repertori di dati sulle negoziazioni di garantire l'osservanza di un certo numero di norme. Queste mirano a garantire l'affidabilità, la sicurezza e la tutela delle informazioni detenute dai repertori a fini regolamentari. In particolare, i repertori saranno soggetti a requisiti organizzativi e operativi e dovranno garantire una tutela e una trasparenza adeguate dei dati.

Per essere registrati i repertori dovranno essere stabiliti nell'UE. Tuttavia, i repertori stabiliti in un paese terzo potranno essere riconosciuti dall'ESMA se soddisfano una serie di requisiti miranti ad accertare che nel paese terzo il repertorio sia soggetto a norme equivalenti e ad una vigilanza adeguata. Per garantire l'assenza di ostacoli giuridici che impediscano lo scambio reciproco effettivo delle informazioni e l'accesso diretto ai dati detenuti dal repertorio di un paese terzo, il regolamento prevede l'obbligo di concludere un accordo internazionale a tal

fine. Esso precisa inoltre che, in mancanza di accordo, l'ESMA non riconoscerà i repertori stabiliti nel paese terzo.

5. DISPOSIZIONI FINALI

La Commissione dovrebbe essere autorizzata ad adottare atti delegati, conformemente all'articolo 290 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) in merito alle informazioni da includere nella notifica all'ESMA e nel registro e sui criteri di decisione dell'ESMA riguardanti: l'assoggettabilità all'obbligo di compensazione, le soglie per la segnalazione e per la compensazione, il periodo massimo relativo al contratto, la liquidità, il contenuto minimo delle norme sul governo societario, le modalità di conservazione dei dati, il contenuto minimo del piano di continuità operativa e i servizi garantiti, le percentuali e le scadenze applicabili ai margini, le condizioni di mercato estreme, le garanzie reali altamente liquide e gli scarti di garanzia, gli strumenti finanziari altamente liquidi e i limiti di concentrazione, le modalità di effettuazione dei test, le informazioni da includere nella domanda di registrazione presentata all'ESMA dai repertori di dati sulle negoziazioni, le ammende e le informazioni che i repertori devono mettere a disposizione, conformemente al presente regolamento. L'ESMA dovrebbe elaborare progetti di standard tecnici di regolamentazione per gli atti delegati e procedere ad appropriate valutazioni dell'impatto.

La Commissione dovrebbe anche essere autorizzata a decidere il formato delle segnalazioni, delle conservazioni di dati e della domanda di registrazione dei repertori di dati sulle negoziazioni. Ai sensi dell'articolo 291 del TFUE, le regole e principi generali relativi alle modalità di controllo da parte degli Stati membri dell'esercizio delle competenze di esecuzione attribuite alla Commissione devono essere stabiliti preventivamente da un regolamento adottato secondo la procedura legislativa ordinaria. In attesa dell'adozione del nuovo regolamento, continua ad applicarsi la decisione 1999/468/CE del Consiglio, del 28 giugno 1999, recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione, ad eccezione della procedura di regolamentazione con controllo, che non è applicabile.

6. INCIDENZA SUL BILANCIO

Nessuna.

Proposta di

REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni

(Testo rilevante ai fini del SEE)

IL PARLAMENTO EUROPEO E IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare l'articolo 114,

vista la proposta della Commissione europea,

previa trasmissione del progetto di atto legislativo ai parlamenti nazionali,

visto il parere del Comitato economico e sociale europeo¹⁷,

visto il parere della Banca centrale europea,

deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria,

considerando quanto segue:

- (1) La relazione commissionata dalla Commissione e pubblicata il 25 febbraio 2009, redatta da un gruppo di esperti ad alto livello presieduto da Jacques de Larosière, ha concluso che il quadro di vigilanza deve essere rafforzato per ridurre il rischio di crisi finanziarie future e la loro gravità, e ha raccomandato inoltre riforme profonde della struttura della vigilanza del settore finanziario in Europa, compresa la creazione di un Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria comprendente tre autorità europee di vigilanza, una per il settore degli strumenti finanziari, una per il settore delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e infine una per il settore bancario, nonché la creazione di un Comitato europeo per il rischio sistemico.
- (2) La comunicazione della Commissione del 4 marzo 2009, dal titolo "Guidare la ripresa in Europa"¹⁸, ha proposto di rafforzare il quadro normativo dell'Unione in materia di servizi finanziari. Nella comunicazione del 3 luglio 2009¹⁹ la Commissione ha valutato il ruolo svolto dai derivati nella crisi finanziaria, e nella comunicazione del 20 ottobre 2009²⁰ ha illustrato le misure che intende adottare per ridurre i rischi associati ai derivati.
- (3) Il 23 settembre 2009 la Commissione ha adottato tre proposte di regolamento che hanno istituito il Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria e hanno creato tre autorità di vigilanza

¹⁷ GU C [...] del [...], pag. [...].

¹⁸ "Guidare la ripresa in Europa" COM(2009) 114.

¹⁹ "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi" – COM(2009) 332.

²⁰ "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future" – COM(2009) 563.

europee con il compito di contribuire all'applicazione uniforme della normativa dell'Unione e all'adozione di norme e di pratiche comuni di alta qualità in materia di regolamentazione e di vigilanza. Si tratta dell'Autorità bancaria europea (EBA) istituita dal regolamento .../...UE..., dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) istituita dal regolamento .../...UE... e dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) istituita dal regolamento .../...UE....

- (4) I prodotti derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter* – OTC) mancano di trasparenza, dato che si tratta di contratti negoziati privatamente e le relative informazioni sono di norma accessibili soltanto alle parti contraenti. Questi contratti creano una complessa rete di interdipendenze che può rendere difficile determinare la natura e il livello dei rischi incorsi. La crisi finanziaria ha dimostrato che queste caratteristiche aumentano l'incertezza nei periodi di tensione sui mercati creando pertanto rischi per la stabilità finanziaria. Il presente regolamento fissa le condizioni per ridurre tali rischi e migliorare la trasparenza dei contratti derivati.
- (5) In occasione del vertice di Pittsburgh del 26 settembre 2009 i leader del G20 hanno deciso che entro la fine del 2012 tutti i contratti derivati OTC standardizzati dovranno essere compensati mediante controparte centrale e che i contratti derivati OTC dovranno essere segnalati a repertori di dati sulle negoziazioni. Nel giugno 2010 i leader del G20 riuniti a Toronto hanno riaffermato il loro impegno e si sono inoltre impegnati ad accelerare l'applicazione di misure forti per accrescere la trasparenza e la vigilanza regolamentare dei prodotti derivati negoziati fuori borsa in maniera uniforme a livello internazionale e non discriminatoria. La Commissione si impegnerà a fare in modo che questi impegni vengano rispettati in maniera analoga dai nostri partner internazionali.
- (6) Nelle conclusioni del 2 dicembre 2009 il Consiglio europeo ha concordato con la necessità di rafforzare in misura sostanziale la riduzione del rischio di controparte e con l'importanza del rafforzamento della trasparenza, dell'efficienza e dell'integrità delle operazioni su derivati. Il Parlamento europeo, nella risoluzione del 15 giugno 2010 dal titolo "Mercati dei derivati: azioni strategiche future", si è espresso a favore dell'introduzione dell'obbligo di compensazione e di segnalazione delle operazioni su derivati OTC.
- (7) L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) opera nell'ambito di applicazione del presente regolamento, salvaguardando la stabilità dei mercati finanziari in situazioni di emergenza, assicurando l'applicazione uniforme delle norme dell'Unione da parte delle autorità nazionali di vigilanza e risolvendone eventuali disaccordi. L'Autorità è anche incaricata di elaborare standard tecnici di regolamentazione giuridicamente vincolanti, e avrà un ruolo centrale nell'autorizzazione e nel controllo delle controparti centrali e dei repertori di dati sulle negoziazioni.
- (8) Sono necessarie norme uniformi per i contratti derivati di cui all'allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE²¹ del Consiglio, che sono negoziati fuori borsa.

²¹ GUL 145 del 30.4.2004, pag. 1.

- (9) Gli incentivi per promuovere il ricorso alle controparti centrali sono risultati insufficienti per assicurare l'effettiva compensazione dei derivati OTC standardizzati. Pertanto è necessario imporre un obbligo di compensazione mediante controparte centrale per i derivati OTC che possono essere compensati.
- (10) È probabile che gli Stati membri adottino disposizioni nazionali divergenti che potrebbero ostacolare il regolare funzionamento del mercato interno a scapito dei partecipanti al mercato e della stabilità finanziaria. Un'applicazione uniforme nell'Unione dell'obbligo di compensazione è anche necessaria per assicurare un livello elevato di protezione degli investitori e per creare pari condizioni di concorrenza tra i partecipanti al mercato.
- (11) Affinché l'obbligo di compensazione riduca effettivamente il rischio sistemico, occorre definire una procedura di individuazione delle categorie di derivati assoggettabili a detto obbligo. Occorre che la procedura tenga conto del fatto che non tutti i derivati OTC compensati mediante controparte centrale sono idonei a essere assoggettati all'obbligo di compensazione mediante controparte centrale.
- (12) Il presente regolamento definisce i criteri di assoggettabilità all'obbligo di compensazione. Tenuto conto del suo ruolo centrale, spetta all'ESMA decidere se una categoria di derivati soddisfi o no i criteri di assoggettabilità e fissare il termine a decorrere dal quale l'obbligo diventa effettivo.
- (13) La compensazione di un contratto derivato OTC richiede l'accordo delle due parti del contratto. Occorre, pertanto, che le esenzioni dall'obbligo siano concepite in maniera restrittiva, perché esse ridurrebbero l'efficacia dell'obbligo, nonché i vantaggi della compensazione mediante controparte centrale e potrebbero dare luogo ad arbitraggio regolamentare tra gruppi di partecipanti al mercato.
- (14) I derivati OTC giudicati non idonei per la compensazione mediante controparte centrale comportano sempre un rischio di controparte e pertanto occorre definire norme per la gestione di tale rischio. È opportuno che dette norme siano applicabili soltanto ai partecipanti al mercato soggetti all'obbligo di compensazione.
- (15) È opportuno che le norme in materia di obbligo di compensazione e di segnalazione e le norme sulle tecniche di riduzione dei rischi per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale si applichino alle controparti finanziarie, ossia alle imprese di investimento ai sensi della direttiva 2004/39/CE, agli enti creditizi ai sensi della direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed il suo esercizio (rifusione)²², alle imprese di assicurazione ai sensi della direttiva 73/239/CEE (che verrà abrogata dalla direttiva "Solvibilità II" nel 2012), alle imprese di assicurazione ai sensi della direttiva 2002/83/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 novembre 2002, relativa all'assicurazione sulla vita²³, alle imprese di riassicurazione ai sensi della direttiva 2005/68/CE, agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) ai sensi della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)²⁴, agli enti

²² GU L 177 del 30.6.2006, pag. 1.

²³ GU L 345 del 19.12.2002, pag. 1.

²⁴ GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32.

pensionistici aziendali o professionali ai sensi della direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 giugno 2003, relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali²⁵ e ai gestori di fondi di investimento alternativi ai sensi della direttiva 2010/... /UE.

- (16) Se necessario, occorre che le norme applicabili alle controparti finanziarie si applichino anche alle controparti non finanziarie. Si riconosce che le controparti non finanziarie utilizzano i contratti OTC per coprirsi contro i rischi commerciali direttamente legati alle loro attività commerciali. Di conseguenza, per determinare se una controparte non finanziaria debba essere assoggettata all'obbligo di compensazione, occorre tenere conto dello scopo per il quale utilizza i derivati OTC e dell'entità delle esposizioni detenute in tali strumenti. Quando fissa la soglia ai fini dell'obbligo di compensazione, l'ESMA consulta tutte le autorità pertinenti, ad esempio le autorità di regolamentazione competenti per i mercati delle merci, affinché siano prese pienamente in considerazione le particolarità di questi settori. Inoltre, entro il 31 dicembre 2013 la Commissione valuterà l'importanza sistemica delle operazioni di imprese non finanziarie sui derivati OTC in diversi settori, compreso quello dell'energia.
- (17) Occorre che un contratto concluso da un fondo, sia esso gestito o no da un gestore, sia considerato rientrante nell'ambito di applicazione del presente regolamento.
- (18) È opportuno che le banche centrali e altri organismi nazionali che esercitano funzioni analoghe, altri organismi pubblici incaricati della gestione del debito pubblico o che intervengono nella medesima e le banche multilaterali di sviluppo di cui all'allegato VI, parte 1, sezione 4.2, della direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio²⁶ siano esclusi dall'ambito di applicazione del presente regolamento, per evitare di limitare la loro capacità di intervento per stabilizzare il mercato in caso di bisogno.
- (19) Dato che non tutti i partecipanti al mercato soggetti all'obbligo di compensazione possono diventare membri compensatori della controparte centrale, occorre dar loro la possibilità di accedervi come clienti.
- (20) L'introduzione di un obbligo di compensazione, nonché la procedura mirante a stabilire quali controparti centrali possono essere utilizzate a tal fine possono comportare distorsioni della concorrenza indesiderate sul mercato dei derivati OTC. Ad esempio, una controparte centrale potrebbe rifiutarsi di compensare operazioni eseguite in alcune sedi di negoziazione, in quanto appartenente ad una sede concorrente. Per evitare tali pratiche discriminatorie, occorre che le controparti centrali accettino di compensare le operazioni eseguite in varie sedi, purché queste ultime soddisfino i requisiti tecnici e operativi definiti dalle controparti centrali. Di norma, è opportuno che la Commissione continui a monitorare da vicino l'evoluzione del mercato dei derivati OTC e intervenga, se necessario, per impedire tali distorsioni della concorrenza sul mercato interno.
- (21) Sono necessari dati affidabili per definire le categorie di derivati OTC da assoggettare all'obbligo di compensazione, le soglie e le controparti non finanziarie di importanza sistemica. Pertanto, a

²⁵ GU L 235 del 23.9.2003, pag. 10.

²⁶ GU L 177 del 30.6.2006, pag. 1.

fini regolamentari, occorre introdurre a livello dell'Unione un obbligo uniforme di comunicazione dei dati riguardanti i derivati OTC.

- (22) È importante che i partecipanti al mercato comunichino ai repertori di dati sulle negoziazioni tutti i dettagli relativi ai contratti derivati OTC da essi conclusi. In tal modo le informazioni riguardanti i rischi inerenti ai mercati dei derivati OTC saranno centralizzate e facilmente accessibili all'ESMA, alle autorità competenti e alle banche centrali del SEBC interessate.
- (23) Per disporre di un quadro completo del mercato, è opportuno che tutti i contratti, siano essi compensati o no, siano segnalati ai repertori di dati sulle negoziazioni.
- (24) È opportuno che l'obbligo di segnalare le modifiche o la cessazione del contratto si applichi alle controparti originarie del contratto e a altri soggetti che effettuino la segnalazione per conto di esse. Occorre che le controparti, o i loro dipendenti, che comunicano tutte le informazioni relative ad un contratto ad un repertorio di dati sulle negoziazioni per conto di un'altra controparte, conformemente al presente regolamento, non violino eventuali restrizioni alla divulgazione di informazioni.
- (25) Occorre che gli obblighi di compensazione e di segnalazione siano accompagnati da sanzioni effettive, proporzionate e dissuasive. È opportuno che gli Stati membri applichino dette sanzioni in maniera da non ridurre l'efficacia.
- (26) Occorre che l'autorizzazione di una controparte centrale sia subordinata alla detenzione di un capitale minimo iniziale. È opportuno che il capitale, l'utile non distribuito e le riserve della controparte centrale siano in qualsiasi momento proporzionati alle dimensioni e all'attività della controparte centrale, in modo da assicurare che essa sia adeguatamente capitalizzata per potere far fronte a rischi operativi o residui e possa, se necessario, procedere ad una ristrutturazione o ad una liquidazione ordinata delle sue attività.
- (27) Dato che il presente regolamento introduce, a fini regolamentari, l'obbligo legale di compensazione mediante specifiche controparti centrali, è essenziale assicurare che dette controparti centrali siano sicure e solide e rispettino in ogni momento i rigorosi requisiti organizzativi, di condotta negli affari e prudenziali fissati dal presente regolamento. Per assicurare un'applicazione uniforme, occorre che i requisiti si applichino alla compensazione di tutti gli strumenti finanziari trattati dalle controparti centrali.
- (28) Pertanto, è necessario, a fini di armonizzazione e di regolamentazione, fare in modo che le controparti finanziarie ricorrano soltanto a controparti centrali che rispettino i requisiti fissati dal presente regolamento.
- (29) La definizione di norme di applicazione diretta in materia di autorizzazione e di vigilanza delle controparti centrali è un corollario essenziale dell'obbligo di compensazione dei derivati OTC. È opportuno che le autorità nazionali competenti conservino la responsabilità per tutti gli aspetti relativi all'autorizzazione e alla vigilanza delle controparti centrali, ivi compresa la verifica del rispetto da parte della controparte centrale richiedente del presente regolamento e della direttiva 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 maggio 1998, concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli²⁷, dato che

²⁷

GU L 166 dell'11.6.1998, pag. 45.

le autorità competenti nazionali si trovano nella posizione migliore per valutare il funzionamento giornaliero della controparte centrale, per effettuare verifiche regolari e adottare, se necessario, misure idonee.

- (30) In caso di rischio di insolvenza di una controparte centrale, lo Stato membro di stabilimento può dover assumere gran parte della responsabilità di bilancio che ne deriva. Di conseguenza occorre che le competenze in materia di autorizzazione e vigilanza delle controparti centrali siano esercitate dall'autorità competente di detto Stato membro. Tuttavia, dato che i membri compensatori di una controparte centrale possono risiedere in vari Stati membri e che essi saranno le prime vittime dell'inadempimento della controparte centrale, è imperativo che tutte le autorità competenti interessate partecipino alla procedura di autorizzazione e di vigilanza e che vengano creati adeguati meccanismi di cooperazione, tra l'altro mediante collegi. Questo eviterà l'adozione di misure o di prassi nazionali divergenti e la creazione di ostacoli al mercato interno. Occorre che l'ESMA partecipi a ogni collegio per assicurare l'applicazione corretta e uniforme del presente regolamento.
- (31) È necessario rafforzare le disposizioni in materia di scambio di informazioni e di obblighi di assistenza reciproca e di cooperazione tra autorità competenti. Considerato l'intensificarsi dell'attività transfrontaliera, è opportuno che le autorità competenti si trasmettano reciprocamente le informazioni necessarie all'esercizio delle loro funzioni, in modo da assicurare l'applicazione effettiva del presente regolamento, anche quando una violazione o una presunta violazione interessino le autorità di due o più Stati membri. Occorre che lo scambio di informazioni avvenga nel rispetto rigoroso del segreto professionale. A causa dell'ampio impatto dei contratti derivati OTC, è essenziale che altre autorità interessate, quali autorità fiscali o le autorità di regolamentazione dell'energia, abbiano accesso alle informazioni necessarie all'esercizio delle loro funzioni.
- (32) Tenuto conto del carattere mondiale dei mercati finanziari, occorre che all'ESMA sia affidata la competenza diretta per il riconoscimento delle controparti centrali stabilite in paesi terzi, in modo da permettere loro di proporre servizi di compensazione nell'Unione, purché la Commissione abbia riconosciuto l'equivalenza del quadro legislativo e di vigilanza del paese terzo rispetto a quello dell'Unione, e che siano soddisfatte talune altre condizioni. Al riguardo, gli accordi con i principali partner internazionali dell'Unione saranno particolarmente importanti per assicurare pari condizioni di concorrenza a livello mondiale e garantire la stabilità finanziaria.
- (33) È opportuno che le controparti centrali dispongano di solidi dispositivi di governo societario, di un'alta dirigenza che soddisfi i requisiti di onorabilità e di membri indipendenti del consiglio, a prescindere dall'assetto proprietario. Tuttavia, la capacità o la volontà delle controparti centrali di effettuare la compensazione di determinati prodotti può essere influenzata dalla diversità dei dispositivi di governo societario e assetti proprietari di cui sono dotate. È pertanto opportuno che i membri indipendenti del consiglio e il comitato dei rischi che le controparti centrali dovranno istituire si occupino dei potenziali conflitti di interessi che potrebbero emergere nell'ambito della controparte centrale. Occorre che i membri compensatori e i clienti siano adeguatamente rappresentati, date le conseguenze che possono avere per loro le decisioni adottate dalle controparti centrali.
- (34) Le controparti centrali possono esternalizzare funzioni diverse da quella di gestione dei rischi, ma soltanto se le funzioni esternalizzate non incidono sul loro regolare funzionamento né sulla loro capacità di gestione dei rischi.

- (35) È opportuno che i requisiti di partecipazione a carico di una controparte centrale siano trasparenti, proporzionati e non discriminatori e consentano l'accesso a distanza, sempre che ciò non esponga la controparte centrale a rischi aggiuntivi.
- (36) Occorre che ai clienti dei membri compensatori che compensano i loro derivati OTC mediante controparte centrale sia accordato un elevato livello di protezione. Attualmente il livello di protezione dipende dal livello di segregazione scelto dal cliente. È opportuno che gli intermediari segreghino le loro attività da quelle dei loro clienti. Per questo motivo, occorre che le controparti centrali conservino una documentazione aggiornata e di facile individuazione.
- (37) È opportuno che le controparti centrali siano dotate di un solido quadro per la gestione dei rischi di credito, di liquidità, operativo e di altro genere, ivi compresi i rischi in cui incorrono o che fanno incorrere ad altre entità a causa dell'interdipendenza. Occorre che le controparti centrali siano dotate di procedure e di meccanismi adeguati per far fronte all'inadempimento di un membro compensatore. Per ridurre al minimo il rischio di contagio dell'inadempimento, occorre che le controparti centrali applichino condizioni di partecipazione rigorose, raccolgano adeguati margini iniziali e dispongano di un fondo di garanzia in caso di inadempimento e di altre risorse finanziarie per la copertura di potenziali perdite.
- (38) Le chiamate margini e gli scarti di garanzia sulle garanzie reali possono avere effetti prociclici. È opportuno pertanto che le controparti centrali e le autorità competenti adottino misure per prevenire e controllare gli eventuali effetti prociclici delle pratiche di gestione dei rischi adottate dalle controparti centrali, in modo da preservarne la solidità e la sicurezza finanziaria.
- (39) La gestione delle esposizioni è un elemento essenziale della procedura di compensazione. Occorre garantire l'accesso a fonti idonee per la fissazione dei prezzi e il loro utilizzo, per permettere in generale la prestazione di servizi di compensazione. È opportuno che dette fonti per la fissazione dei prezzi includano tra l'altro le fonti legate a indici utilizzate come riferimento per derivati o altri strumenti finanziari.
- (40) I margini sono la prima linea di difesa di una controparte centrale. Per quanto le controparti centrali debbano investire i margini ricevuti in modo sicuro e prudente, occorre tuttavia che esse si impegnino in particolare affinché detti margini siano adeguatamente protetti per assicurare che vengano restituiti tempestivamente ai membri compensatori non inadempienti o, in caso di inadempimento della controparte centrale che li ha raccolti, ad una controparte centrale che ha con essa un rapporto di interoperabilità.
- (41) Il codice di condotta europeo in materia di compensazione e di regolamento del 7 novembre 2006²⁸ ha istituito un quadro volontario per la creazione di legami tra le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni. Tuttavia, il settore della post-negoziazione resta frammentato lungo linee nazionali, il che aumenta i costi delle operazioni transfrontaliere e ne impedisce l'armonizzazione. È pertanto necessario stabilire condizioni per la conclusione di accordi di interoperabilità tra controparti centrali, purché detti accordi non espongano le controparti centrali a rischi non gestiti correttamente.
- (42) Data l'importanza degli accordi di interoperabilità in quanto strumenti per rafforzare l'integrazione del mercato della post-negoziazione nell'Unione occorre prevedere una

²⁸

http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/code/code_en.pdf

regolamentazione in materia. Tuttavia, gli accordi di interoperabilità possono esporre le controparti centrali a rischi aggiuntivi. Data l'ulteriore complessità derivante dagli accordi di interoperabilità tra controparti centrali che effettuano la compensazione di contratti derivati OTC, in questa fase occorre restringere il campo di applicazione di tali accordi ai titoli *cash*. Tuttavia, è opportuno che entro il 30 settembre 2014 l'ESMA presenti alla Commissione una relazione sull'opportunità di estendere l'ambito di applicazione ad altri strumenti finanziari.

- (43) I repertori di dati sulle negoziazioni raccolgono a fini regolamentari dati che interessano le autorità di tutti gli Stati membri. Dato che la vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni non ha implicazioni di bilancio e che molte autorità nazionali avranno bisogno di accedere ai dati detenuti dai repertori, è opportuno affidare all'ESMA la responsabilità della registrazione, della revoca della registrazione e della vigilanza dei repertori.
- (44) Dato che le autorità di regolamentazione, le controparti centrali e gli altri partecipanti al mercato dipendono dai dati detenuti dai repertori di dati sulle negoziazioni, è opportuno assicurare che i repertori siano soggetti a requisiti rigorosi in materia di registrazione e di gestione dei dati.
- (45) La trasparenza dei prezzi e delle commissioni associate ai servizi prestati dalle controparti centrali e dai repertori di dati sulle negoziazioni è necessaria per permettere ai partecipanti al mercato di scegliere con cognizione di causa.
- (46) È opportuno che l'ESMA possa proporre alla Commissione di infliggere penalità di mora. Lo scopo delle penalità di mora è assicurare che cessi la violazione constatata dall'ESMA, che l'ESMA riceva le informazioni complete e corrette da essa richieste e che i repertori di dati sulle negoziazioni e altri soggetti si sottopongano a indagine. Inoltre, a scopo dissuasivo, e per costringere i repertori a rispettare il presente regolamento, occorre che la Commissione possa anche infliggere ammende, su richiesta dell'ESMA, in caso di violazione, intenzionale o per negligenza, di specifiche disposizioni del regolamento. È opportuno che le ammende siano dissuasive e proporzionate alla natura, alla gravità e alla durata della violazione e alla capacità economica del repertorio di dati sulle negoziazioni interessato.
- (47) Per potere sorvegliare efficacemente i repertori di dati sulle negoziazioni, occorre che l'ESMA sia autorizzata a svolgere indagini e a effettuare ispezioni in loco.
- (48) È essenziale che gli Stati membri e l'ESMA tutelino il diritto alla vita privata delle persone fisiche in caso di trattamento di dati personali, conformemente alla direttiva 95/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 ottobre 1995, relativa alla tutela delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati²⁹.
- (49) È importante assicurare la convergenza al livello internazionale degli obblighi imposti alle controparti centrali e ai repertori di dati sulle negoziazioni. Il presente regolamento segue le raccomandazioni formulate da CPSS/IOSCO³⁰ e da SEBC/CESR³¹ e crea nell'Unione un quadro nel quale le controparti centrali possono operare senza rischi. Occorre che l'ESMA tenga conto di

²⁹ GUL 281 del 23.1.1995, pag. 31.

³⁰ Comitato sui sistemi di pagamento e di regolamento (*Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS*) delle banche centrali del gruppo dei dieci e il comitato tecnico dell'organizzazione internazionale delle commissioni dei valori mobiliari (*Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*).

³¹ Sistema europeo delle banche centrali (SEBC) e il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators – CESR*).

detti sviluppi in sede di elaborazione degli standard tecnici di regolamentazione, degli orientamenti e delle raccomandazioni previsti dal presente regolamento.

- (50) Occorre autorizzare la Commissione ad adottare atti delegati, conformemente all'articolo 290 del trattato in merito alle informazioni da includere nella notifica all'ESMA e nel registro e sui criteri di decisione dell'ESMA riguardanti: l'assoggettabilità all'obbligo di compensazione, le soglie per la segnalazione e per la compensazione, il periodo massimo relativo al contratto, la liquidità, il contenuto minimo delle norme sul governo societario, le modalità di conservazione dei dati, il contenuto minimo del piano di continuità operativa e i servizi garantiti, le percentuali e scadenze applicabili ai margini, le condizioni di mercato estreme, le garanzie reali altamente liquide e gli scarti di garanzia, gli strumenti finanziari altamente liquidi e i limiti di concentrazione, le modalità di effettuazione dei test, le informazioni da includere nella domanda di registrazione presentata all'ESMA dai repertori di dati sulle negoziazioni, le ammende e le informazioni che i repertori di dati sulle negoziazioni devono mettere a disposizione, conformemente al presente regolamento. In fase di elaborazione degli atti delegati occorre che la Commissione si avvalga delle competenze delle competenti autorità di vigilanza europee (ESMA, EBA ed EIOPA). Tenuto conto delle sue competenze in materia di strumenti finanziari e di mercati, occorre che l'ESMA abbia un ruolo centrale di consulenza della Commissione nella preparazione degli atti delegati. Tuttavia, se opportuno, occorre che l'ESMA si consulti strettamente con le altre due autorità di vigilanza europee.
- (51) Ai sensi dell'articolo 291 del TFUE, le regole e principi generali relativi alle modalità di controllo da parte degli Stati membri dell'esercizio delle competenze di esecuzione attribuite alla Commissione devono essere stabiliti preventivamente da un regolamento adottato secondo la procedura legislativa ordinaria. In attesa dell'adozione del nuovo regolamento, continua ad applicarsi la decisione 1999/468/CE del Consiglio, del 28 giugno 1999, recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione, ad eccezione della procedura di regolamentazione con controllo, che non è applicabile.
- (52) Poiché gli obiettivi del presente regolamento, ossia la fissazione di obblighi uniformi per i contratti derivati OTC e per l'esercizio delle attività delle controparti centrali e dei repertori di dati sulle negoziazioni, non possono essere realizzati in misura sufficiente dagli Stati membri e possono dunque, a causa delle dimensioni o degli effetti dell'intervento, essere realizzati meglio dall'Unione, l'Unione può intervenire in base al principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del trattato sull'Unione europea. Il presente regolamento si limita a quanto è necessario per conseguire tali obiettivi in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo.
- (53) Viste le norme sull'interoperabilità dei sistemi, si è giudicato opportuno modificare la direttiva 98/26/CE per tutelare i diritti di un operatore del sistema che fornisce garanzie reali ad un operatore di un altro sistema che le riceve, nei casi in cui quest'ultimo sia soggetto a procedura di insolvenza,

HANNO ADOTTATO IL PRESENTE REGOLAMENTO:

Titolo I

Oggetto, ambito di applicazione e definizioni

Articolo 1

Oggetto e ambito di applicazione

1. Il presente regolamento fissa obblighi uniformi per i contratti derivati di cui all'allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della direttiva 2004/39/CE negoziati fuori borsa, e per l'esercizio delle attività delle controparti centrali e dei repertori di dati sulle negoziazioni.
2. Il presente regolamento si applica alle controparti centrali, alle controparti finanziarie e ai repertori di dati sulle negoziazioni. Esso si applica anche alle controparti non finanziarie, nei casi previsti.
3. Il titolo V si applica unicamente ai valori mobiliari e agli strumenti del mercato monetario di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 18), lettere a) e b) e punto 19) della direttiva 2004/39/CE.
4. Il presente regolamento non si applica:
 - a) ai membri del Sistema europeo di banche centrali e ad altri organismi nazionali che svolgono funzioni analoghe e ad altri organismi pubblici incaricati della gestione del debito pubblico o che intervengono nella medesima;
 - b) alle banche multilaterali di sviluppo, di cui alla sezione 4.2 della parte 1 dell'allegato VI della direttiva 2006/48/CE.

Articolo 2

Definizioni

Ai fini del presente regolamento si intende per:

- 1) "controparte centrale", soggetto che si interpone legalmente tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari, agendo come acquirente nei confronti di ogni venditore e come venditore nei confronti di ogni acquirente e che è responsabile del funzionamento di un sistema di compensazione;
- 2) "repertorio di dati sulle negoziazioni", soggetto che raccoglie e conserva in modo centralizzato le registrazioni sui derivati OTC;
- 3) "compensazione", la procedura di determinazione delle posizioni di regolamento, tra cui il calcolo delle posizioni nette e la procedura mirante a verificare la disponibilità degli strumenti finanziari o del contante, o di entrambi, per coprire le esposizioni risultanti dall'operazione;
- 4) "categoria di derivati", un certo numero di contratti su derivati OTC aventi le stesse caratteristiche essenziali;

- 5) "derivati *over-the-counter* (OTC)", contratti derivati la cui esecuzione non ha luogo su un mercato regolamentato ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14), della direttiva 2004/39/CE;
- 6) "controparte finanziaria", impresa di investimento ai sensi della direttiva 2004/39/CE, ente creditizio ai sensi della direttiva 2006/48/CE, impresa di assicurazione ai sensi della direttiva 73/239/CEE, impresa di assicurazione ai sensi della direttiva 2002/83/CE, impresa di riassicurazione ai sensi della direttiva 2005/68/CE, organismo di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) ai sensi della direttiva 2009/65/CE, ente pensionistico aziendale o professionale ai sensi della direttiva 2003/41/CE o gestore di fondo di investimenti alternativo ai sensi della direttiva 2010/... /UE;
- 7) "controparte non finanziaria", impresa stabilita nell'Unione diversa dai soggetti di cui al punto 6);
- 8) "rischio di controparte", rischio che la controparte di un'operazione risulti inadempiente prima del regolamento definitivo dei flussi finanziari dell'operazione;
- 9) "accordo di interoperabilità", accordo tra due o più controparti centrali che prevede l'esecuzione intersistemica delle operazioni;
- 10) "autorità competente", l'autorità designata da ogni Stato membro ai sensi dell'articolo 18;
- 11) "membro compensatore", impresa partecipante ad una controparte centrale che si assume la responsabilità di adempiere le obbligazioni finanziarie derivanti dalla partecipazione;
- 12) "cliente", impresa legata ad un membro compensatore da un rapporto contrattuale che le consente di compensare le sue operazioni tramite la controparte centrale interessata;
- 13) "partecipazione qualificata", partecipazione diretta o indiretta in una controparte centrale o in un repertorio di dati sulle negoziazioni non inferiore al 10% del capitale sociale o dei diritti di voto, ai sensi degli articoli 9 e 10 della direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato³², tenendo conto delle relative condizioni di aggregazione di cui all'articolo 12, paragrafi 4 e 5, della stessa direttiva, o che consente di esercitare un'influenza notevole sulla gestione della controparte centrale o del repertorio di dati sulle negoziazioni in cui la partecipazione è detenuta;
- 14) "impresa madre", impresa madre ai sensi degli articoli 1 e 2 della direttiva 83/349/CEE³³ del Consiglio;
- 15) "impresa figlia", impresa figlia ai sensi degli articoli 1 e 2 della direttiva 83/349/CEE; l'impresa figlia di un'impresa figlia è parimenti considerata impresa figlia dell'impresa madre che è a capo di tali imprese;
- 16) "controllo", controllo come definito all'articolo 1 della direttiva 83/349/CEE;

³² GU L 390 del 31.12.2004, pag. 38.

³³ GU L 193 del 18.7.1983, pag. 1.

- 17) "stretti legami", situazione nella quale due o più persone fisiche o giuridiche sono legate da:
- a) partecipazione, ossia il fatto di detenere direttamente o tramite un legame di controllo, il 20% o più dei diritti di voto o del capitale di un'impresa;
 - b) legame di controllo, ossia la relazione esistente tra un'impresa madre ed un'impresa figlia, in tutti i casi di cui all'articolo 1, paragrafi 1 e 2, della direttiva 83/349/CEE, o relazione analoga esistente tra persone fisiche e giuridiche ed un'impresa, nel qual caso ogni impresa figlia di un'impresa madre viene considerata impresa figlia dell'impresa madre che è a capo di tali imprese.
- Si ritiene che costituisca uno stretto legame tra due o più persone fisiche o giuridiche anche la situazione in cui esse siano legate in modo duraturo ad una stessa persona da un legame di controllo;
- 18) "capitale", capitale ai sensi dell'articolo 22 della direttiva 86/635/CEE del Consiglio, dell'8 dicembre 1986, relativa ai conti annuali ed ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari³⁴, se versato, nonché il relativo sovrapprezzo di emissione; esso assorbe pienamente le perdite in situazioni normali e in caso di fallimento o liquidazione è subordinato a tutti gli altri crediti;
- 19) "riserve", le riserve ai sensi dell'articolo 9 della direttiva 78/660/CEE del Consiglio, del 25 luglio 1978, basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del trattato e relativa ai conti annuali di taluni tipi di società³⁵, e gli utili e le perdite portati a nuovo per destinazione del risultato finale di esercizio;
- 20) "il consiglio", il consiglio di amministrazione o di sorveglianza, o entrambi, conformemente al diritto societario nazionale;
- 21) "membro indipendente del consiglio", un membro del consiglio non avente rapporti d'affari, familiari o di altro tipo che sollevino un conflitto di interessi con la controparte centrale, gli azionisti di controllo o i dirigenti di questa, i membri compensatori o i dirigenti di questi ultimi;
- 22) "alta dirigenza", la persona o le persone che dirigono di fatto l'attività della controparte centrale e il membro esecutivo o i membri esecutivi del consiglio.

Titolo II

Compensazione, segnalazione e riduzione dei rischi dei derivati OTC

Articolo 3

Obbligo di compensazione

1. Le controparti finanziarie compensano tutti i contratti derivati OTC, considerati assoggettabili ai sensi dell'articolo 4, stipulati con altre controparti finanziarie mediante le controparti centrali pertinenti iscritte nel registro di cui all'articolo 4, paragrafo 4.

³⁴ GU L 372 del 31.12.1986, pag. 1.

³⁵ GU L 222 del 14.8.1978, pag. 11.

L'obbligo di compensazione si applica anche alle controparti finanziarie e alle controparti non finanziarie di cui all'articolo 7, paragrafo 2, che stipulano contratti derivati OTC assoggettabili con soggetti di paesi terzi.

2. Per conformarsi all'obbligo di compensazione di cui al paragrafo 1, le controparti finanziarie e le controparti non finanziarie di cui all'articolo 7, paragrafo 2, diventano membro compensatore o cliente.

Articolo 4

Assoggettabilità all'obbligo di compensazione

1. Quando un'autorità competente autorizza una controparte centrale a compensare una categoria di derivati ai sensi dell'articolo 10 o dell'articolo 11, essa notifica immediatamente l'autorizzazione all'ESMA, chiedendo a quest'ultima di prendere una decisione in merito all'assoggettabilità all'obbligo di compensazione di cui all'articolo 3.
2. Dopo aver ricevuto la notifica e la richiesta di cui al paragrafo 1, l'ESMA trasmette la decisione all'autorità competente richiedente entro sei mesi, precisando quanto segue:
 - a) se la categoria di derivati interessata è assoggettabile all'obbligo di compensazione ai sensi dell'articolo 3;
 - b) la data a decorrere dalla quale l'obbligo di compensazione diventa effettivo.
3. L'ESMA basa la sua decisione sui seguenti criteri:
 - a) la riduzione del rischio sistemico nel sistema finanziario;
 - b) la liquidità dei contratti;
 - c) l'esistenza di informazioni sulla fissazione dei prezzi;
 - d) la capacità della controparte centrale di gestire il volume di contratti;
 - e) il livello di protezione dei clienti offerto dalla controparte centrale.

Prima di prendere la decisione, l'ESMA procede ad una consultazione pubblica e, se del caso, consulta le autorità competenti di paesi terzi.

4. L'ESMA pubblica immediatamente in un registro tutte le decisioni adottate ai sensi del paragrafo 2. Il registro contiene le categorie assoggettabili di derivati e le controparti centrali autorizzate a compensarle. L'ESMA aggiorna regolarmente il registro.

L'ESMA riesamina regolarmente le sue decisioni e le modifica, se necessario.

5. Di propria iniziativa e in consultazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB), l'ESMA individua e notifica alla Commissione le categorie di derivati da includere nel registro pubblico da essa tenuto ma per le quali nessuna controparte centrale ha ancora ricevuto l'autorizzazione.

6. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare quanto segue:
- a) le informazioni da includere nella notifica di cui al paragrafo 1;
 - b) i criteri di cui al paragrafo 3;
 - c) le informazioni da includere nel registro di cui al paragrafo 4.

Le informazioni di cui al paragrafo 4 permettono almeno di individuare correttamente e inequivocabilmente la categoria di derivati assoggettata all'obbligo di compensazione.

I progetti di standard di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard di regolamentazione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 5

Accesso alle controparti centrali

Le controparti centrali autorizzate a compensare contratti derivati OTC assoggettabili accetta di compensare i contratti su base non discriminatoria, indipendentemente dalla sede di esecuzione.

Articolo 6

Obbligo di segnalazione

1. Le controparti finanziarie trasmettono ad un repertorio di dati sulle negoziazioni registrato conformemente all'articolo 51 le informazioni relative ad ogni contratto derivato OTC da esse stipulato e ad ogni modifica o cessazione del contratto. Le informazioni sono trasmesse al più tardi il giorno lavorativo che segue l'esecuzione, la compensazione o la modifica del contratto.

Altri soggetti possono comunicare le modifiche o la cessazione di cui al paragrafo 1, per conto delle controparti originarie, purché tutte le informazioni relative al contratto siano comunicate senza generare duplicazioni.

2. Se il repertorio di dati sulle negoziazioni non è in grado di registrare le informazioni relative al contratto derivato OTC, le controparti finanziarie trasmettono le informazioni relative alle posizioni da esse detenute in detti contratti all'autorità competente designata ai sensi dell'articolo 48 della direttiva 2004/39/CE.

All'autorità competente vengono trasmesse almeno le informazioni che verrebbero trasmesse al repertorio di dati sulle negoziazioni.

3. Una controparte soggetta all'obbligo di segnalazione può delegare la comunicazione delle informazioni relative ai contratti derivati OTC all'altra controparte.

La controparte che comunica tutte le informazioni relative ad un contratto ad un repertorio di dati sulle negoziazioni per conto di un'altra controparte non viene considerata in violazione di

eventuali restrizioni alla divulgazione di informazioni imposte dal contratto o da disposizioni legislative, regolamentari o amministrative.

Il soggetto che effettua la comunicazione o i suoi amministratori o dipendenti non sono ritenuti responsabili a seguito della comunicazione.

4. Alla Commissione sono delegati i poteri di stabilire le informazioni e il genere delle comunicazioni di cui ai paragrafi 1 e 2 per le differenti categorie di derivati.

Le comunicazioni contengono almeno i seguenti elementi:

- a) le parti del contratto e, se diverso, il titolare dei diritti e delle obbligazioni derivanti dal contratto;
- b) le principali caratteristiche del contratto, in particolare il tipo di contratto, il sottostante, la scadenza e il valore nozionale.

I progetti di standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono approvati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinqüies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA elabora progetti di standard tecnici di regolamentazione da presentare alla Commissione entro il 30 giugno 2012.

5. Per garantire condizioni uniformi di applicazione dei paragrafi 1 e 2, alla Commissione sono conferiti poteri di specificare il formato e la frequenza delle comunicazioni di cui ai paragrafi 1 e 2 per le varie categorie di prodotti derivati. I progetti di standard di esecuzione di cui al primo comma sono adottati conformemente [all'articolo 7 *sexies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA elabora progetti di standard tecnici di esecuzione da presentare alla Commissione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 7

Controparti non finanziarie

1. Quando una controparte non finanziaria assume posizioni in contratti derivati OTC superando la soglia per la segnalazione da stabilirsi conformemente al paragrafo 3, lettera a), essa lo notifica all'autorità competente designata ai sensi dell'articolo 48 della direttiva 2004/39/CE fornendo una giustificazione per le posizioni assunte.

La predetta controparte non finanziaria è soggetta all'obbligo di segnalazione di cui all'articolo 6, paragrafo 1.

2. Quando una controparte non finanziaria assume posizioni in contratti derivati OTC superando la soglia per la compensazione da stabilirsi conformemente al paragrafo 3, lettera b), essa è soggetta all'obbligo di compensazione di cui all'articolo 3 per quanto riguarda tutti i suoi contratti derivati OTC assoggettabili.

L'autorità competente designata ai sensi dell'articolo 48 della direttiva 2004/39/CE assicura il rispetto dell'obbligo di cui al primo comma.

3. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare quanto segue:
 - a) la soglia per la segnalazione;
 - b) la soglia per la compensazione.

Le soglie sono definite tenendo conto dell'importanza sistemica della somma delle posizioni nette e delle esposizioni per controparte e per categoria di derivati.

Gli standard di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA, in consultazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB) e con le altre autorità interessate, presenta alla Commissione i progetti di standard di regolamentazione entro il 30 giugno 2012.

4. In sede di calcolo delle posizioni di cui al paragrafo 2, non si tiene conto dei contratti derivati OTC stipulati da una controparte non finanziaria il cui legame diretto con l'attività commerciale della controparte può essere obiettivamente misurato.
5. La Commissione, in consultazione con l'ESMA, l'ESRB e le altre autorità interessate, riesamina regolarmente le soglie definite conformemente al paragrafo 3 e le modifica, se necessario.

Articolo 8

Tecniche di riduzione dei rischi dei contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale

1. Le controparti finanziarie o le controparti non finanziarie di cui all'articolo 7, paragrafo 2 che stipulano un contratto derivato OTC non compensato mediante controparte centrale assicurano che siano messe in atto le disposizioni e le procedure opportune per misurare, monitorare e ridurre il rischio operativo e il rischio di credito, che prevedano almeno:
 - a) se possibile, mezzi elettronici che consentano di confermare rapidamente le condizioni del contratto derivato OTC;
 - b) procedure solide, resilienti e controllabili per la riconciliazione dei portafogli, la gestione dei rischi associati e l'individuazione rapida di controversie tra le parti e la loro risoluzione, e per il monitoraggio del valore dei contratti in essere.

Ai fini della lettera b), il valore dei contratti in essere è valutato ogni giorno al prezzo di mercato, e le procedure di gestione dei rischi prevedono uno scambio di garanzie reali effettuato in modo rapido, esatto e con adeguata segregazione o la detenzione di un capitale adeguato e proporzionato.

2. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare il periodo massimo tra la stipula di un contratto derivato OTC e la conferma di cui al paragrafo 1, lettera a).

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione un progetto di standard tecnici di regolamentazione entro il 30 giugno 2012.

3. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare i dispositivi e i livelli di garanzia reale e di capitale necessari per conformarsi al paragrafo 1, lettera b), e al paragrafo 1, secondo comma.

In funzione della natura giuridica della controparte, gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati, conformemente agli articoli [da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento EBA], o agli articoli [da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA], o agli articoli [da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento EIOPA].

L'EBA, l'ESMA e l'EIOPA presentano congiuntamente alla Commissione progetti comuni di standard tecnici di regolamentazione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 9 **Sanzioni**

1. Gli Stati membri stabiliscono le norme relative alle sanzioni da irrogare in caso di violazione delle norme del presente titolo e adottano tutte le misure necessarie ad assicurarne l'applicazione. Le sanzioni includono almeno ammende amministrative. Le sanzioni previste sono efficaci, proporzionate e dissuasive.
2. Gli Stati membri assicurano che le autorità competenti responsabili della vigilanza delle controparti finanziarie e, se necessario, delle controparti non finanziarie rendano pubbliche tutte le sanzioni applicate per la violazione degli articoli da 3 a 8, salvo il caso in cui la loro divulgazione possa perturbare gravemente i mercati finanziari o arrecasse un danno sproporzionato alle parti in causa.

Entro il 30 giugno 2012 gli Stati membri notificano alla Commissione le norme di cui al paragrafo 1. Essi ne comunicano immediatamente alla Commissione ogni successiva modifica.

3. La Commissione, con l'assistenza dell'ESMA, verifica che le sanzioni amministrative di cui al paragrafo 1 e le soglie di cui all'articolo 7, paragrafi 1 e 2, siano applicate in modo effettivo ed uniforme.

Titolo III

Autorizzazione e vigilanza delle controparti centrali

Capo 1

Condizioni e procedure di autorizzazione delle controparti centrali

Articolo 10

Autorizzazione delle controparti centrali

1. Se una controparte centrale, che sia persona giuridica stabilita nell'Unione e abbia accesso ad una liquidità adeguata, intende prestare servizi o svolgere attività, essa presenta domanda di autorizzazione all'autorità competente dello Stato membro in cui è stabilita.

La liquidità può provenire dall'accesso alla liquidità di una banca centrale o di una banca commerciale degna di credito e affidabile, o da una combinazione di entrambe. L'accesso alla liquidità potrebbe derivare da un'autorizzazione concessa conformemente all'articolo 6 della direttiva 2006/48/CE o ad altre disposizioni adeguate.

2. L'autorizzazione è valida per tutto il territorio dell'Unione.
3. L'autorizzazione specifica i servizi e le attività che la controparte centrale è autorizzata a prestare o a svolgere, comprese le categorie di strumenti finanziari coperte dall'autorizzazione.
4. Le controparti centrali rispettano in modo continuativo le condizioni necessarie per l'autorizzazione iniziale.

Le controparti centrali notificano immediatamente alle autorità competenti ogni modifica importante avente un'incidenza sulle condizioni di rilascio dell'autorizzazione iniziale.

5. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare i criteri relativi alla liquidità adeguata di cui al paragrafo 1.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'EBA, in consultazione con l'ESMA, presenta un progetto di standard tecnici di regolamentazione alla Commissione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 11

Estensione delle attività e dei servizi

1. Le controparti centrali che intendono estendere l'attività a servizi o attività aggiuntivi non coperti dall'autorizzazione iniziale presentano domanda di estensione. Si considera estensione dell'autorizzazione iniziale la prestazione di servizi di compensazione in un'altra valuta o per strumenti finanziari che presentano caratteristiche di rischio significativamente diverse da quelli per i quali la controparte centrale ha già ottenuto l'autorizzazione.

L'estensione dell'autorizzazione è soggetta alla procedura di cui all'articolo 13.

2. Quando una controparte centrale intende estendere l'attività in uno Stato membro diverso da quello in cui è stabilita, l'autorità competente dello Stato membro di stabilimento ne informa immediatamente l'autorità competente dell'altro Stato membro.

Articolo 12

Requisiti patrimoniali

1. Per ottenere l'autorizzazione di cui all'articolo 10, le controparti centrali devono disporre di un capitale iniziale permanente, disponibile e separato di almeno 5 milioni di euro.
2. Il capitale, assieme agli utili non distribuiti e alle riserve della controparte centrale, è in qualsiasi momento sufficiente a permettere una liquidazione o una ristrutturazione ordinata delle attività su un periodo adeguato e ad assicurare che la controparte centrale sia adeguatamente protetta dal rischio operativo e dal rischio residuo.
3. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare il capitale, gli utili non distribuiti e le riserve delle controparti centrali di cui al paragrafo 2.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA, in consultazione con l'EBA, presenta un progetto di standard tecnici di regolamentazione alla Commissione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 13

Procedure di concessione e di revoca dell'autorizzazione

1. L'autorità competente concede l'autorizzazione soltanto dopo aver accertato che la controparte centrale richiedente rispetta tutti i requisiti previsti dal presente regolamento e i requisiti adottati ai sensi della direttiva 98/26/CE, e previo parere congiunto favorevole del collegio di cui all'articolo 15, e previo parere dell'ESMA.
2. La controparte centrale richiedente fornisce tutte le informazioni necessarie per permettere all'autorità competente di accertare che la controparte centrale abbia adottato, al momento del rilascio dell'autorizzazione iniziale, tutte le disposizioni necessarie per garantire il rispetto degli obblighi che le incombono ai sensi del presente regolamento.
3. Entro sei mesi dalla presentazione della domanda completa l'autorità competente informa per iscritto la controparte centrale richiedente se l'autorizzazione è stata concessa.

Articolo 14

Collegi

1. L'autorità competente dello Stato membro di stabilimento della controparte centrale istituisce e presiede un collegio per facilitare l'esercizio delle funzioni di cui agli articoli 10, 11, 46 e 48.

Il collegio è composto da:

- a) ESMA;
- b) autorità competente dello Stato membro di stabilimento della controparte centrale;
- c) autorità competenti responsabili della vigilanza dei membri compensatori della controparte centrale stabiliti nei tre Stati membri che su base aggregata danno il maggior contributo al fondo di garanzia in caso di inadempimento della controparte centrale previsto all'articolo 40;
- d) autorità competenti responsabili della vigilanza dei mercati regolamentati o dei sistemi multilaterali di negoziazione serviti dalla controparte centrale, o entrambi;
- e) autorità competenti responsabili della vigilanza delle controparti centrali con le quali sono stati conclusi accordi di interoperabilità;
- f) autorità responsabile della vigilanza della controparte centrale e banche centrali che emettono le valute più pertinenti in relazione agli strumenti finanziari compensati.

2. Fatte salve le competenze delle autorità competenti ai sensi del presente regolamento, il collegio assicura:

- a) la redazione del parere congiunto di cui all'articolo 15;
- b) lo scambio di informazioni, ivi comprese le richieste di informazioni di cui all'articolo 21;
- c) l'accordo sulla delega volontaria di compiti tra i suoi membri;
- d) l'elaborazione di programmi di esame prudenziale basati sulla valutazione dei rischi della controparte centrale;
- e) il miglioramento dell'efficacia della vigilanza, eliminando duplicazioni superflue dei requisiti prudenziali;
- f) l'applicazione uniforme delle pratiche di vigilanza;
- g) l'elaborazione delle procedure e dei piani di emergenza da attuare nelle situazioni di emergenza di cui all'articolo 22.

3. L'istituzione e il funzionamento del collegio sono basati su un accordo scritto tra tutti i suoi membri.

L'accordo definisce le modalità pratiche di funzionamento del collegio e può precisare i compiti da delegare all'autorità competente dello Stato membro di stabilimento della controparte centrale o ad un altro membro del collegio.

Articolo 15
Parere congiunto

1. L'autorità competente dello Stato membro di stabilimento della controparte centrale effettua una valutazione del rischio della controparte centrale e presenta una relazione al collegio.

Il collegio adotta un parere congiunto sulla relazione entro due mesi dal ricevimento.

2. L'ESMA facilita l'adozione del parere congiunto esercitando le sue competenze in materia di risoluzione delle controversie, ai sensi dell'articolo 11 del regolamento .../... [regolamento ESMA] e la sua funzione di coordinamento generale, ai sensi dell'articolo 16 dello stesso regolamento. Non ha diritto di voto per l'adozione dei pareri congiunti del collegio.

Articolo 16
Revoca dell'autorizzazione

1. L'autorità competente revoca l'autorizzazione in una qualunque delle seguenti circostanze:
 - a) qualora la controparte centrale non abbia utilizzato l'autorizzazione entro 12 mesi, rinunci espressamente all'autorizzazione o non abbia prestato alcun servizio o esercitato alcuna attività nel corso dei sei mesi precedenti;
 - b) qualora la controparte centrale abbia ottenuto l'autorizzazione presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare;
 - c) qualora la controparte centrale non soddisfi più le condizioni di rilascio dell'autorizzazione;
 - d) qualora la controparte centrale abbia violato gravemente e sistematicamente le disposizioni del presente regolamento.
2. L'ESMA e ogni altro membro del collegio possono chiedere in qualsiasi momento all'autorità competente dello Stato membro di stabilimento della controparte centrale di verificare se la controparte centrale continui a rispettare le condizioni di rilascio dell'autorizzazione.
3. L'autorità competente può limitare la revoca ad un servizio, un'attività o uno strumento finanziario particolare.

Articolo 17
Riesame e valutazione

Le autorità competenti riesaminano almeno una volta all'anno le disposizioni, le strategie, le procedure e i meccanismi attuati dalla controparte centrale per attenersi alle disposizioni del presente regolamento e valutano i rischi di mercato, operativi e di liquidità ai quali la controparte centrale è esposta o potrebbe essere esposta.

Il riesame e la valutazione tengono conto delle dimensioni, dell'importanza sistemica, della natura, della scala e della complessità delle attività della controparte centrale.

Capo 2

Vigilanza e sorveglianza delle controparti centrali

Articolo 18

Autorità competenti

1. Ogni Stato membro designa l'autorità competente incaricata delle funzioni previste dal presente regolamento in materia di autorizzazione, vigilanza e controllo delle controparti centrali stabilite sul proprio territorio e ne informa la Commissione e l'ESMA.

Qualora uno Stato membro designi più di un'autorità competente, essa specifica chiaramente i rispettivi ruoli e designa una sola di esse come responsabile del coordinamento della cooperazione e dello scambio di informazioni con la Commissione, l'ESMA e le autorità competenti degli altri Stati membri, ai sensi degli articoli da 19 a 22.

2. Gli Stati membri assicurano che le autorità competenti dispongano dei poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle loro funzioni.
3. Gli Stati membri assicurano che possano essere adottate o imposte misure amministrative idonee, in conformità al diritto nazionale, nei confronti delle persone fisiche o giuridiche responsabili in caso di non rispetto di disposizioni del presente regolamento.

Le misure sono efficaci, proporzionate e dissuasive.

4. L'ESMA pubblica sul suo sito internet l'elenco delle autorità competenti designate conformemente al paragrafo 1.

Capo 3

Cooperazione

Articolo 19

Cooperazione tra autorità

1. Le autorità competenti collaborano strettamente tra di loro e con l'ESMA.
2. Nell'esercizio delle loro funzioni generali, le autorità competenti considerano debitamente l'impatto potenziale delle loro decisioni sulla stabilità del sistema finanziario in tutti gli altri Stati membri interessati, in particolare nelle situazioni di emergenza di cui all'articolo 22, sulla base delle informazioni disponibili al momento.

Articolo 20
Segreto professionale

1. Sono tenute al segreto professionale tutte le persone che lavorano o che hanno lavorato per le autorità competenti designate ai sensi dell'articolo 18 o per l'ESMA, nonché i revisori e gli esperti incaricati dalle autorità competenti o dall'ESMA.

Nessuna informazione riservata da esse ricevuta nell'esercizio delle loro funzioni può in alcun modo essere divulgata ad altre persone o autorità, se non in forma sommaria o aggregata, cosicché non si possano individuare le singole controparti centrali, i repertori di dati sulle negoziazioni o ogni altro soggetto, salvo che nei casi rilevanti per il diritto penale o per altre disposizioni del presente regolamento.

2. Qualora una controparte centrale sia stata dichiarata fallita o venga assoggettata a liquidazione coatta, le informazioni riservate che non riguardino terzi possono essere divulgate nel quadro di procedimenti civili o commerciali, se necessarie a tali procedimenti.
3. Fatti salvi i casi contemplati dal diritto penale, le autorità competenti, l'ESMA, gli organismi o le persone fisiche o giuridiche diversi dalle autorità competenti che ricevono informazioni riservate a norma del presente regolamento possono servirsene soltanto nell'espletamento dei loro compiti e per l'esercizio delle loro funzioni, per quanto riguarda le autorità competenti nell'ambito di applicazione del presente regolamento o, per quanto riguarda le altre autorità, organismi o persone fisiche o giuridiche, per le finalità per cui le informazioni sono state loro fornite o nel contesto dei procedimenti amministrativi o giudiziari specificamente connessi con l'esercizio di tali funzioni. Tuttavia, qualora l'ESMA, l'autorità competente o un'altra autorità, organismo o persona che comunica le informazioni vi acconsenta, l'autorità che riceve le informazioni può utilizzarle per altri scopi.
4. Le informazioni riservate ricevute, scambiate o trasmesse a norma del presente regolamento sono soggette alle condizioni in materia di segreto professionale di cui ai paragrafi 1, 2 e 3.

Tuttavia, le predette condizioni non impediscono all'ESMA, alle autorità competenti e alle banche centrali interessate di scambiarsi o di trasmettere informazioni riservate, nel rispetto del presente regolamento e delle altre disposizioni legislative applicabili alle imprese di investimento, agli enti creditizi, ai fondi pensione, agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari ("OICVM"), ai gestori di fondi di investimento alternativi, agli intermediari di assicurazione e di riassicurazione, alle imprese di assicurazione, ai mercati regolamentati, ai gestori di mercati o altro, con l'accordo dell'autorità competente o di altra autorità, organismo o persona fisica o giuridica che ha comunicato l'informazione.

5. I paragrafi 1, 2 e 3 non ostano affinché le autorità competenti possano scambiare o trasmettere, in conformità della legislazione nazionale, informazioni riservate che non siano pervenute da un'autorità competente di un altro Stato membro.

Articolo 21
Scambio di informazioni

1. Le autorità competenti si comunicano reciprocamente e comunicano all'ESMA le informazioni necessarie ai fini dell'esercizio delle funzioni loro assegnate ai sensi del presente regolamento.

2. Le autorità competenti e gli altri organismi e persone fisiche e giuridiche che ricevono informazioni riservate nell'esercizio delle loro funzioni ai sensi del presente regolamento utilizzano dette informazioni unicamente ai fini dell'esercizio delle funzioni loro assegnate.
3. L'ESMA trasmette alle autorità competenti responsabili della vigilanza delle controparti centrali le informazioni riservate pertinenti ai fini dell'esercizio delle funzioni loro assegnate. Le autorità competenti e altre autorità interessate trasmettono all'ESMA e ad altre autorità competenti le informazioni necessarie ai fini dell'esercizio delle funzioni loro assegnate ai sensi del presente regolamento.
4. Le autorità competenti trasmettono alle banche centrali del SEBC le informazioni pertinenti ai fini dell'esercizio delle funzioni loro assegnate.

Articolo 22

Situazioni di emergenza

L'autorità competente o altra autorità informa l'ESMA, il collegio e le altre autorità competenti, senza indebito ritardo, di ogni situazione di emergenza in relazione ad una controparte centrale, compresi gli sviluppi sui mercati finanziari che potrebbero avere effetti negativi sulla liquidità dei mercati o sulla stabilità del sistema finanziario in uno degli Stati membri in cui la controparte centrale o uno dei suoi membri compensatori sono stabiliti.

Capo 4

Rapporti con i paesi terzi

Articolo 23

Paesi terzi

1. Le controparti centrali stabilite nei paesi terzi possono prestare servizi di compensazione a soggetti stabiliti nell'Unione solo se riconosciute dall'ESMA.
2. L'ESMA riconosce le controparti centrali dei paesi terzi che rispettano le seguenti condizioni:
 - a) la Commissione ha adottato una decisione conformemente al paragrafo 3;
 - b) la controparte centrale è autorizzata nel paese terzo e vi è soggetta a vigilanza effettiva;
 - c) sono stati conclusi accordi di cooperazione conformemente al paragrafo 4.
3. La Commissione può adottare una decisione conformemente alla procedura di cui all'articolo 69, paragrafo 2, con la quale stabilisce che le disposizioni legislative e di vigilanza del paese terzo assicurano che le controparti centrali ivi autorizzate soddisfano requisiti giuridicamente vincolanti equivalenti ai requisiti fissati dal presente regolamento e che le controparti centrali sono soggette nel paese terzo su base continuativa ad una vigilanza e a misure effettive miranti a far rispettare le norme.

4. L'ESMA conclude accordi di cooperazione con le autorità competenti interessate dei paesi terzi le cui disposizioni legislative e di vigilanza sono state riconosciute equivalenti al presente regolamento conformemente al paragrafo 3. Detti accordi precisano almeno:
 - a) il meccanismo di scambio delle informazioni tra l'ESMA e le autorità competenti dei paesi terzi interessati;
 - b) le procedure relative al coordinamento delle attività di vigilanza.

Titolo IV

Requisiti delle controparti centrali

Capo 1

Requisiti organizzativi

Articolo 24

Disposizioni generali

1. Le controparti centrali si dotano di solidi dispositivi di governo societario, ivi compresa una chiara struttura organizzativa con linee di responsabilità ben definite, trasparenti e coerenti, procedure efficaci per l'individuazione, la gestione, la sorveglianza e la segnalazione dei rischi ai quali sono o potrebbero essere esposte e adeguati meccanismi di controllo interno, tra cui valide procedure amministrative e contabili.
2. Le controparti centrali adottano politiche e procedure sufficientemente efficaci per assicurare il rispetto del presente regolamento, compreso il rispetto da parte dei dirigenti e dei dipendenti di tutte le disposizioni del presente regolamento.
3. Le controparti centrali mantengono e gestiscono una struttura organizzativa che assicuri la continuità e il regolare funzionamento della prestazione dei servizi e dell'esercizio delle attività. Esse utilizzano risorse, procedure e sistemi adeguati e proporzionati.
4. Le controparti centrali mantengono una chiara separazione tra la struttura gerarchica della gestione dei rischi e le strutture gerarchiche delle altre attività.
5. Le controparti centrali adottano, attuano e mantengono una politica retributiva che promuova una gestione dei rischi sana ed efficace e non crei incentivi all'allentamento delle norme in materia di rischio.
6. Le controparti centrali mantengono sistemi informatici adeguati per gestire la complessità, la diversità e il tipo dei servizi forniti e delle attività esercitate, in modo da assicurare norme di sicurezza elevate e l'integrità e la riservatezza delle informazioni detenute.
7. Le controparti centrali rendono accessibili al pubblico i loro dispositivi di governo societario e le norme che li disciplinano.

8. Le controparti centrali devono essere soggette frequentemente ad audit indipendenti. I risultati degli audit sono comunicati al consiglio e messi a disposizione dell'autorità competente.
9. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare il contenuto minimo delle norme e dei dispositivi di governo societario di cui ai paragrafi da 1 a 8.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinqüies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di regolamentazione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 25

Alta dirigenza e consiglio

1. L'alta dirigenza possiede l'onorabilità e l'esperienza necessarie per assicurare una gestione sana e prudente della controparte centrale.
2. Le controparti centrali hanno un consiglio di cui almeno un terzo dei membri, ma non meno di due di essi, sono indipendenti. La remunerazione dei membri indipendenti e di altri membri non esecutivi del consiglio non è legata ai risultati economici della controparte centrale.

I membri del consiglio, compresi i membri indipendenti, possiedono l'onorabilità e l'esperienza necessarie in materia di servizi finanziari, di gestione dei rischi e di servizi di compensazione.

3. Le controparti centrali stabiliscono chiaramente i ruoli e le responsabilità del consiglio e ne mettono a disposizione dell'autorità competente i verbali delle riunioni.

Articolo 26

Comitato dei rischi

1. La controparte centrale istituisce un comitato dei rischi, composto da rappresentanti dei membri compensatori e dei membri indipendenti del consiglio. Il comitato dei rischi può invitare i dipendenti della controparte centrale ad assistere alle sue riunioni senza diritto di voto. I pareri formulati dal comitato dei rischi sono indipendenti da influenze dirette dei dirigenti della controparte centrale.
2. La controparte centrale stabilisce chiaramente il mandato del comitato dei rischi, i dispositivi di governo societario per assicurarne l'indipendenza, le sue procedure operative, i criteri di ammissione e il meccanismo di elezione dei suoi membri. I dispositivi di governo societario sono resi pubblici e prevedono almeno che il comitato dei rischi sia presieduto da un membro indipendente del consiglio, riferisca direttamente al consiglio e si riunisca regolarmente.
3. Il comitato dei rischi formula pareri all'attenzione del consiglio su tutte le misure che possano influire sulla gestione dei rischi della controparte centrale, quali ad esempio le modifiche importanti del modello di rischio adottato, le procedure in caso di inadempimento, i criteri di accettazione dei membri compensatori o la compensazione di nuove categorie di strumenti

finanziari. Al comitato dei rischi non sono richiesti pareri né per le attività correnti della controparte centrale né in situazioni di emergenza.

4. Fatto salvo il diritto delle autorità competenti a essere debitamente informate, i membri del comitato dei rischi sono tenuti alla riservatezza. Quando il presidente del comitato dei rischi accerta che su una data questione un membro si trova in una situazione di conflitto di interessi reale o potenziale, il membro non è autorizzato a votare sulla predetta questione.
5. La controparte centrale informa immediatamente l'autorità competente di ogni decisione per la quale il consiglio decide di non seguire il parere del comitato dei rischi.
6. La controparte centrale autorizza i clienti di membri compensatori a essere membri del comitato dei rischi, o in alternativa istituisce adeguati meccanismi di consultazione che assicurino l'adeguata rappresentanza degli interessi dei clienti dei membri compensatori.

Articolo 27

Conservazione dei dati

1. Le controparti centrali conservano per un periodo minimo di dieci anni tutti i dati relativi ai servizi forniti e alle attività esercitate, per permettere all'autorità competente di controllare il rispetto degli obblighi del presente regolamento.
2. Le controparti centrali conservano tutte le informazioni relative a tutti i contratti da esse trattati per un periodo minimo di dieci anni dopo la cessazione. Le informazioni permettono almeno di determinare le condizioni originarie di un'operazione prima della compensazione mediante controparte centrale.
3. Le controparti centrali mettono a disposizione dell'autorità competente e dell'ESMA, su richiesta, i dati e le informazioni di cui ai paragrafi 1 e 2, nonché tutte le informazioni relative alle posizioni dei contratti compensati, indipendentemente dalla sede di esecuzione delle operazioni.
4. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare i dettagli relativi ai dati e alle informazioni da conservare di cui ai paragrafi 1 e 2.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di regolamentazione entro il 30 giugno 2012.

5. Per garantire condizioni uniformi di applicazione dei paragrafi 1 e 2, alla Commissione sono conferiti i poteri di stabilire il formato dei dati e delle informazioni da conservare.

Gli standard tecnici di esecuzione di cui al primo comma sono adottati conformemente [all'articolo 7 *sexies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di esecuzione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 28

Azionisti e soci detentori di partecipazioni qualificate

1. L'autorità competente concede l'autorizzazione ad una controparte centrale solo dopo aver ottenuto informazioni sull'identità degli azionisti o dei soci, diretti o indiretti, persone fisiche o giuridiche, che detengono partecipazioni qualificate, nonché sugli importi delle partecipazioni.
2. L'autorità competente rifiuta di concedere l'autorizzazione ad una controparte centrale se, tenendo conto della necessità di garantire una gestione sana e prudente della controparte centrale, non è convinta dell'idoneità degli azionisti o dei soci che detengono partecipazioni qualificate.
3. Quando esistono stretti legami tra la controparte centrale e altre persone fisiche o giuridiche, l'autorità competente rilascia l'autorizzazione solo se tali legami non le impediscono di esercitare efficacemente le sue funzioni di vigilanza.
4. Se le persone di cui al paragrafo 1 esercitano un'influenza che possa pregiudicare la gestione sana e prudente della controparte centrale, l'autorità competente adotta le misure idonee per porre fine a tale situazione.
5. L'autorità competente rifiuta di concedere l'autorizzazione se le disposizioni legislative, regolamentari o amministrative di un paese terzo applicabili ad una o più persone fisiche o giuridiche con le quali la controparte centrale ha stretti legami, o le difficoltà legate all'applicazione di tali disposizioni, le impediscono di esercitare efficacemente le sue funzioni di vigilanza.

Articolo 29

Informazioni da trasmettere alle autorità competenti

1. Le controparti centrali informano l'autorità competente di ogni cambiamento a livello dirigenziale e le trasmettono tutte le informazioni necessarie per valutare se i membri del consiglio possiedono l'onorabilità e l'esperienza necessarie.

Se la condotta di un membro del consiglio è tale da pregiudicare la gestione sana e prudente della controparte centrale, l'autorità competente adotta le misure appropriate, compresa l'esclusione del membro interessato del consiglio.

2. Qualsiasi persona fisica o giuridica (di seguito "candidato acquirente"), che abbia deciso, da sola o di concerto con altre, di acquisire, direttamente o indirettamente, una partecipazione qualificata in una controparte centrale o di aumentare ulteriormente, direttamente o indirettamente, detta partecipazione qualificata in una controparte centrale in modo tale che la quota dei diritti di voto o del capitale da essa detenuta raggiunga o superi il 10%, 20%, 30% o 50% o che la controparte centrale divenga una sua impresa figlia (di seguito "progetto di acquisizione") notifica previamente per iscritto alle autorità competenti della controparte centrale nella quale intende acquisire una partecipazione qualificata o aumentare detta partecipazione qualificata l'entità della partecipazione prevista e le informazioni pertinenti di cui all'articolo 30, paragrafo 4.

Qualsiasi persona fisica o giuridica che abbia deciso di cedere, direttamente o indirettamente, una partecipazione qualificata in una controparte centrale notifica previamente per iscritto

all'autorità competente l'entità prevista della partecipazione. Dette persone sono parimenti tenute a informare l'autorità competente qualora abbiano deciso di diminuire la loro partecipazione qualificata in modo che la quota dei diritti di voto o del capitale da esse detenuta scenda al di sotto delle soglie del 10%, 20%, 30% o 50% oppure che la controparte centrale cessi di essere una loro impresa figlia.

L'autorità competente comunica per iscritto e immediatamente, e comunque entro due giorni lavorativi dal ricevimento della notifica di cui al paragrafo 2, nonché dal ricevimento delle informazioni di cui al paragrafo 3, al candidato acquirente o al venditore di aver ricevuto la notifica.

L'autorità competente dispone di un massimo di sessanta giorni lavorativi decorrenti dalla data dell'avviso scritto di ricevimento della notifica e di tutti i documenti che lo Stato membro ha chiesto di allegare alla notifica in base all'elenco di cui all'articolo 30, paragrafo 4 (di seguito "periodo di valutazione"), per effettuare la valutazione di cui all'articolo 30, paragrafo 1 (di seguito "la valutazione").

L'autorità competente informa il candidato acquirente o il venditore della data di scadenza del periodo di valutazione al momento del ricevimento della notifica.

3. Durante il periodo di valutazione, l'autorità competente può, se del caso, e non oltre il cinquantesimo giorno lavorativo del periodo di valutazione, richiedere ulteriori informazioni necessarie per completare la valutazione. La richiesta viene fatta per iscritto precisando le informazioni integrative necessarie.

Per il periodo compreso tra la data della richiesta di informazioni da parte dell'autorità competente e il ricevimento della risposta del candidato acquirente, viene sospeso il periodo di valutazione. La sospensione non supera i venti giorni lavorativi. Eventuali ulteriori richieste di completamento o chiarimento delle informazioni da parte dell'autorità competente sono a discrezione di detta autorità ma non possono dare luogo ad una sospensione del periodo di valutazione.

4. L'autorità competente può prorogare la sospensione di cui al secondo comma del paragrafo 3 fino ad un massimo di trenta giorni lavorativi nei casi in cui il candidato acquirente o il venditore si trovi in una delle seguenti situazioni:
 - a) risieda fuori dall'Unione o sia soggetto a regolamentazione non UE;
 - b) sia una persona fisica o giuridica non soggetta alla vigilanza ai sensi del presente regolamento o delle direttive 73/239/CEE, 85/611/CEE, 92/49/CEE, 2002/83/CE, 2003/41/CE, 2004/39/CE, 2005/68/CE, 2006/48/CE, 2009/65/CE o 2010/.../UE (AIFM).
5. Se al termine della valutazione decide di opporsi al progetto di acquisizione, l'autorità competente, entro due giorni lavorativi e senza superare il periodo di valutazione, informa per iscritto il candidato acquirente e indica le ragioni della sua decisione. Fatta salva la legislazione nazionale, un'adeguata motivazione della decisione può essere resa pubblica su richiesta del candidato acquirente. Gli Stati membri possono comunque autorizzare l'autorità competente a rendere pubblica tale motivazione senza una richiesta del candidato acquirente.

6. Se, entro il periodo di valutazione, l'autorità competente non si oppone al progetto di acquisizione, il progetto di acquisizione è da considerarsi approvato.
7. L'autorità competente può fissare un termine massimo per il perfezionamento della prevista acquisizione e prorogarlo, se del caso.
8. Gli Stati membri non impongono requisiti più rigorosi di quelli previsti dal presente regolamento per la notifica all'autorità competente e l'approvazione da parte di quest'ultima di acquisizioni dirette o indirette di diritti di voto o di capitale.

Articolo 30
Valutazione

1. Nel valutare la notifica di cui all'articolo 29, paragrafo 2, e le informazioni di cui all'articolo 29, paragrafo 3, l'autorità competente valuta, al fine di garantire la gestione sana e prudente della controparte centrale cui si riferisce il progetto di acquisizione e tenendo conto della probabile influenza del candidato acquirente sulla controparte centrale, l'idoneità del candidato acquirente e la solidità finanziaria della prevista acquisizione sulla base di tutti i criteri seguenti:
 - a) la reputazione e la solidità finanziaria del candidato acquirente;
 - b) la reputazione e l'esperienza di tutte le persone che, in esito alla prevista acquisizione, determineranno l'orientamento dell'attività della controparte centrale;
 - c) se la controparte centrale sarà in grado di rispettare e di continuare a rispettare le disposizioni del presente regolamento;
 - d) l'esistenza di motivi ragionevoli per sospettare che, in relazione alla prevista acquisizione, sia in corso o abbia avuto luogo un'operazione o un tentativo di riciclaggio di proventi di attività illecite o di finanziamento del terrorismo ai sensi dell'articolo 1 della direttiva 2005/60/CE³⁶ o che la prevista acquisizione potrebbe aumentarne i rischi.

Nel valutare la solidità finanziaria del candidato acquirente, l'autorità competente presta particolare attenzione al tipo di attività svolta e che si prevede di svolgere nella controparte centrale in cui si propone l'acquisizione.

Nel valutare la capacità di rispettare il presente regolamento, l'autorità competente presta particolare attenzione a valutare se il gruppo di cui la controparte centrale diverrà parte presenta una struttura che rende possibile esercitare una vigilanza effettiva, scambiare effettivamente informazioni tra le autorità competenti e determinare la distribuzione delle responsabilità tra le autorità competenti.

2. Le autorità competenti possono opporsi al progetto di acquisizione solo se vi sono ragionevoli motivi per farlo in base ai criteri di cui al paragrafo 1 o se le informazioni fornite dal candidato acquirente sono incomplete.

³⁶ GUL 309 del 25.11.2005, pag. 15.

3. Gli Stati membri si astengono dall'imporre condizioni preliminari per quanto concerne il livello della partecipazione da acquisire e non consentono alle rispettive autorità competenti di esaminare il progetto di acquisizione sotto il profilo delle necessità economiche del mercato.
4. Gli Stati membri pubblicano l'elenco delle informazioni che sono necessarie per effettuare la valutazione e che devono essere fornite alle autorità competenti all'atto della notifica di cui all'articolo 29, paragrafo 2. Le informazioni richieste sono proporzionate e adeguate alla natura del candidato acquirente e del progetto di acquisizione. Gli Stati membri non richiedono informazioni che non sono pertinenti per una valutazione prudenziale.
5. Nonostante le disposizioni dell'articolo 29, paragrafi 2, 3 e 4, quando all'autorità competente sono stati notificati due o più progetti di acquisizione o di incremento di partecipazioni qualificate nella stessa controparte centrale, tale autorità tratta i candidati acquirenti in modo non discriminatorio.
6. Le autorità competenti interessate operano in piena consultazione reciproca quando effettuano la valutazione, se il candidato acquirente è:
 - a) un ente creditizio, un'impresa di assicurazione, un'impresa di riassicurazione, un'impresa di investimento, un gestore di mercato, un operatore di un sistema di regolamento titoli, una società di gestione di OICVM o un gestore di fondi di investimento alternativi autorizzati in un altro Stato membro.
 - b) l'impresa madre di un ente creditizio, di un'impresa di assicurazione, di un'impresa di riassicurazione, di un'impresa di investimento, di un gestore di mercato, di un operatore di un sistema di regolamento titoli, di una società di gestione di OICVM o un di gestore di fondi di investimento alternativi autorizzati in un altro Stato membro.
 - c) una persona fisica o giuridica che controlla un ente creditizio, un'impresa di assicurazione, un'impresa di riassicurazione, un'impresa di investimento, un gestore di mercato, un operatore di un sistema di regolamento titoli, una società di gestione di OICVM o un gestore di fondi di investimento alternativi autorizzati in un altro Stato membro.
7. Le autorità competenti si scambiano senza indebiti ritardi tutte le informazioni essenziali o pertinenti per la valutazione. Le autorità competenti si comunicano su richiesta tutte le informazioni pertinenti e comunicano di propria iniziativa tutte le informazioni essenziali. Nella decisione dell'autorità competente che ha autorizzato la controparte centrale alla quale si riferisce il progetto di acquisizione sono indicati eventuali pareri o riserve espressi dall'autorità competente responsabile del candidato acquirente.

Articolo 31

Conflitti di interesse

1. Le controparti centrali mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative scritte efficaci per individuare e gestire ogni potenziale conflitto di interessi tra di esse, compresi i dirigenti, il personale o le persone a esse direttamente o indirettamente legate da un rapporto di controllo o da stretti legami, e i loro membri compensatori o i loro clienti, o tra questi ultimi. Esse mantengono adeguate procedure di risoluzione e le applicano ogniqualvolta si verifichi un potenziale conflitto di interessi.

2. Se le disposizioni organizzative o amministrative di una controparte centrale per gestire i conflitti di interessi non bastano ad assicurare, con certezza ragionevole, che venga evitato il rischio di ledere gli interessi di un membro compensatore o di un cliente, essa informa chiaramente il membro compensatore della natura generale o delle fonti dei conflitti di interessi prima di accettare nuove operazioni da parte del membro compensatore. Se non conosce il cliente, la controparte centrale informa il membro compensatore il cui cliente è interessato.
3. Se la controparte centrale è un'impresa madre o un'impresa figlia, le disposizioni scritte devono anche tenere conto delle circostanze, di cui la controparte centrale è o dovrebbe essere a conoscenza, che potrebbero causare un conflitto di interessi risultante dalla struttura e dalle attività di altre imprese con le quali ha un rapporto di impresa madre o di impresa figlia.
4. Le disposizioni scritte attuate conformemente al paragrafo 1 includono quanto segue:
 - a) le circostanze che configurano o potrebbero configurare un conflitto di interessi che comporti un rischio concreto di danno agli interessi di uno o più membri compensatori o clienti;
 - b) le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti.
5. Le controparti centrali adottano tutte le misure ragionevoli per impedire ogni utilizzo abusivo delle informazioni conservate nei loro sistemi e impediscono l'utilizzo di queste informazioni per altre attività economiche. Le informazioni sensibili conservate dalle controparti centrali non sono utilizzate a fini commerciali da nessun'altra persona fisica o giuridica avente con le controparti centrali un rapporto di impresa madre o di impresa figlia.

Articolo 32

Continuità operativa

1. Le controparti centrali stabiliscono, attuano e mantengono una politica adeguata di continuità operativa ed un piano di ripristino in caso di disastro miranti a preservare le funzioni, ad assicurare la ripresa tempestiva delle attività e l'adempimento delle obbligazioni della controparte centrale. Il piano prevede almeno la ripresa di tutte le operazioni in corso al momento della disfunzione in modo da permettere alla controparte centrale di continuare a funzionare con certezza e di completare il regolamento alla data prevista.
2. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare il contenuto minimo del piano di continuità operativa e il livello minimo dei servizi garantito dal piano di ripristino in caso di disastro.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di regolamentazione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 33
Esternalizzazione

1. Se la controparte centrale esternalizza funzioni operative, servizi o attività, essa resta pienamente responsabile del rispetto di tutti gli obblighi che le incombono ai sensi del presente regolamento e si conforma in ogni momento alle seguenti condizioni:
 - a) l'esternalizzazione non comporta delega della sua responsabilità;
 - b) il rapporto e gli obblighi della controparte centrale nei confronti dei suoi membri compensatori o, se opportuno, dei loro clienti, restano invariati;
 - c) le condizioni di rilascio dell'autorizzazione della controparte centrale non cambiano;
 - d) l'esternalizzazione non ostacola l'esercizio delle funzioni di vigilanza e di sorveglianza;
 - e) l'esternalizzazione non ha per effetto di privare la controparte centrale dei sistemi e dei mezzi di controllo necessari per gestire i rischi ai quali è esposta;
 - f) la controparte centrale conserva le competenze necessarie per valutare la qualità dei servizi forniti, la capacità organizzativa e l'adeguatezza patrimoniale del prestatore di servizi e per vigilare efficacemente sulle funzioni esternalizzate e per gestire i rischi connessi all'esternalizzazione; essa deve costantemente vigilare su tali funzioni e gestire tali rischi;
 - g) la controparte centrale ha accesso diretto alle informazioni pertinenti delle funzioni esternalizzate;
 - h) il prestatore di servizi collabora con l'autorità competente in merito alle attività esternalizzate;
 - i) il prestatore di servizi deve garantire la protezione delle informazioni sensibili e riservate relative alla controparte centrale, ai membri compensatori e ai clienti.
2. L'autorità competente impone alla controparte centrale di definire e ripartire chiaramente con un accordo scritto i suoi diritti e obblighi e quelli del prestatore di servizi.
3. Le controparti centrali mettono a disposizione dell'autorità competente, su richiesta, tutte le informazioni necessarie per valutare la conformità dell'esecuzione delle attività esternalizzate agli obblighi del presente regolamento.

Capo 2

Norme sulla condotta negli affari

Articolo 34

Disposizioni generali

1. Quando fornisce servizi ai membri compensatori e, se del caso, ai loro clienti, la controparte centrale agisce in modo corretto e professionale a tutela degli interessi dei membri compensatori e dei clienti e di una solida gestione dei rischi.
2. Le controparti centrali si dotano di norme trasparenti per la gestione dei reclami.

Articolo 35

Requisiti di partecipazione

1. Le controparti centrali stabiliscono le categorie di membri compensatori ammissibili e i criteri di ammissione. I criteri sono non discriminatori, trasparenti e oggettivi per garantire un accesso equo e aperto alla controparte centrale e assicurare che i membri compensatori dispongano delle risorse finanziarie e della capacità operativa necessarie per adempiere le obbligazioni derivanti dalla loro partecipazione alla controparte centrale. Criteri che restringono l'accesso sono autorizzati soltanto se la loro finalità è controllare il rischio al quale la controparte centrale è esposta.
2. Le controparti centrali assicurano l'applicazione dei criteri di cui al paragrafo 1 su base continuativa e dispongono di un accesso tempestivo alle informazioni pertinenti per la valutazione. Le controparti centrali effettuano, almeno una volta all'anno, un esame completo del rispetto delle disposizioni del presente articolo da parte dei membri compensatori.
3. I membri compensatori che compensano operazioni per conto di clienti dispongono delle risorse finanziarie e della capacità operativa supplementari richieste per esercitare detta attività. Su richiesta, i membri compensatori informano la controparte centrale dei criteri e delle misure da essi adottati per permettere ai clienti l'accesso ai servizi della controparte centrale.
4. Le controparti centrali si dotano di procedure obiettive e trasparenti per sospendere i membri compensatori che non soddisfano più i criteri di cui al paragrafo 1 e assicurare il loro ordinato ritiro.
5. Le controparti centrali possono rifiutare l'accesso a membri compensatori che soddisfano i criteri di cui al paragrafo 1 soltanto se motivano la loro decisione per iscritto, sulla base di un'analisi completa dei rischi.
6. Le controparti centrali possono imporre requisiti supplementari specifici a carico dei membri compensatori, ad esempio la partecipazione all'asta delle posizioni di membri compensatori inadempienti. I requisiti supplementari sono proporzionati al rischio creato dal membro compensatore e non limitano la partecipazione ad alcune categorie di membri compensatori.

Articolo 36
Trasparenza

1. Le controparti centrali rendono pubblici i prezzi e le commissioni applicate ai servizi forniti. Esse pubblicano separatamente i prezzi e le commissioni dei servizi e delle funzioni prestate, compresi gli sconti e le riduzioni, nonché le condizioni da soddisfare per beneficiarne. Esse consentono ai membri compensatori e, se del caso, ai clienti di questi ultimi, l'accesso separato a servizi specifici.
2. Le controparti centrali informano i membri compensatori e i loro clienti dei rischi associati ai servizi forniti.
3. Le controparti centrali rendono pubbliche le informazioni sui prezzi utilizzate per il calcolo delle loro esposizioni a fine giornata nei confronti dei membri compensatori e i volumi delle operazioni compensate per ogni categoria di strumenti.

Articolo 37
Segregazione e portabilità

1. Le controparti centrali tengono registri e una contabilità che consentono loro, in qualsiasi momento e immediatamente, di identificare e segregare le attività e le posizioni di un membro compensatore dalle attività e dalle posizioni di ogni altro membro compensatore e dalle proprie attività.
2. Le controparti centrali impongono ad ogni membro compensatore di distinguere e di segregare nei loro conti presso la controparte centrale le attività e le posizioni del membro compensatore da quelle dei clienti di quest'ultimo. Le controparti centrali autorizzano i clienti ad avere una segregazione più dettagliata delle loro attività e posizioni. La controparte centrale rende pubblici i rischi e i costi associati ai vari livelli di segregazione.
3. In funzione del livello di segregazione scelto dal cliente, le controparti centrali assicurano di essere in grado di trasferire, su richiesta, al verificarsi di un evento predefinito, senza il consenso del membro compensatore ed entro un termine prestabilito, le attività e le posizioni del cliente ad un altro membro compensatore. L'altro membro compensatore è obbligato unicamente se ha precedentemente concluso un rapporto contrattuale a tal fine.
4. Purché il cliente non sia esposto all'inadempimento del membro compensatore attraverso il quale ha accesso alla controparte centrale o di altri clienti, si applica l'allegato III, parte 2, punto 6, della direttiva 2006/48/CE.
5. I requisiti di cui ai paragrafi da 1 a 4 prevalgono su ogni disposizione legislativa, regolamentare o amministrativa contraria degli Stati membri che impediscano alle parti di rispettarli.

Capo 3

Requisiti prudenziali

Articolo 38

Gestione delle esposizioni

Le controparti centrali misurano e valutano, in tempo quasi-reale, la propria liquidità e le proprie esposizioni creditizie nei confronti di ogni membro compensatore e, se del caso, nei confronti di un'altra controparte centrale con la quale hanno concluso un accordo di interoperabilità. Le controparti centrali hanno accesso tempestivamente e su base non discriminatoria alle fonti pertinenti per la fissazione dei prezzi, in modo da poter misurare effettivamente le proprie esposizioni.

Articolo 39

Requisiti in materia di margini

1. Per limitare le proprie esposizioni creditizie, le controparti centrali impongono, chiamano e riscuotono margini dai propri membri compensatori e, se del caso, dalle controparti centrali con le quali hanno concluso accordi di interoperabilità. I margini sono sufficienti a coprire le esposizioni potenziali che le controparti centrali ritengono si verificheranno fino alla liquidazione delle corrispondenti posizioni. Essi sono sufficienti a coprire le perdite che derivano almeno dal 99 per cento dei movimenti delle esposizioni nel corso di un periodo di tempo appropriato e assicurano che la controparte centrale copra completamente con garanzie reali le sue esposizioni nei confronti di tutti i suoi membri compensatori e, se del caso, nei confronti delle controparti centrali con le quali ha concluso accordi di interoperabilità, almeno su base giornaliera.
2. Per la determinazione dei margini, le controparti centrali adottano modelli e parametri che integrano le caratteristiche di rischio dei prodotti compensati e tengono conto dell'intervallo tra le riscossioni dei margini, la liquidità del mercato e la possibilità di variazioni nel corso della durata dell'operazione. I modelli e i parametri sono convalidati dall'autorità competente e sono oggetto di un parere congiunto del collegio di cui all'articolo 15.
3. Le controparti centrali chiamano e riscuotono i margini su base infragiornaliera, almeno quando vengono superate soglie predefinite.
4. Le controparti centrali segregano i margini costituiti da ogni membro compensatore e, se del caso, da controparti centrali che hanno concluso con esse accordi di interoperabilità e assicurano la protezione dei margini costituiti contro l'inadempimento di altri membri compensatori, del soggetto presso il quale sono depositati o della stessa controparte centrale, nonché contro qualsiasi altra perdita che la controparte centrale possa subire.
5. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare la percentuale e il periodo di tempo appropriati di cui al paragrafo 1, da prendere in considerazione per le varie categorie di strumenti finanziari.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA, in consultazione con l'EBA, presenta i progetti di standard tecnici di regolamentazione alla Commissione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 40

Fondo di garanzia in caso di inadempimento

1. Le controparti centrali costituiscono un fondo di garanzia in caso di inadempimento per coprire le perdite derivanti dall'inadempimento di uno o più membri compensatori, ivi compresa l'apertura di una procedura di insolvenza.
2. Le controparti centrali fissano il volume minimo dei contributi al fondo di garanzia in caso di inadempimento e i criteri per il calcolo del contributo di ogni membro compensatore. I contributi al fondo di garanzia in caso di inadempimento sono proporzionati alle esposizioni di ogni membro compensatore, per assicurare che i contributi al fondo consentano alla controparte centrale almeno di far fronte all'inadempimento del membro compensatore nei confronti del quale ha la più forte esposizione o all'inadempimento del secondo e del terzo membro compensatore nei confronti dei quali ha la più forte esposizione, se la somma delle loro esposizioni è superiore.
3. Le controparti centrali possono creare molteplici fondi di garanzia in caso di inadempimento per le varie categorie di strumenti che compensano.

Articolo 41

Altri controlli dei rischi

1. Oltre al requisito patrimoniale di cui all'articolo 12, le controparti centrali si dotano di risorse finanziarie sufficienti per coprire le perdite potenziali che superano le perdite da coprire mediante i margini e il fondo di garanzia in caso di inadempimento. Le risorse possono includere ogni altro fondo di compensazione fornito da membri compensatori o da altre parti, accordi di condivisione delle perdite, regimi di assicurazione, fondi propri della controparte centrale, garanzie fornite dall'impresa madre o disposizioni analoghe. Le risorse sono messe gratuitamente a disposizione della controparte centrale e non sono utilizzate per coprire le perdite di esercizio.
2. Le controparti centrali sviluppano scenari che descrivono condizioni di mercato estreme ma plausibili, che tengono conto dei periodi di più forte volatilità registrati sui mercati ai quali le controparti centrali prestano i loro servizi. Il fondo di garanzia in caso di inadempimento di cui all'articolo 40 e le altre risorse finanziarie di cui al paragrafo 1 permettono in qualsiasi momento alle controparti centrali di far fronte all'inadempimento dei due membri compensatori nei confronti dei quali hanno le più forti esposizioni e permettono alle controparti centrali di far fronte alla vendita improvvisa di risorse finanziarie e a riduzioni improvvise della liquidità del mercato.
3. Le controparti centrali ottengono le linee di credito necessarie o dispositivi analoghi per coprire il loro fabbisogno di liquidità nei casi in cui le risorse finanziarie a loro disposizione non siano immediatamente disponibili. Ogni membro compensatore, l'impresa madre o l'impresa figlia del membro compensatore non può fornire più del 25 per cento delle linee di credito necessarie alla controparte centrale.

4. Le controparti centrali possono esigere dai membri compensatori non inadempienti di fornire fondi aggiuntivi in caso di inadempimento di un altro membro compensatore. I membri compensatori di una controparte centrale hanno un'esposizione limitata nei confronti della controparte centrale.
5. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare le condizioni estreme di cui al paragrafo 2 alle quali le controparti centrali devono far fronte.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati ai sensi degli articoli da 7 a 7 *quinquies* del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA, in consultazione con l'EBA, presenta i progetti di standard tecnici di regolamentazione alla Commissione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 42

Linee di difesa in caso di inadempimento

1. Le controparti centrali utilizzano i margini costituiti dai membri compensatori inadempienti per coprire le perdite prima di far ricorso ad altre risorse finanziarie.
2. Quando i margini costituiti dal membro compensatore inadempiente sono insufficienti per coprire le perdite della controparte centrale, essa ricorre a tal fine al contributo versato dal membro inadempiente al fondo di garanzia in caso di inadempimento.
3. Le controparti centrali utilizzano i contributi al fondo di garanzia e gli altri contributi dei membri compensatori non inadempienti soltanto dopo avere esaurito i contributi del membro compensatore inadempiente e, se del caso, i fondi propri della controparte centrale di cui all'articolo 41, paragrafo 1.
4. Le controparti centrali non sono autorizzate a utilizzare i margini costituiti dai membri compensatori non inadempienti per coprire le perdite derivanti dall'inadempimento di un altro membro compensatore.

Articolo 43

Requisiti in materia di garanzie reali

1. Le controparti centrali accettano unicamente garanzie reali altamente liquide con un rischio di credito e di mercato minimo a copertura delle proprie esposizioni nei confronti dei membri compensatori. Esse applicano al valore delle attività adeguati scarti di garanzia che tengano conto della perdita di valore potenziale nell'intervallo di tempo tra la loro ultima rivalutazione e il momento in cui si può ragionevolmente ritenere che verranno liquidate. Ai fini della determinazione delle garanzie reali accettabili e dei pertinenti scarti di garanzia, esse tengono conto del rischio di liquidità risultante dall'inadempimento di un partecipante al mercato e del rischio di concentrazione su alcune attività che ne possono derivare.
2. Se adeguato e sufficientemente prudente, le controparti centrali possono accettare, a titolo di garanzia reale a copertura del margine, il sottostante del contratto derivato o lo strumento finanziario che determina l'esposizione della controparte centrale.

3. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare il tipo di garanzie reali che possono essere considerate altamente liquide e gli scarti di garanzia di cui al paragrafo 1.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA, in consultazione con il SEBC e l'EBA, presenta i progetti di standard tecnici di regolamentazione alla Commissione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 44

Politica di investimento

1. Le controparti centrali investono le loro risorse finanziarie unicamente in strumenti finanziari altamente liquidi con un rischio di mercato e di credito minimi. Gli investimenti possono essere liquidati a breve termine, con un effetto negativo minimo sui prezzi.
2. Gli strumenti finanziari costituiti a titolo di margine sono depositati presso operatori di sistemi di regolamento titoli che assicurino un accesso non discriminatorio alle controparti centrali e la protezione totale degli strumenti. Le controparti centrali possono accedere rapidamente agli strumenti finanziari, se necessario.
3. Le controparti centrali non investono il loro capitale o le somme derivanti dai requisiti imposti dagli articoli 39, 40 e 41 in propri titoli o in quelli della propria impresa madre o della propria impresa figlia.
4. Le controparti centrali tengono conto della propria esposizione complessiva al rischio di credito nei confronti di singoli debitori quando prendono decisioni di investimento e assicurano che la propria esposizione complessiva nei confronti di ogni debitore rimanga entro limiti di concentrazione accettabili.
5. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare gli strumenti finanziari altamente liquidi di cui al paragrafo 1 e i limiti di concentrazione di cui al paragrafo 4.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA, in consultazione con l'EBA, presenta i progetti di standard tecnici di regolamentazione alla Commissione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 45

Procedure in caso di inadempimento

1. Le controparti centrali dispongono di procedure da seguire nel caso in cui un membro compensatore non rispetti i requisiti di cui all'articolo 35 entro i termini e secondo le procedure stabiliti dalle controparti centrali. Le controparti centrali definiscono le procedure da seguire nel caso in cui l'insolvenza di un membro compensatore non sia stabilita da esse stesse.

2. Le controparti centrali intervengono rapidamente per contenere le perdite e limitare le pressioni sulla liquidità dovute all'inadempimento e assicurano che la liquidazione delle posizioni di un membro compensatore non perturbi le proprie attività e non esponga i membri compensatori non inadempienti a perdite che questi non possono né anticipare né controllare.
3. Le controparti centrali informano immediatamente l'autorità competente. L'autorità competente informa immediatamente l'autorità competente per la vigilanza del membro compensatore inadempiente se la controparte centrale ritiene che il membro compensatore non sarà in grado di adempiere le sue obbligazioni future e se la controparte centrale intende dichiararlo inadempiente.
4. Le controparti centrali stabiliscono il carattere esecutivo delle loro procedure in caso di inadempimento. Esse adottano tutte le misure ragionevoli per assicurare di disporre dei poteri giuridici necessari per liquidare le posizioni proprietarie del membro compensatore inadempiente e trasferire o liquidare le posizioni dei clienti del membro compensatore inadempiente.

Articolo 46

Esame dei modelli, test di stress e test a posteriori

1. Le controparti centrali riesaminano regolarmente i modelli e i parametri adottati per calcolare i margini, i contributi al fondo di garanzia in caso di inadempimento e le garanzie reali, nonché altri meccanismi di controllo dei rischi. Esse sottopongono frequentemente i modelli a test di stress rigorosi per valutarne la resilienza in condizioni di mercato estreme ma plausibili ed effettuano test a posteriori per valutare l'affidabilità del metodo adottato. Le controparti centrali informano l'autorità competente dei risultati dei test effettuati e ne ottengono la convalida prima di adottare modifiche ai modelli e ai parametri.
2. Le controparti centrali verificano regolarmente gli aspetti essenziali delle procedure in caso di inadempimento e adottano tutte le misure ragionevoli per assicurare che tutti i membri compensatori le capiscano e dispongano dei meccanismi appropriati per reagire in caso di inadempimento.
3. Le controparti centrali rendono pubbliche le informazioni essenziali sul loro modello di gestione dei rischi e le ipotesi prese in considerazione per effettuare i test di stress di cui al paragrafo 1.
4. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare quanto segue:
 - a) il tipo di test da effettuare per le diverse categorie di strumenti finanziari e di portafogli;
 - b) la partecipazione ai test dei membri compensatori o di altre parti;
 - c) la frequenza dei test;
 - d) il periodo di tempo oggetto dei test;
 - e) le informazioni essenziali di cui al paragrafo 3.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA, in consultazione con l'EBA, presenta i progetti di standard tecnici di regolamentazione alla Commissione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 47
Regolamento

1. Le controparti centrali utilizzano, se disponibile, la moneta della banca centrale per il regolamento delle loro operazioni. Qualora la moneta della banca centrale non fosse accessibile, sono adottate misure per limitare rigorosamente i rischi di credito e di liquidità.
2. Le controparti centrali indicano chiaramente le loro obbligazioni in materia di consegna di strumenti finanziari, precisando in particolare se hanno l'obbligazione di effettuare o ricevere la consegna di uno strumento finanziario o se risarciscono i partecipanti per le perdite subite nella procedura di consegna.
3. Quando ha l'obbligazione di effettuare o ricevere consegne di strumenti finanziari, una controparte centrale elimina il rischio di perdita del capitale ricorrendo per quanto possibile a meccanismi di consegna dietro pagamento.

Title V
Accordi di interoperabilità

Articolo 48
Accordi di interoperabilità

1. Le controparti centrali possono concludere accordi di interoperabilità con altre controparti centrali a condizione che siano rispettati i requisiti di cui agli articoli 49 e 50.
2. Quando concludono un accordo di interoperabilità con altre controparti centrali per fornire servizi ad una particolare sede di negoziazione, le controparti centrali beneficiano di un accesso non discriminatorio ai dati necessari per esercitare le loro funzioni dalla sede di negoziazione e verso il sistema di regolamento interessato.
3. La conclusione di accordi di interoperabilità o l'accesso a flussi di dati o ad un sistema di regolamento ai sensi dei paragrafi 1 e 2 sono soggetti a restrizioni dirette o indirette soltanto per limitare eventuali rischi derivanti dall'accordo o dall'accesso.

Articolo 49
Gestione dei rischi

1. Le controparti centrali che concludono un accordo di interoperabilità:

- a) attuano politiche, procedure e sistemi adeguati per individuare, sorvegliare e gestire efficacemente i rischi aggiuntivi derivanti dall'accordo, in modo da potere adempiere tempestivamente le obbligazioni da esse assunte;
- b) fissano i diritti e gli obblighi rispettivi, compresa la legge applicabile al loro rapporto;
- c) individuano, sorvegliano e gestiscono efficacemente i rischi di credito e di liquidità in modo che l'inadempimento di un membro compensatore di una controparte centrale non influisca sulle controparti centrali interoperanti;
- d) individuano, sorvegliano e gestiscono potenziali interdipendenze e correlazioni derivanti dall'accordo di interoperabilità che potrebbero incidere sui rischi di credito e di liquidità associati alle concentrazioni di membri compensatori e sulle risorse finanziarie messe in comune.

Ai fini della lettera b), le controparti centrali applicano le stesse regole in materia di momento di immissione degli ordini di trasferimento nei rispettivi sistemi e di momento di irrevocabilità ai sensi della direttiva 98/26/CE, se del caso.

Ai fini della lettera c), le condizioni dell'accordo precisano la procedura da seguire per la gestione delle conseguenze dell'inadempimento di una delle controparti centrali firmatarie dell'accordo di interoperabilità.

Ai fini della lettera d), le controparti centrali esercitano un controllo rigoroso sul reimpegno delle garanzie reali dei membri compensatori nel quadro dell'accordo, se autorizzato dalle loro autorità competenti. L'accordo precisa il modo in cui questi rischi sono stati presi in considerazione tenendo conto della necessità di garantire una copertura sufficiente e limitare il contagio.

2. Quando i modelli di gestione dei rischi utilizzati dalle controparti centrali a copertura delle esposizioni nei confronti dei membri compensatori e delle reciproche esposizioni sono diversi, le controparti centrali individuano le differenze, valutano i rischi che possono risultarne e prendono misure, comprese risorse finanziarie supplementari, che ne limitino l'impatto sull'accordo di interoperabilità, nonché le potenziali conseguenze in termini di rischio di contagio, e assicurano che le differenze non influiscano sulla capacità di ogni controparte centrale di gestire le conseguenze dell'inadempimento di un membro compensatore.

Articolo 50

Approvazione degli accordi di interoperabilità

1. Gli accordi di interoperabilità sono soggetti all'approvazione preliminare delle autorità competenti delle controparti centrali interessate. Si applica la procedura di cui all'articolo 13.
2. Le autorità competenti approvano l'accordo di interoperabilità soltanto se sono rispettati i requisiti di cui all'articolo 49, se le condizioni tecniche per la compensazione delle operazioni ai sensi dell'accordo consentono un funzionamento regolare e ordinato dei mercati finanziari e se l'accordo non pregiudica l'efficacia della vigilanza.
3. Se ritiene che non siano soddisfatti i requisiti di cui al paragrafo 2, l'autorità competente trasmette per iscritto le sue considerazioni sui rischi alle altre autorità competenti e alle

controparti centrali interessate. Informa anche l'ESMA, che formula un parere sulla reale validità delle considerazioni sui rischi come motivo del rifiuto dell'approvazione dell'accordo di interoperabilità. Il parere dell'ESMA è messo a disposizione di tutte le controparti centrali interessate. Se il parere dell'ESMA differisce dalla valutazione dell'autorità competente interessata, quest'ultima riesamina la sua posizione alla luce del parere dell'ESMA.

4. Entro il 30 giugno 2012 l'ESMA emana orientamenti o formula raccomandazioni per favorire valutazioni uniformi, efficienti ed efficaci degli accordi di interoperabilità, conformemente alla procedura di cui all'articolo 8 del regolamento .../... [regolamento ESMA].

Titolo VI

Registrazione e vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni

Capo 1

Condizioni e procedure di registrazione dei repertori di dati sulle negoziazioni

Articolo 51

Registrazione dei repertori di dati sulle negoziazioni

1. Ai fini dell'articolo 6 i repertori di dati sulle negoziazioni si registrano presso l'ESMA.
2. Per essere registrato, un repertorio di dati sulle negoziazioni deve essere una persona giuridica stabilita nell'Unione e soddisfare i requisiti di cui al titolo VII.
3. La registrazione di un repertorio di dati sulle negoziazioni è valida in tutto il territorio dell'Unione.
4. Un repertorio di dati sulle negoziazioni registrato soddisfa in ogni momento le condizioni richieste per la registrazione iniziale. I repertori di dati sulle negoziazioni informano immediatamente l'ESMA di ogni modifica importante delle condizioni di registrazione.

Articolo 52

Domanda di registrazione

1. I repertori di dati sulle negoziazioni presentano domanda di registrazione all'ESMA.
2. Entro dieci giorni lavorativi dal ricevimento della domanda l'ESMA verifica se la domanda è completa.

Se la domanda è incompleta, l'ESMA fissa un termine entro il quale il repertorio di dati sulle negoziazioni deve trasmettere informazioni supplementari.

Dopo avere accertato la completezza della domanda, l'ESMA ne invia notifica al repertorio di dati sulle negoziazioni.

3. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare i dettagli della domanda di registrazione all'ESMA di cui al paragrafo 1.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di regolamentazione entro il 30 giugno 2012.

4. Per assicurare l'applicazione uniforme del paragrafo 1, alla Commissione sono conferiti i poteri di adottare standard di esecuzione per specificare il formato della domanda di registrazione all'ESMA.

Gli standard di esecuzione di cui al primo comma sono adottati ai sensi dell'articolo 7 *sexies* del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard entro il 30 giugno 2012.

Articolo 53

Esame della domanda

1. Entro quaranta giorni lavorativi dalla notifica di cui all'articolo 52, paragrafo 2, terzo comma, l'ESMA esamina la domanda di registrazione, verificando se il repertorio di dati sulle negoziazioni rispetta i requisiti di cui agli articoli da 64 a 67 e adotta una decisione di registrazione o di rifiuto accompagnata da una motivazione circostanziata.
2. La decisione presa dall'ESMA conformemente al paragrafo 1 ha efficacia a decorrere dal quinto giorno lavorativo dalla data dell'adozione.

Articolo 54

Notifica della decisione

1. L'ESMA notifica la decisione di registrare, di rifiutare la registrazione o di revocare la registrazione al repertorio di dati sulle negoziazioni entro cinque giorni lavorativi, accompagnata da una motivazione circostanziata.
2. L'ESMA comunica ogni decisione di cui al paragrafo 1 alla Commissione.
3. L'ESMA pubblica nel suo sito internet l'elenco dei repertori di dati sulle negoziazioni registrati conformemente al presente regolamento. L'elenco è aggiornato entro 5 giorni lavorativi dall'adozione di una decisione ai sensi del paragrafo 1.

Articolo 55

Ammende

1. Su richiesta dell'ESMA, la Commissione può, mediante decisione, infliggere un'ammenda ad un repertorio di dati sulle negoziazioni che ha violato, intenzionalmente o per negligenza,

l'articolo 63, paragrafo 1, gli articoli 64, 65 e 66 e l'articolo 67, paragrafi 1 e 2, del presente regolamento.

2. Le ammende di cui al paragrafo 1 sono dissuasive e proporzionate alla natura, alla gravità e alla durata della violazione e alla capacità economica del repertorio di dati sulle negoziazioni interessato. L'importo dell'ammenda non supera il 20% del reddito o del fatturato annuo realizzato dal repertorio di dati sulle negoziazioni nell'esercizio precedente.
3. Nonostante il disposto del paragrafo 2, qualora il repertorio di dati sulle negoziazioni abbia tratto, direttamente o indirettamente, un beneficio finanziario quantificabile dalla violazione commessa, l'importo dell'ammenda deve essere almeno pari al beneficio ottenuto.
4. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare quanto segue:
 - a) i criteri dettagliati per la fissazione dell'importo dell'ammenda;
 - b) le procedure di indagine, le misure associate e il regime di segnalazione, nonché le norme procedurali che disciplinano il processo decisionale, comprese le disposizioni in materia di diritto della difesa, di accesso al fascicolo, di rappresentanza legale, di riservatezza e di termini e le modalità di fissazione dell'importo delle ammende e della loro riscossione.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di regolamentazione entro il 30 giugno 2012.

Articolo 56 **Penalità di mora**

1. Su richiesta dell'ESMA, la Commissione può, mediante decisione, infliggere penalità di mora ad ogni persona dipendente di un repertorio di dati sulle negoziazioni o che lavora per esso o è ad esso legata per costringerla:
 - a) a far cessare una violazione;
 - b) a fornire informazioni complete e corrette richieste dall'ESMA ai sensi dell'articolo 61, paragrafo 2;
 - c) a sottoporsi a indagine e, in particolare, a fornire documenti, dati, procedure completi o altro materiale richiesto e a completare e rettificare altre informazioni fornite nell'ambito di indagini avviate dall'ESMA ai sensi dell'articolo 61, paragrafo 2;
 - d) a sottoporsi a ispezione in loco ordinata dall'ESMA conformemente all'articolo 61, paragrafo 2.
2. Le penalità di mora previste sono effettive e proporzionate. L'importo delle penalità di mora è applicato per ogni giorno di ritardo. Esso non supera il 5% del fatturato giornaliero medio registrato nell'esercizio precedente ed è calcolato a partire dalla data indicata nella decisione.

Articolo 57

Audizione delle persone interessate

1. Prima di prendere la decisione di infliggere un'ammenda o una penalità di mora ai sensi degli articoli 55 e 56, la Commissione dà modo alle persone interessate di essere sentite sulle questioni su cui la Commissione ha formulato obiezioni.

La Commissione basa le sue decisioni soltanto sulle obiezioni sulle quali le persone interessate hanno potuto esprimere il loro parere.

2. Nel corso del procedimento sono pienamente garantiti i diritti della difesa delle persone interessate.

Queste persone hanno diritto di accesso al fascicolo della Commissione, fatto salvo l'interesse legittimo di altre persone alla tutela del segreto professionale. Il diritto di accesso al fascicolo non si estende alle informazioni riservate né ai documenti interni della Commissione.

Articolo 58

Disposizioni comuni alle ammende e alle penalità di mora

1. La Commissione rende pubblica ogni ammenda o penalità di mora inflitta ai sensi degli articoli 55 e 56.
2. Le ammende e le penalità di mora inflitte ai sensi degli articoli 55 e 56 sono di natura amministrativa.

Articolo 59

Controllo della Corte di giustizia

La Corte di giustizia ha competenza giurisdizionale anche di merito per decidere sui ricorsi presentati avverso le decisioni con le quali la Commissione ha inflitto un'ammenda o una penalità di mora. La Corte di giustizia può annullare, ridurre o aumentare l'ammenda o la penalità di mora inflitta.

Articolo 60

Revoca della registrazione

1. L'ESMA revoca la registrazione di un repertorio di dati sulle negoziazioni in uno dei seguenti casi:
 - a) il repertorio di dati sulle negoziazioni rinuncia espressamente alla registrazione o non ha prestato servizi nei sei mesi precedenti;
 - b) il repertorio di dati sulle negoziazioni ha ottenuto la registrazione presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare;
 - c) il repertorio di dati sulle negoziazioni non soddisfa più le condizioni di registrazione;
 - d) il repertorio di dati sulle negoziazioni ha commesso ripetutamente gravi violazioni delle disposizioni del presente regolamento.

2. Se l'autorità competente di uno Stato membro in cui il repertorio di dati sulle negoziazioni presta i servizi ed esercita le attività ritiene che sussista una delle condizioni di cui al paragrafo 1, essa può chiedere all'ESMA di valutare se siano soddisfatte le condizioni per la revoca della registrazione. Se decide di non revocare la registrazione del repertorio di dati sulle negoziazioni interessato, l'ESMA fornisce una motivazione circostanziata.

Articolo 61

Vigilanza dei repertori di dati sulle negoziazioni

1. L'ESMA sorveglia l'applicazione degli articoli da 64 a 67.
2. Ai fini dell'esercizio delle funzioni di cui agli articoli da 51 a 60 e degli articoli 62 e 63, l'ESMA ha i seguenti poteri:
 - a) di accedere a tutti i documenti, in qualsiasi forma, e di riceverne o farne copia;
 - b) di richiedere informazioni a qualsiasi persona e, se necessario, di convocare e di interrogare qualsiasi persona per ottenere informazioni;
 - c) di effettuare ispezioni in loco con o senza preavviso;
 - d) di richiedere la documentazione sul traffico telefonico e sul traffico di dati.

Capo 2

Rapporti con i paesi terzi

Articolo 62

Accordi internazionali

La Commissione presenta, se necessario, proposte al Consiglio per la negoziazione di accordi internazionali con uno o più paesi terzi sull'accesso reciproco ai contratti derivati OTC registrati in repertori di dati sulle negoziazioni stabiliti in paesi terzi, nonché sullo scambio di informazioni riguardanti detti contratti, se dette informazioni sono necessarie all'esercizio delle funzioni assegnate alle autorità competenti ai sensi del presente regolamento.

Articolo 63

Equivalenza e riconoscimento

1. I repertori di dati sulle negoziazioni stabiliti in un paese terzo possono proporre servizi e attività a soggetti stabiliti nell'Unione ai fini dell'articolo 6 soltanto se riconosciuti dall'ESMA.
2. L'ESMA riconosce i repertori di dati sulle negoziazioni di paesi terzi se sono soddisfatte le seguenti condizioni:
 - a) il repertorio di dati sulle negoziazioni è autorizzato nel paese terzo e vi è soggetto a vigilanza effettiva;

- b) la Commissione ha adottato una decisione conformemente al paragrafo 3;
 - c) l'Unione ha concluso un accordo internazionale con il paese terzo ai sensi dell'articolo 62;
 - d) sono stati conclusi accordi di cooperazione conformemente al paragrafo 4 per assicurare che le autorità dell'Unione dispongano di un accesso immediato e continuo a tutte le informazioni necessarie.
3. La Commissione può adottare una decisione conformemente alla procedura di cui all'articolo 69, paragrafo 2, con la quale stabilisce che le disposizioni legislative e di vigilanza del paese terzo assicurano che i repertori di dati sulle negoziazioni autorizzati nel paese terzo soddisfano requisiti giuridicamente vincolanti equivalenti ai requisiti stabiliti dal presente regolamento e che i repertori di dati sono soggetti nel paese terzo su base continuativa ad una vigilanza e a misure effettive miranti a far rispettare le norme.
4. L'ESMA conclude accordi di cooperazione con le autorità competenti interessate dei paesi terzi le cui disposizioni legislative e di vigilanza sono state riconosciute equivalenti a quelle risultanti dal presente regolamento conformemente al paragrafo 3. Questi accordi assicurano che le autorità dell'Unione dispongano di un accesso immediato e continuo a tutte le informazioni necessarie per l'esercizio delle loro funzioni. Detti accordi precisano almeno:
- a) il meccanismo di scambio delle informazioni tra l'ESMA, ogni altra autorità dell'Unione che eserciti responsabilità ai sensi del presente regolamento e le autorità competenti dei paesi terzi interessati;
 - b) le procedure relative al coordinamento delle attività di vigilanza.

Titolo VII

Requisiti dei repertori di dati sulle negoziazioni

Articolo 64

Requisiti generali

1. I repertori di dati sulle negoziazioni si dotano di solidi dispositivi di governo societario, ivi compresa una chiara struttura organizzativa con linee di responsabilità ben definite, trasparenti e coerenti, e di meccanismi di controllo interno adeguati, comprese procedure amministrative e contabili solide che impediscano la diffusione di informazioni riservate.
2. I repertori di dati sulle negoziazioni adottano le politiche e le procedure necessarie per assicurare il rispetto di tutte le disposizioni del presente regolamento, anche da parte dei dirigenti e dei dipendenti.
3. I repertori di dati sulle negoziazioni mantengono e gestiscono una struttura organizzativa adeguata che assicuri la continuità e il funzionamento regolare della prestazione dei servizi e dell'esercizio delle attività. Essi utilizzano risorse, procedure e sistemi adeguati e proporzionati.

4. L'alta dirigenza e i membri del consiglio del repertorio di dati sulle negoziazioni possiedono l'onorabilità e l'esperienza necessarie per assicurare una gestione sana e prudente del repertorio di dati.
5. I repertori di dati sulle negoziazioni dispongono di norme obiettive, non discriminatorie e pubbliche in materia di accesso e di partecipazione. Criteri che restringono l'accesso sono autorizzati soltanto nella misura in cui il loro scopo è controllare il rischio al quale sono esposti i dati conservati dal repertorio di dati sulle negoziazioni.
6. I repertori di dati sulle negoziazioni rendono pubblici i prezzi e le commissioni applicate sui servizi forniti. Essi pubblicano separatamente i prezzi e le commissioni dei servizi e delle funzioni prestate, compresi gli sconti e le riduzioni, nonché le condizioni da soddisfare per beneficiarne. Essi permettono ai soggetti segnalanti di avere accesso separato a servizi specifici. I prezzi e le commissioni praticati dal repertorio di dati sulle negoziazioni sono basati sui costi.

Articolo 65

Affidabilità operativa

1. I repertori di dati sulle negoziazioni individuano le fonti di rischio operativo e le riducono sviluppando sistemi, controlli e procedure adeguati. Detti sistemi sono affidabili e sicuri e sono dotati di capacità adeguate per trattare le informazioni ricevute.
2. I repertori di dati sulle negoziazioni stabiliscono, attuano e mantengono una politica adeguata di continuità operativa ed un piano di ripristino in caso di disastro miranti a preservare le loro funzioni, ad assicurare la ripresa tempestiva delle attività e l'adempimento delle obbligazioni assunte. Il piano prevede almeno l'istituzione di dispositivi di *backup*.

Articolo 66

Salvaguardia e registrazione

1. I repertori di dati sulle negoziazioni assicurano la riservatezza, l'integrità e la protezione delle informazioni ricevute ai sensi dell'articolo 6.
2. I repertori di dati sulle negoziazioni registrano immediatamente le informazioni ricevute ai sensi dell'articolo 6 e le conservano per almeno dieci anni a decorrere dalla cessazione dei contratti interessati. Essi utilizzano procedure di conservazione dei dati rapide ed efficaci per documentare le modifiche apportate alle informazioni registrate.
3. I repertori di dati sulle negoziazioni calcolano le posizioni per categoria di derivati e per soggetto segnalante sulla base degli elementi relativi ai contratti derivati segnalati ai sensi dell'articolo 6.
4. I repertori di dati sulle negoziazioni permettono in ogni momento alle parti di un contratto di accedere alle informazioni riguardanti il contratto e di correggerle.
5. I repertori di dati sulle negoziazioni adottano tutte le misure ragionevoli per impedire ogni utilizzo abusivo delle informazioni conservate nei loro sistemi e impediscono l'utilizzo delle informazioni detenute per altre attività economiche.

Le informazioni riservate conservate da un repertorio di dati sulle negoziazioni non sono utilizzate a fini commerciali da nessun'altra persona fisica o giuridica avente, con il suddetto repertorio, un rapporto di impresa madre o di impresa figlia.

Articolo 67

Trasparenza e disponibilità dei dati

1. Per i contratti loro segnalati, i repertori di dati sulle negoziazioni pubblicano posizioni aggregate per categoria di derivati.
2. I repertori di dati sulle negoziazioni mettono le informazioni necessarie a disposizione dei seguenti soggetti:
 - a) l'ESMA;
 - b) le autorità competenti per la vigilanza delle imprese soggette all'obbligo di segnalazione di cui all'articolo 6;
 - c) l'autorità competente per la vigilanza delle controparti centrali che accedono al repertorio di dati sulle negoziazioni;
 - d) le banche centrali interessate del SEBC.
3. L'ESMA condivide le informazioni necessarie all'esercizio delle sue funzioni con le altre autorità interessate.
4. Alla Commissione sono delegati i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione per specificare le informazioni di cui ai paragrafi 1 e 2.

Gli standard tecnici di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati conformemente [agli articoli da 7 a 7 *quinquies*] del regolamento .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di regolamentazione entro il 30 giugno 2012.

Titolo VIII

Disposizioni transitorie e finali

Articolo 68

Relazioni e riesame

1. Entro il 31 dicembre 2013 la Commissione riesamina il quadro istituzionale e di vigilanza previsti al titolo III, e in particolare il ruolo e le responsabilità dell'ESMA, e redige una relazione in proposito. La Commissione presenta la relazione, accompagnata se del caso da adeguate proposte, al Parlamento europeo e al Consiglio.

Entro la stessa data, la Commissione valuta, in coordinamento con l'ESMA e le autorità settoriali interessate, l'importanza sistemica delle operazioni in derivati OTC di imprese non finanziarie.

2. L'ESMA presenta relazioni alla Commissione sull'applicazione dell'obbligo di compensazione previsto al titolo II e sull'estensione del campo di applicazione degli accordi di interoperabilità previsti al titolo V a operazioni in categorie di strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari e dagli strumenti del mercato monetario.

Le relazioni sono trasmesse alla Commissione entro il 30 settembre 2014.

3. La Commissione redige, in cooperazione con gli Stati membri e con l'ESMA, previo parere del SEBC, una relazione annuale in cui valuta i rischi sistemici e le implicazioni possibili sul piano dei costi degli accordi di interoperabilità.

La relazione ha ad oggetto almeno il numero e la complessità degli accordi e l'adeguatezza dei sistemi e dei modelli di gestione dei rischi. La Commissione presenta la relazione, accompagnata se del caso da adeguate proposte, al Parlamento europeo e al Consiglio.

Il SEBC fornisce alla Commissione la sua valutazione dei rischi sistemici e delle implicazioni possibili sul piano dei costi degli accordi di interoperabilità.

Articolo 69

Procedura di comitato

1. La Commissione è assistita dal comitato europeo dei valori mobiliari istituito con decisione 2001/528/CE della Commissione³⁷.
2. Nei casi in cui è fatto riferimento al presente paragrafo, si applicano gli articoli 5 e 7 della decisione 1999/468/CE, tenendo conto delle disposizioni dell'articolo 8 della stessa.
3. I termini stabiliti all'articolo 5, paragrafo 6, della decisione 1999/468/CE sono fissati a tre mesi.

Articolo 70

Modifica della direttiva 98/26/CE

All'articolo 9, paragrafo 1, è aggiunto il seguente comma:

"Quando l'operatore di un sistema ha fornito una garanzia all'operatore di un altro sistema in relazione ad un sistema interoperabile, i diritti dell'operatore del sistema che ha fornito la garanzia in relazione alla garanzia fornita non sono pregiudicati da procedure di insolvenza avviate nei confronti dell'operatore del sistema che ha ricevuto le garanzie."

³⁷ GUL 191 del 13.7.2001, pag. 45.

Articolo 71

Disposizioni transitorie

1. Una controparte centrale autorizzata nel suo Stato membro di stabilimento a prestare servizi prima della data di entrata in vigore del presente regolamento chiede l'autorizzazione prevista nel presente regolamento entro [2 anni dall'entrata in vigore].
2. I contratti derivati stipulati prima della data di registrazione del repertorio di dati sulle negoziazioni per questo particolare tipo di contratti sono comunicati al repertorio di dati entro 120 giorni dalla data di registrazione del repertorio di dati da parte dell'ESMA.

Articolo 72

Entrata in vigore

Il presente regolamento entra in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

Il presente regolamento è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri.

Fatto a [...], il

Per il Parlamento europeo
Il presidente

Per il Consiglio
Il presidente



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 lo 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.

IT

IT

IT



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.

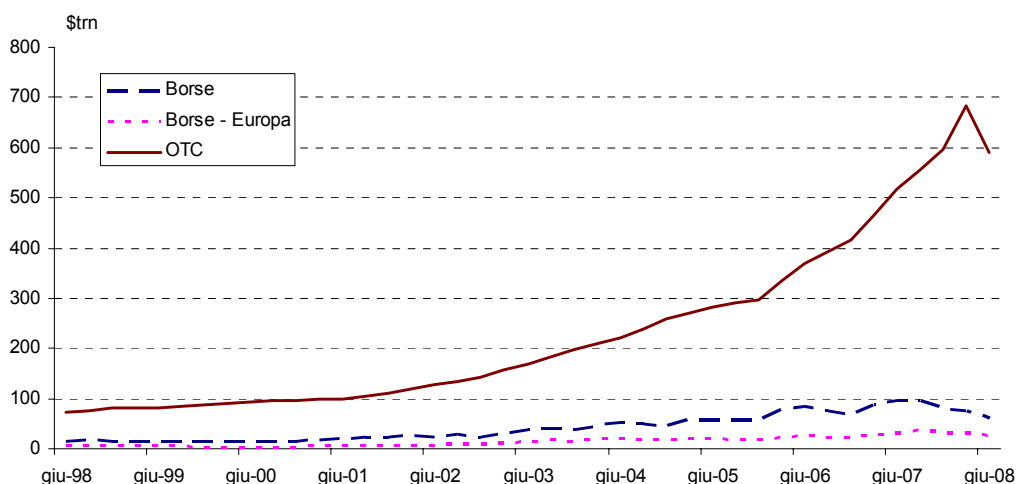
2.1. Che cosa sono i derivati?

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

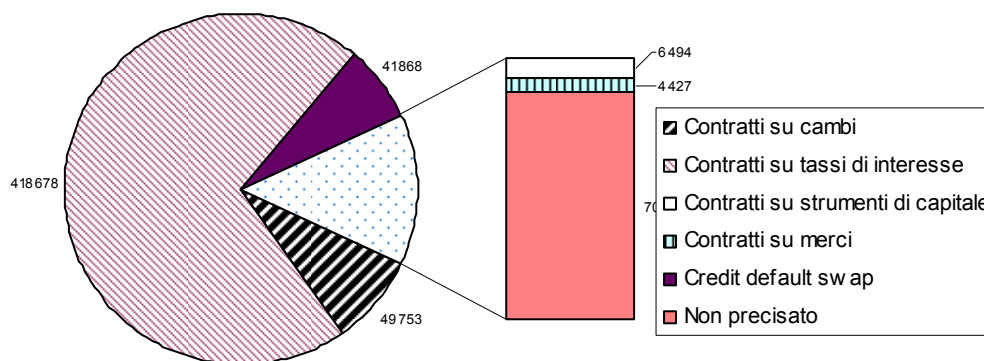


Nota: i dati indicano gli importi nozionali relativi ai segmenti di mercato in borsa e fuori borsa in migliaia di miliardi di USD nel 1998-2008. Le tendenze indicano gli importi a livello mondiale, mentre la quota di mercato delle borse europee viene indicata separatamente (non esiste una ripartizione 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

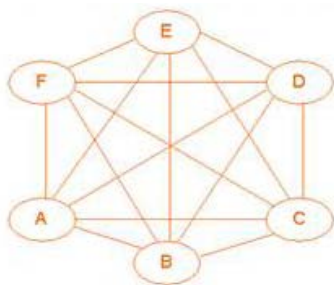
² Per la spiegazione di questi concetti si rinvia al documento di accompagnamento dei servizi della Commissione, sezione 2.2.

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

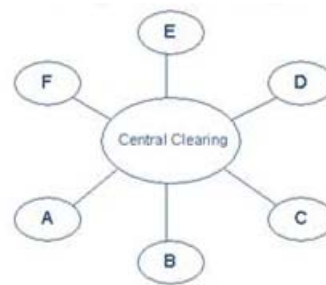
Compensazione bilaterale

- 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.



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 20.10.2009
COM(2009) 563 definitivo

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

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

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

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

(Testo rilevante ai fini del SEE)

1. INTRODUZIONE

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

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

2. APPROCCIO GENERALE

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

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

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

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

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

2.1. Cooperazione internazionale

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

2.2. Istituti non finanziari

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. RISCHIO DI CREDITO DI CONTROPARTE

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

3.1. Compensazione a livello centrale: sicurezza e solidità

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.2. Costituzione di garanzia nella compensazione bilaterale

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

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

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

3.3. Requisiti patrimoniali per la compensazione bilaterale

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

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

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

3.4. Compensazione centrale obbligatoria

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

4. RISCHIO OPERATIVO

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

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

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

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

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

5. TRASPARENZA

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

5.1. Repertori di dati sulle negoziazioni

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

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

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

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

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

5.2. Negoziazioni sui mercati organizzati

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

5.3. Trasparenza pre e post negoziazione

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

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

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

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

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

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

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

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

6. INTEGRITÀ E VIGILANZA DEL MERCATO

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

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

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

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

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

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

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

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

7. SINTESI

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

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

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

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

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

Risoluzione del Parlamento europeo del 15 giugno 2010 sui mercati dei derivati: azioni strategiche future (2010/2008(INI))

Il Parlamento europeo,

- viste le comunicazioni della Commissione "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future" (**COM(2009)0563** e **COM(2009)0332**),
 - vista la comunicazione della Commissione "Vigilanza finanziaria europea" (**COM(2009)0252**),
 - vista la proposta di regolamento della Commissione relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nella Comunità e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico (**COM(2009)0499**),
 - viste le proposte alla Commissione che modificano le direttive relative all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi (2006/48/CE e 2006/49/CE),
 - viste la comunicazione e la raccomandazione della Commissione sulle politiche di remunerazione nel settore dei servizi finanziari (**COM(2009)0211**),
 - vista la sua risoluzione, del 23 settembre 2008, recante raccomandazioni alla Commissione sui fondi hedge e i fondi di private equity⁽¹⁾,
 - viste le decisioni del G20 di Pittsburgh, del 24 e 25 settembre 2009, che stabiliscono che "tutti i contratti di derivati OTC standardizzati dovranno essere negoziati in borsa o su piattaforme elettroniche di negoziazione", e l'evoluzione attuale delle legislazioni nazionali in Europa, negli Stati Uniti e in Asia per quanto riguarda i prodotti derivati,
 - visto il lavoro svolto dal Forum delle autorità di regolamentazione dei derivati OTC per stabilire norme coerenti a livello mondiale sugli obblighi di comunicazione dei dati per i repertori delle negoziazioni,
 - vista la raccomandazione del CESR-ERGEG alla Commissione riguardo al 3° pacchetto sul mercato interno dell'energia (rif.: CESR/08-739, E08-FIS-07-04),
 - visto l'articolo 48 del suo regolamento,
 - visti la relazione della commissione per i problemi economici e monetari e il parere della commissione giuridica (**A7-0187/2010**),
- A. considerando che gli strumenti derivati possono svolgere un utile ruolo nel permettere il trasferimento dei rischi finanziari all'interno di un'economia e variano considerevolmente a seconda del tipo di prodotto e della categoria di attivo sottostante, in funzione del livello del rischio, delle modalità di funzionamento e dei partecipanti al mercato, e che l'assenza di trasparenza e regolamentazione sul mercato dei derivati ha aggravato le crisi finanziarie;
- B. considerando la necessità che le imprese possano continuare anche in futuro a gestire adeguatamente in proprio e a prezzi accettabili i rischi connessi alla loro attività e che imprese dovrebbero assumersi la responsabilità dei rischi, viste le specificità delle piccole e medie imprese riguardo ai prodotti derivati bilaterali,
- C. considerando che il volume dei prodotti derivati negoziati a livello mondiale è lievitato nel corso dell'ultimo decennio, contribuendo notevolmente alla divaricazione tra attività economiche e prodotti dei mercati finanziari,
- D. considerando che è opportuno gettare le basi per la cooperazione internazionale al fine di gestire i derivati negoziati a livello internazionale, onde pervenire quanto meno a norme internazionali e accordi sullo scambio di informazioni tra CCP,
- E. considerando che alla fine del mese di giugno 2009 il valore nozionale di tutti i tipi di contratti OTC ammontava a 605 miliardi di USD, che i valori lordi di mercato, indicativi del

¹ GU C 8 E del 14.1.2010, pag. 26.

rischio di mercato, erano pari a 25 miliardi di USD e che le esposizioni creditizie lorde, che tengono conto di accordi di compensazione bilaterali, ammontavano a 3,7 miliardi di USD; considerando che in un contesto caratterizzato da un effetto di leva eccessivo, un sistema bancario sottocapitalizzato e perdite derivanti da attività finanziarie strutturate, i prodotti derivati OTC (fuori borsa) hanno contribuito a creare dipendenze reciproche tra i grandi partecipanti al mercato anche quando si trattava di entità regolamentate,

- F. considerando che la crescita massiccia dei volumi trattati nel corso degli ultimi anni ha comportato un'assunzione di rischio sempre maggiore senza un effettivo investimento nello strumento base e, di conseguenza, un notevole effetto di leva,
- G. considerando che i derivati OTC sono divenuti sempre più complessi e che il rischio creditizio della controparte non è sempre stato correttamente valutato e quantificato; considerando altresì le notevoli carenze dell'organizzazione dei mercati dei prodotti derivati e la mancanza di trasparenza, che richiedono pertanto un'ulteriore standardizzazione delle condizioni giuridiche e delle finalità economiche degli strumenti,
- H. considerando che la regolamentazione delle controparti centrali di compensazione (CCP) deve garantire l'accesso non discriminatorio delle sedi di negoziazione per assicurare il funzionamento equo ed efficiente dei mercati,
- I. considerando che nelle transazioni OTC l'identità degli attori/delle parti interessate e il grado della loro esposizione non sono chiari,
- J. considerando che molti mercati dei prodotti derivati (OTC), e in particolare il mercato dei credit default swap (CDS), sono soggetti a un grado alquanto elevato di concentrazione e risultano dominati da alcune importanti imprese,
- K. considerando che i recenti avvenimenti concernenti credit default swap sovrani utilizzati da speculatori finanziari hanno determinato livelli eccessivamente elevati di diversificazione a livello nazionale; che tali eventi e prassi hanno evidenziato la necessità di una maggiore trasparenza del mercato e di un potenziamento della normativa europea in materia di negoziazione di credit default swap, in particolare quelli connessi a debiti sovrani,
- L. considerando che, affinché i repertori di dati sulle negoziazioni svolgano un ruolo centrale nel garantire la trasparenza per gli organi di vigilanza dei mercati dei derivati, tali organi di vigilanza devono avere accesso illimitato ai dati rilevanti dei repertori, i quali devono consolidare i dati su posizioni e scambi su base mondiale per categoria di attività,
- M. accogliendo con favore il cambiamento di rotta della Commissione europea verso una maggiore regolamentazione dei mercati dei prodotti derivati, abbandonando pertanto l'opinione finora prevalente secondo cui tali prodotti non richiedono alcuna disciplina supplementare, in quanto per lo più riservati a esperti e specialisti; auspicando, pertanto, che la futura normativa garantisca non solo la trasparenza sui mercati dei prodotti derivati ma anche una corretta regolamentazione,
- N. considerando la necessità che l'Europa definisca una strategia generale di collateralizzazione per i mercati dei derivati, che tenga conto della situazione particolare delle imprese in quanto utenti finali rispetto ai grandi operatori del mercato e agli istituti finanziari,
- O. considerando che la maggior parte dei prodotti derivati utilizzati da utenti finali non finanziari comportano rischi sistemici contenuti, se considerati individualmente, e servono per lo più soltanto a garantire la copertura delle effettive operazioni; che le entità non finanziarie sono imprese che non rientrano nel campo di applicazione della direttiva MiFID (imprese non MiFID), come, per esempio, le compagnie aeree, le case automobilistiche e i negozianti per conto proprio di merci, che non hanno provocato un rischio sistemico per il mercato finanziario né sono stati direttamente danneggiati dalla crisi finanziaria,
- P. considerando che ai fini della resilienza dei mercati dei derivati, occorre una politica generale di collateralizzazione che preveda meccanismi di compensazione a livello centrale e bilaterale,

- Q. considerando che le piccole e medie imprese non finanziarie che si servono dei prodotti derivati esclusivamente a copertura dei propri rischi o nello svolgimento della loro principale attività dovrebbero essere esentate dalla compensazione e dalla collateralizzazione inerente ai requisiti patrimoniali, purché l'impiego di determinati derivati non provochi rischi sistemici (fatto salvo l'obbligo per la Commissione di verificare regolarmente siffatte esenzioni) e il volume e la natura delle operazioni siano commisurati e adeguati ai rischi effettivi che si assumono gli utenti finali; che anche nell'ambito dei contratti su misura occorre assicurare norme minime riguardanti, in particolare, la sicurezza dei prodotti derivati e i requisiti patrimoniali,
- R. considerando la necessità di disciplinare in maniera proporzionata i prodotti derivati OTC allorché sono utilizzati da utenti finali non-finanziari ma considerando altresì la necessità di comunicare ai repertori delle transazioni quanto meno i dati dettagliati delle operazioni,
- S. considerando che i credit default swaps (CDS), che sono prodotti assicurativi finanziari, vengono attualmente negoziati senza un'adeguata regolamentazione,
- T. considerando la raccomandazione del CESR-ERGEG alla Commissione europea riguardo al terzo pacchetto del mercato interno dell'energia (rif.: CESR/08-739, E08-FIS-07-04), che suggerisce di creare un regime di trasparenza e integrità del mercato su misura per i mercati dell'energia e del gas,
- U. considerando che tutte le misure annunciate comporteranno una collaborazione stretta e generale con i membri del G20 e con le autorità statunitensi, onde evitare quanto più possibile arbitraggi normativi tra paesi e promuovere lo scambio di informazioni,
- V. considerando che il rischio sistemico associato alle compensazioni richiede rigorose norme di regolamentazione e vigilanza e un accesso illimitato alle informazioni sulle operazioni per le autorità di regolamentazione,
- W. considerando la necessità che i prezzi dei prodotti derivati corrispondano in modo adeguato al rischio e che i costi della futura infrastruttura di mercato siano a carico dei partecipanti al mercato,
- X. considerando che la recente drammatica impennata, a livelli insostenibili, del rendimento delle obbligazioni sovrane di alcuni paesi dell'area dell'euro ha evidenziato la problematica degli incentivi economici legati ai contratti di CDS basati sul debito sovrano e dimostrato chiaramente la necessità di rafforzare la stabilità finanziaria e la trasparenza del mercato, esigendo la piena divulgazione alle autorità di regolamentazione e di vigilanza e vietando le transazioni di CDS speculativi sul debito sovrano,
- Y. considerando che tutte le operazioni sui prodotti derivati denominati in una valuta dell'Unione europea, relative a un'entità sottostante dell'Unione o in cui è coinvolta un'istituzione finanziaria dell'Unione dovrebbero essere compensate, se ammissibili, e notificate presso le camere di compensazione e i repertori situati, autorizzati e controllati nell'Unione, che rientrano nella legislazione europea in materia di protezione dei dati; che la nuova regolamentazione di prossima adozione dovrebbe stabilire criteri chiari per determinare l'equivalenza delle CCP e dei repertori situati in paesi terzi per le operazioni non compensate o non notificate nell'Unione europea;
1. accoglie favorevolmente l'iniziativa della Commissione intesa a migliorare la regolamentazione relativa ai prodotti derivati, e in particolare ai prodotti derivati OTC, allo scopo di ridurre gli effetti dei rischi dei mercati dei prodotti derivati OTC, ai fini della stabilità dei mercati finanziari nel loro complesso, e appoggia le richieste di standardizzazione giuridica dei contratti derivati (anche tramite incentivi normativi nell'ambito della direttiva sui requisiti patrimoniali riguardo al rischio operativo), il ricorso a repertori di dati relativi alle negoziazioni e di una memoria di dati centralizzata, l'impiego e il rafforzamento della compensazione centrale e il ricorso a sedi di negoziazione organizzate,
 2. accoglie favorevolmente il recente lavoro del Forum delle autorità di regolamentazione dei derivati OTC (ORF) in risposta alla richiesta del G20 di ulteriori misure per accrescere la trasparenza e la solidità dei mercati dei prodotti derivati OTC;

3. chiede una maggiore trasparenza nelle transazioni pre-negoziazione per tutti gli strumenti che si qualificano per l'ampio ricorso a sedi di negoziazione organizzate nonché una maggiore trasparenza post-negoziazione attraverso la notifica di tutte le transazioni ai repertori, a vantaggio delle autorità di regolamentazione e degli investitori;
4. appoggia la richiesta di introdurre obbligatoriamente la compensazione tramite CCP tra istituti finanziari per tutti i prodotti derivati ammissibili, ai fini di una migliore valutazione del rischio creditizio della controparte, ed è favorevole all'obiettivo di negoziare quanto più possibile i prodotti derivati ammissibili sui mercati organizzati; chiede l'introduzione di incentivi volti a incoraggiare la negoziazione dei prodotti derivati ammissibili nelle sedi di negoziazione disciplinate dalla MiFID, vale a dire sui mercati regolamentati e nell'ambito di sistemi multilaterali di negoziazione (MTF); rileva che uno dei criteri per l'ammissibilità alla compensazione deve essere la liquidità;
5. chiede che in futuro i prezzi dei derivati riflettano meglio il rischio e che i costi della futura infrastruttura di mercato siano a carico dei partecipanti al mercato e non dei contribuenti;
6. ritiene che per offrire una copertura rispetto a rischi specifici siano necessari derivati strutturati individualmente e respinge pertanto l'eventuale obbligo di standardizzare tutti i derivati;
7. invita la Commissione ad adottare un approccio differenziato alle varie tipologie di prodotti derivati disponibili, tenendo conto dei diversi profili di rischio, dell'entità dell'utilizzo per fini legittimi di copertura e del ruolo che hanno svolto nella crisi finanziaria;
8. rileva che, per quanto riguarda la regolamentazione, occorre operare una distinzione tra i prodotti derivati utilizzati come strumenti di gestione per garantire la copertura di un effettivo rischio sottostante cui è esposto l'utente e i prodotti derivati utilizzati unicamente per finalità speculative e ritiene che una siffatta differenziazione è ostacolata dalla mancanza di dati e cifre concrete riguardo alle operazioni fuori borsa (OTC);
9. invita la Commissione a esaminare modalità per ridurre in misura significativa il volume globale di prodotti derivati, affinché risulti commisurato ai titoli sottostanti, onde evitare una distorsione dei segnali di prezzo e ridurre i rischi per l'integrità del mercato e contenere il rischio sistemico;
10. ritiene importante prestare un'attenzione particolare ai derivati delle imprese di cui è controparte una istituzione finanziaria, al fine di evitare che si abusino di tali contratti, non già in quanto strumenti per ridurre il rischio delle imprese ma in quanto strumenti del mercato finanziario;
11. chiede un rafforzamento della gestione dei rischi e della trasparenza in quanto strumenti decisivi per conseguire maggiore sicurezza sui mercati finanziari, senza peraltro trascurare la responsabilità individuale in caso di assunzione di rischi;
12. constata che, ai fini della copertura di rischi specifici per le imprese, occorrono derivati personalizzati, che si possano utilizzare come strumenti efficaci di gestione del rischio e adeguati a esigenze individuali;
13. invita la Commissione a rafforzare le norme sulla gestione del rischio bilaterale nell'ambito della futura legislazione sulla compensazione centrale;
14. ritiene che sia possibile ridurre il rischio di credito della controparte mediante la compensazione, le garanzie e l'adeguamento dei requisiti patrimoniali, come pure tramite altri strumenti normativi; appoggia la proposta della Commissione di proporre requisiti patrimoniali più elevati per gli istituti finanziari in caso di contratti bilaterali di derivati che non siano ammissibili alla compensazione centrale, sulla base di un approccio proporzionato al rischio, e tenendo conto degli effetti della compensazione di posizioni speculari, delle garanzie, del margine iniziale, dei ravvicinamenti giornalieri del portafoglio, della costituzione giornaliera di margini, dei movimenti automatizzati di garanzie e di altre tecniche di gestione del rischio della controparte a livello bilaterale, ai fini della riduzione del rischio di controparte;

15. chiede che i derivati che non sono conformi ai requisiti IFRS 39 e che quindi non sono stati valutati da un revisore finanziario siano sottoposti, a partire da un determinato valore soglia da stabilirsi a cura della Commissione, a compensazione centrale attraverso una CCP; chiede inoltre che, ai fini di una migliore classificazione, sia verificato, mediante un accertamento indipendente di un contratto di derivati OTC da parte di un revisore finanziario, se un'impresa non finanziaria possa continuare a stipulare contratti bilaterali;
16. chiede alla Commissione di conferire all'Autorità europea dei mercati e valori mobiliari (ESMA) un ruolo importante nell'autorizzazione delle camere di compensazione europee e ritiene utile affidarne la vigilanza alla medesima autorità, anche perché confluirebbero in un unico organismo le competenze in materia di vigilanza e perché il rischio associato ad una CCP sarà di portata transfrontaliera;
17. ritiene che l'accesso delle CCP ai fondi delle banche centrali contribuisca efficacemente alla sicurezza e all'integrità della compensazione;
18. insiste sulla necessità che CCP non siano interamente controllate dagli utenti, che i loro sistemi di gestione dei rischi non siano in competizione reciproca e che si prevedano norme per la vigilanza sui costi di compensazione; invita la Commissione ad occuparsi di tali aspetti nella sua proposta legislativa e a definire norme in materia di governance e proprietà per le camere di compensazione, per quanto riguarda in particolare l'indipendenza degli amministratori, i criteri di adesione e la vigilanza rigorosa delle autorità di regolamentazione;
19. rileva che le norme tecniche comuni relative a questioni quali il calcolo del margine e i protocolli per lo scambio di informazioni svolgeranno un ruolo importante per garantire alle CCP un accesso equo e non discriminatorio delle sedi di negoziazione autorizzate; rileva inoltre la necessità che la Commissione preli particolare attenzione al possibile sviluppo di differenze tecnologiche, pratiche discriminatorie e barriere operative che nuocciano alla concorrenza;
20. chiede che le norme di condotta e di accesso a disciplina delle CCP garantiscano l'accesso non discriminatorio alle sedi di negoziazione e che le prassi discriminatorie di determinazione dei prezzi figurino tra le questioni da affrontare;
21. sostiene l'introduzione di repertori per tutte le posizioni di derivati, distinte idealmente per categoria di attivo, e chiede che siano disciplinati e controllati dall'ESMA; chiede la definizione di regole procedurali vincolanti volte a evitare distorsioni della concorrenza e a garantirne la medesima interpretazione negli Stati membri e chiede altresì che, in caso di controversie, l'ESMA disponga di potere decisionale supremo; invita la Commissione a garantire che le autorità nazionali di vigilanza possano accedere in tempo reale ai dati granulari nei repertori relativi ai partecipanti al mercato con sede nella loro giurisdizione e ai dati relativi a potenziali rischi sistemici che potrebbero accumularsi nella loro giurisdizione, così come ai dati aggregati di tutti i repertori, tra cui quelli contenuti nei repertori ubicati in paesi terzi; rileva che i servizi forniti dai repertori dovrebbero essere soggetti a una tariffazione trasparente, in considerazione della loro funzione di pubblica utilità;
22. invita la Commissione a elaborare norme in materia di informazione per tutti i prodotti derivati coerentemente a quelle in corso di elaborazione a livello internazionale, a garantirne la trasmissione ai repertori centrali delle negoziazioni, alle CCP, alle borse e istituzioni finanziarie, nonché a consentire la consultazione dei dati da parte dell'ESMA e delle autorità nazionali di regolamentazione e, se del caso, dell'ESRB;
23. invita la Commissione a elaborare misure che consentano alle autorità di regolamentazione di fissare dei limiti per le posizioni, onde contrastare le fluttuazioni dei prezzi sproporzionate e le bolle speculative;
24. chiede alla Commissione di garantire in particolare che la valutazione di tutti i derivati non negoziati in borsa sia effettuata in modo indipendente e trasparente, evitando conflitti di interesse;
25. ritiene necessario chiarire accuratamente tutti i dettagli tecnici, in stretta collaborazione con le autorità nazionali di regolamentazione, in particolare per quanto riguarda le norme e la distinzione tra prodotti finanziari e non finanziari, e si compiace che la Commissione si sia

- già occupata della questione; chiede alla Commissione una tempestiva cooperazione con il Consiglio e il Parlamento;
26. appoggia l'intenzione della Commissione di istituire CCP soggette a norme concordate a livello europeo, sotto la sorveglianza dell'ESMA; chiede che i principali partecipanti al mercato non esercitino un controllo determinante sulla governance e la gestione del rischio delle CCP ma siano piuttosto inclusi nel consiglio di gestione dei rischi; ritiene, inoltre, che debbano essere proposti meccanismi intesi a contribuire in maniera utile al processo di gestione del rischio;
 27. insiste sulla necessità di disporre di norme di regolamentazione che garantiscano la resilienza delle CCP nei confronti di una più ampia gamma di rischi, ivi incluso il fallimento di più partecipanti, le vendite improvvise di risorse finanziarie e la rapida riduzione della liquidità del mercato;
 28. è del parere che la definizione delle tipologie di derivati, la creazione delle CCP, il registro per la trasparenza, i requisiti patrimoniali, l'istituzione di sedi di negoziazione indipendenti e l'utilizzo delle borse esistenti, le deroghe per le PMI e i dettagli tecnici dovrebbero essere disciplinati in stretta collaborazione tra le autorità nazionali di regolamentazione, le istituzioni internazionali e la futura autorità europea di vigilanza, l'ESMA;
 29. chiede pertanto di proporre chiare regole di condotta e le necessarie norme vincolanti per l'istituzione delle CCP (coinvolgimento degli utenti) e le loro procedure decisionali e relativi sistemi di gestione dei rischi; sostiene l'intenzione della Commissione di presentare un regolamento per disciplinare le sedi di negoziazione;
 30. sostiene l'intento della Commissione di prevedere esenzioni e requisiti patrimoniali meno rigorosi per i derivati bilaterali delle PMI ove siano a copertura di un rischio d'impresa sottostante, i derivati non siano rilevanti nel bilancio delle PMI e la relativa posizione non crei rischi sistemici;
 31. chiede, in via prioritaria, che i credit default swaps siano sottoposti ad una compensazione centrale indipendente e che sia trattato a livello centrale attraverso le CCP il maggior numero possibile di prodotti derivati; è del parere che taluni tipi di prodotti derivati che comportano rischi accumulati debbano, se del caso, essere autorizzati soltanto sub condizione o addirittura vietati caso per caso; ritiene in particolare che debba essere obbligatorio un livello sufficiente di capitale e di riserve per coprire i credit default swaps in caso di "evento creditizio";
 32. invita la Commissione a indagare urgentemente e approfonditamente sui livelli di concentrazione nei mercati di derivati OTC e in particolare nei credit default swaps, per garantire che non sussistano rischi di manipolazione del mercato o conflitti di interesse;
 33. invita la Commissione a formulare opportune proposte legislative intese a regolamentare le operazioni finanziarie con vendite allo scoperto di derivati, al fine di garantire la stabilità finanziaria e la trasparenza dei prezzi; è del parere che, nel frattempo, i credit default swaps debbano essere trattati da una CCP europea onde alleviare i rischi di controparte, rafforzare la trasparenza e ridurre i rischi generali;
 34. chiede che la protezione dei CDS sia esigibile soltanto allorché sia dimostrata l'esistenza di un'esposizione obbligazionaria sottostante, limitatamente all'ammontare di tale esposizione;
 35. ritiene che tutti i derivati finanziari connessi alle finanze pubbliche nell'Unione europea (tra cui i debiti sovrani degli Stati membri e i bilanci delle amministrazioni locali) debbano essere standardizzati e negoziati in borsa o su altre piattaforme di negoziazione regolamentate, onde promuovere la trasparenza del mercato dei derivati nei confronti del pubblico;
 36. chiede che siano vietate le operazioni con CDS non coperti da crediti sottostanti, che costituiscono operazioni puramente speculative che scommettono su crediti scoperti e determinano pertanto un rincaro artificiale delle assicurazioni sui crediti e, di conseguenza, un incremento dei rischi sistemici dovuti ad effettive perdite su crediti; chiede quanto meno che siano previsti periodi di sospensione prolungati in caso di vendite allo scoperto di titoli e prodotti derivati; invita la Commissione a prendere in considerazione, di concerto con i

partner internazionali, massimali in funzione dei rischi per i prodotti derivati e in particolare per i CDS;

37. ritiene che la Commissione debba esaminare il ricorso a di limiti di posizione per contrastare la manipolazione del mercato, in particolare allorché un contratto si avvicina alla scadenza ("squeezes" e "corners"); osserva che i limiti di posizione dovrebbero essere considerati strumenti normativi dinamici piuttosto che assoluti e dovrebbero essere applicati se necessario da autorità nazionali di vigilanza secondo linee guida stabilite dalla ESMA;
38. chiede che le posizioni di derivati, siano esse di istituti finanziari o non finanziari, al di sopra una certa soglia (determinata dall'ESMA) siano compensate a livello centrale da una CCP;
39. chiede che la prevista regolamentazione dei derivati includa norme relative al divieto di effettuare operazioni su materie prime e prodotti agricoli con finalità puramente speculative e l'imposizione di rigorosi limiti per le posizioni, con particolare riferimento alla loro eventuale incidenza sul prezzo dei generi alimentari di prima necessità nei paesi in via di sviluppo e sulle quote di emissione dei gas a effetto serra; chiede che l'ESMA e le autorità competenti abbiano la facoltà di far fronte efficacemente alle disfunzioni dei mercati dei derivati, ad esempio vietando temporaneamente la vendita allo scoperto di CDS o imponendo la liquidazione fisica dei derivati e fissando dei limiti per le posizioni onde evitare indebite concentrazioni di operatori in alcuni segmenti di mercato;
40. chiede che le future proposte legislative in materia di mercati dei derivati seguano un approccio funzionale secondo cui attività analoghe siano soggette a norme identiche o simili;
41. sottolinea la necessità di una regolamentazione europea dei prodotti derivati e invita la Commissione a coordinare per quanto possibile i propri interventi con i partner europei, onde pervenire a una regolamentazione il più possibile uniforme e concertata a livello internazionale; sottolinea l'importanza di evitare arbitrati regolamentari a causa di un coordinamento inadeguato;
42. invita a sostenere le iniziative del settore e a riconoscerne il valore, in quanto in alcuni casi possono dimostrarsi opportune quanto le iniziative legislative, integrandole.
43. auspica un approccio uniforme in Europa nell'intento di sfruttare i punti di forza di ogni centro finanziario e cogliere l'occasione offerta dall'attuale crisi per fare un passo avanti verso l'integrazione e lo sviluppo di un efficiente mercato finanziario europeo;
44. accoglie favorevolmente l'intenzione della Commissione di presentare, già a metà del 2010, proposte legislative in materia di compensazioni e repertori di negoziazione e di discuterne in tempo utile i dettagli tecnici con tutte le istituzioni nazionali e dell'Unione europea, in particolare con il Consiglio e il Parlamento in quanto colegislatori;
45. accoglie altresì con favore l'intenzione della Commissione di presentare proposte legislative in materia di CDS;
46. sottolinea l'importanza di valutare regolarmente l'efficacia della futura legislazione, di concerto con tutti i partecipanti al mercato, e di adeguare eventualmente i testi normativi;
47. chiede che la presente risoluzione sia attuata quanto prima;
48. rileva che non solo nel caso delle operazioni su materie prime e prodotti agricoli ma anche in quello delle quote di emissione dei gas a effetto serra, occorre assicurare un funzionamento trasparente del mercato e arginare le speculazioni; chiede a tale proposito di esaminare i massimali legati ai rischi inerenti a singoli prodotti.
49. incarica il suo Presidente di trasmettere la presente risoluzione al Consiglio, alla Commissione nonché alle autorità di regolazione nazionali e alla BCE.



EUROPEAN COMMISSION

Directorate General Internal Market and Services

FINANCIAL SERVICES POLICY AND FINANCIAL MARKETS

Financial markets infrastructure

PUBLIC CONSULTATION ON

DERIVATIVES AND MARKET INFRASTRUCTURES

Important comment: this document is a working document of the Internal Market and Services Directorate General of the European Commission for discussion and consultation purposes. It does not purport to represent or pre-judge the formal proposal of the Commission.

INTRODUCTION

On 3rd July 2009 the Commission adopted a Communication¹ on "Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets" which set out the problems identified in the OTC derivatives markets and the possible tools to address these problems. The Communication was accompanied by a detailed Staff Working Paper² describing the different characteristics of the various segments of the OTC derivatives market. Together with the publication of the Communication and Staff Working Paper, the Internal Market and Services Directorate General of the Commission launched a full consultation³ with different options on how to implement the policy tools envisaged in the Commission's Communication. The consultation was followed by a public hearing and high-level conference on 25th September 2009.

On 25th September 2009, G-20 leaders agreed⁴ that: "*All standardised OTC derivatives contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at latest. OTC derivatives contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements*".

On the basis of the above mentioned stakeholder consultation and following the subsequent G20 agreement, on 20th October 2009 the Commission adopted a second Communication⁵ on "Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets – Future Policy actions". These policy actions foresee, among others, legislation mandating central counterparty (CCP) clearing for a wide scope of eligible derivatives contracts, mandating reporting of OTC derivatives to trade repositories (TRs) and establishing the requirements that CCPs and TRs need to comply with to ensure their safety, soundness and efficiency.

The Commission is now in the process of finalising its draft legislative proposals. Before doing so, it needs to finalise its views on four specific issues:

- I. Clearing and risk mitigation of OTC derivatives;
- II. Requirements for Central Counterparties;
- III. Interoperability;
- IV. Reporting obligation and requirements for Trade Repositories:

The Commission services envisage that the necessary technical standards and guidelines will need to be developed by ESMA - in some instances with the cooperation of either the European Banking Authority or the ESCB.

Please also note that certain aspects concerning, inter alia, the division of purely institutional responsibilities between national and European authorities, including authorisation and supervision of CCPs, cooperation and information exchange between regulators, and surveillance of trade repositories are not part of this consultation.

¹ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0332:FIN:EN:PDF>

² http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/report_en.pdf

³ http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/derivatives/derivatives_consultation.pdf

⁴ http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf

⁵ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0563:FIN:EN:PDF>

References to 'competent authority' should therefore not be interpreted to indicate any particular arrangement. A technical reference glossary is provided at the end of this document to assist stakeholders in understanding the full meaning of the terms used.

This consultation is open until 10 July 2010. Responses should be addressed to markt-consultations-otc-derivatives@ec.europa.eu. The Commission services will publish all responses received on the Commission website unless confidentiality is specifically requested.

The responses to this consultation will provide important guidance to the Commission services to prepare a formal Commission proposal, which is currently scheduled for adoption in September 2010.

I. CLEARING AND RISK MITIGATION OF OTC DERIVATIVES

Introductory Comments

The Commission services have considered a number of approaches to implement the principles agreed at G20 level according to which *"All standardised OTC derivatives should be [...] cleared through central counterparties by end-2012 at least"*.

In translating the political message agreed by the G20 in technical terms, the Commission services are of the view that 'standardised' contracts should in practice concern those contracts that are eligible for clearing by a CCP, i.e. those contracts that a CCP is able to clear. Furthermore, not all cleared contracts are appropriate to be considered eligible for a clearing obligation to apply. The Commission services are therefore considering a process that takes into account all of the potential aspects of risks connected to mandatory clearing. This should be devised in such a manner as to ensure that a clearing obligation for OTC derivative contracts will in practice achieve its final objective of reducing risk in the financial system, rather than increasing risk.

In doing so, two approaches are suggested:

1) a *bottom-up* approach according to which a CCP decides to clear certain contracts and submits its proposal to the competent authority. The competent authority, will inform ESMA once it approves the CCP to clear such contracts. ESMA would then decide whether a clearing obligation should apply to those contracts;

2) a *top-down* approach according to which ESMA, together with the European Systemic Risk Board, would determine which contracts should potentially be subject to the clearing obligation, but for which a clearing facilities does not yet exist in practice. Both approaches are necessary because, on the one hand, meeting the G20 commitment cannot be left entirely to the initiative of the clearing industry. On the other hand, a regulatory check at European level of the appropriateness of certain arrangements is necessary before the clearing obligation enters into force .

1. Clearing obligation

The clearing obligation itself therefore needs to meet a number of requirements that need to be clearly reflected in EU-legislation:

- a) Financial counterparties should clear all eligible derivative contracts in the relevant CCPs listed in the register as referred to under paragraph b) of the "eligibility for the clearing obligation" section below.
- b) The clearing obligation should also apply to financial counterparties which enter into eligible derivative contracts with third country entities.
- c) For the purpose of complying with the clearing obligation under paragraph a), financial counterparties should become either a clearing member or a client (see glossary for definitions).

2. Eligibility for the clearing obligation

In order to determine the eligibility of contracts for a clearing obligation, it is important to have in place a clearly defined procedure in EU-legislation. The following four steps could be foreseen:

- a) A CCP must be authorised by the competent authority to clear a class of derivatives. The competent authority would then immediately notify ESMA of that authorisation.
- b) After receiving the notification, ESMA would decide within a fixed timeframe (i.e. six months) whether that class of derivatives should be eligible for the clearing obligation and any additional conditions that should apply, including the date from which the clearing obligation takes effect.

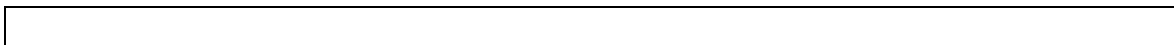
It would be important to ensure that the decisions taken by ESMA would be based on objective criteria aiming at systemic risk reduction. Before taking a decision, a public consultation, including all the relevant stakeholders, should be carried out by ESMA.

- c) The above-mentioned decision by ESMA would be promptly published in a register. This register would contain the eligible classes of derivatives and the CCPs authorised to clear them. ESMA would regularly update this register.
- d) On its own initiative and in consultation with the European Systemic Risk Board, ESMA would further identify those derivative contracts that should be included in its public register, but for which no CCP has yet received authorisation.

3. Access to a CCP

In order to give full effect to the clearing obligation, market participants must have full access to a CCP according to a clearly defined legal principle of access:

A CCP that has been authorised to clear eligible derivative contracts would have the obligation to accept clearing such contracts on a non-discriminatory basis, regardless of the venue of execution.



Questions:

What are stakeholders' views on the clearing obligation, the process to determine the eligibility of OTC derivative contracts for mandatory clearing, and its application? Do stakeholders agree that access from trading venues to CCPs clearing eligible contracts should be guaranteed?

4. Non-financial undertakings

An appropriate and balanced legislative approach for the (corporate) end-users of OTC-derivatives is critical in order to introduce, on the one hand, a reduction of risk in the financial system that does not tolerate regulatory arbitrage and, on the other, introduces a sensible system that reflects the economic and financial hedging needs of corporate end-users. Such an approach needs to provide clarity to end-users in EU-legislation and would be based on applying two thresholds in the following manner:

- a) Non-financial counterparties that take positions exceeding an information threshold would notify this to the competent authority designated in accordance with Article 48 of Directive 2004/39/EC. That competent authority may require information on the reasons for exceeding the threshold and regular reports on the positions in derivative contracts.
- b) Non-financial counterparties that take positions exceeding the clearing threshold would be subject to the clearing obligation for all their eligible derivative contracts.

Those abovementioned thresholds would be defined at a further stage taking into account the systemic relevance of the sum of net positions by counterparty per class of derivatives.

Question:

Do stakeholders share the general approach set out above on the application of the clearing obligation to non-financial counterparties that meet certain thresholds?

5. Risk mitigation techniques for non-cleared contracts

Importantly, not all OTC derivative contracts will be eligible for mandatory clearing and there will remain a portion of bespoke contracts. In order to ensure that the market understands and mitigates the risks in these contracts, EU-legislation would need to include specific principles and requirements in this respect.

Financial counterparties and non-financial counterparties exceeding the clearing threshold (see section 4 above) that enter into a derivative contract that is not cleared by a CCP would need to ensure that appropriate procedures and arrangements are in place to measure, monitor and mitigate operational and credit risk. In particular, they would need to have in place:

- (a) to the extent possible, electronic means ensuring the effective confirmation of the terms of the contract;
- (b) robust, resilient and auditable processes to monitor, where appropriate, the value of outstanding contracts, to reconcile portfolios, to manage the associated risk and to identify early and to resolve disputes between parties. The value of outstanding contracts must be measured on a mark-to-market basis. The risk management procedures must require timely and accurate exchange of collateral and appropriate and proportionate holding of capital.

Question:

Do stakeholders share the principle and requirements set out above on the risk mitigation techniques for bilateral OTC derivative contracts?

II. REQUIREMENTS FOR CENTRAL COUNTERPARTIES

Introductory Comments

The Commission services consider that robust arrangements, which are harmonized at EU-level, on risk controls and resources need to be applied to CCPs for them to continue to be considered safe and sound. It must in particular be ensured that CCPs will help contain risks in the market rather than potentially become a source of systemic risk themselves. Harmonization of these key requirements is essential at EU-level in view of the inherent cross-border nature of the activities of CCPs.

Under this section of the consultation document possible requirements for CCPs to be included in the forthcoming legislation are presented. The scope of these requirements cover the organisation of the business of a CCP – also addressing any incentive mismatches that may exist due to the ownership structure of a CCP – the segregation and portability of assets and positions, and the prudential requirements for a CCP.

1. Organisational Requirements

In line with existing requirement set out in EU financial services legislation the Commission services consider that a CCP should have robust governance arrangements, which include at least:

- a clear organisational structure;
- adequate policies and procedures;
- a business continuity policy and disaster recovery plan;
- a clear separation between the reporting lines for risk management and those for the other operations of the CCP;
- a remuneration policy which is consistent with and promotes sound and effective risk management and which does not create incentives to relax risk standards;
- information technology systems adequate to the complexity, variety and type of services and activities performed;

- the record keeping of all the records on the services and activity provided and all transactions it has processed;
- persons who effectively direct the business should be of sufficiently good reputation and experience so as to ensure the sound and prudent management of the CCP and at least one third, but no less than two, of its members are independent both from other board members and from clearing members;
- the competent authority should be informed about the identity of the shareholders and it should refuse authorisation if, taking into account the need to ensure the sound and prudent management of a CCP, it is not satisfied as to the suitability of the shareholders that have qualifying holdings (the general procedure established in Directive 2007/44/EC should apply)⁶.

In addition, the following detailed requirements would also be introduced:

2. Risk Committee

In order to measure and manage its risk-taking activities, each CCP should have in place an internal risk committee. This may also contribute to any disincentives arising from the structure of a user-owned CCP. The composition and functioning of the Risk Committee of a CCP should be subject to the following set of five important principles and requirements:

- a) A mandatory establishment of a Risk Committee, composed of representatives of its clearing members and independent administrators. The advice of the risk committee should be independent from any direct influence by the management of the CCP.
- b) The mandate, the governance arrangements to ensure its independence, the operational procedures, the admission criteria and the election mechanism of the risk committee should be clearly defined. The governance arrangements would be publicly available and would at least determine that the risk committee is chaired by an independent administrator, reports directly to the board and holds regular meetings.
- c) The risk committee would advise the CCP on any arrangements that may impact the risk management of the CCP, such as, but not limited to, a change in its risk model, the default procedures, the parameters for accepting clearing members or the clearing of new classes of instruments. The advice of the risk committee would not be required for the daily operations of the CCP or in emergency situations.
- c) The members of the risk committee should be bound by confidentiality. If the chairman of the risk committee determines that a member has an actual or potential conflict of interest on a particular matter then that member should not be entitled to receive any material relating to that matter.
- d) A CCP would promptly inform the competent authority of any decision in which it decides not to follow the advice of the risk committee.

⁶ The legislative details of such requirements will need to be consistent with those already enshrined in the Capital Requirements Directive 2006/48/EC and MiFID 2004/39/EC.

e) A CCP would allow the clients of clearing members to participate in the risk committee or alternatively, it should establish appropriate consultation mechanisms that ensure that their interests are adequately represented.

3. Conflicts of interest

A further set of clear principles and requirements would be needed to align any conflicts of interests within certain (e.g. user-owned) CCP.

a) A CCP should maintain and operate effective written organisational and administrative arrangements to identify and manage any potential conflicts of interest between itself, including its managers, employees, or any person directly or indirectly linked to them by control or close links and its clearing members or their clients or between them. It should maintain and implement adequate resolution procedures whenever possible conflicts of interest occur.

b) Where the organisational or administrative arrangements of a CCP to manage conflicts of interest are not sufficient to ensure, with reasonable confidence, that risks of damage to the interests of a clearing member or client will be prevented, it should clearly disclose the general nature and/or sources of conflicts of interest to the clearing member before accepting new transactions from that clearing member. If the client is not known to the CCP, the CCP should inform the clearing member whose client is concerned.

c) Where the CCP is a parent undertaking or a subsidiary, the written arrangements should also take into account any circumstances, of which the CCP is or should be aware, which may give rise to a conflict of interest arising as a result of the structure and business activities of other undertakings with which it has a parent undertaking or a subsidiary relationship.

d) The written arrangements should include the following:

- the circumstances which constitute or may give rise to a conflict of interest entailing a material risk of damage to the interests of one or more clearing members or clients;
- procedures to be followed and measures to be adopted in order to manage such conflicts.

e) A CCP should take all reasonable steps to prevent any misuse of the information maintained in its systems and shall prevent the use of that information held for other business activities. Sensitive information recorded in one CCP should not be used for commercial use by any other natural or legal person that has a parent undertaking or a subsidiary relationship with the CCP.

4. Outsourcing

A further set of requirements that the Commission services believe should be clearly regulated at EU-level concerns the need to lay down stringent principles and rules that ensure that a CCP continues to retain control over its functions and that they are not outsourced to third parties. The following three important principles and requirements would meet those concerns:

- a) The competent authority should ensure that when a CCP outsources operational functions or any services or activities, it remains fully responsible for discharging all of its obligations and complies, in particular, with the following conditions:
- it should not result in the delegation of its responsibility;
 - the relationship and obligations of the CCP towards its clearing members or where relevant their clients should not be altered;
 - the conditions for the authorisation of the CCP should not effectively change;
 - it should not prevent the exercise of supervisory functions;
 - it should not result in depriving the CCP from the necessary systems and controls to manage the risks it faces.
- b) The competent authority should require the respective rights and obligations of the CCP and of the service provider to be clearly allocated and set out in a written agreement.
- c) A CCP should make available on request all information necessary to enable the competent authority to assess the compliance of the performance of the outsourced activities.

5. Participation requirements

The following six clearly defined principles and requirements would also contribute in an important manner to an appropriately transparent and indiscriminate functioning of a CCP. These requirements would also meet concerns that may arise in view of the ownership structure of a CCP:

- a) A CCP should establish the categories of admissible clearing members and the admission criteria. These criteria should be non-discriminatory, transparent and objective so as to ensure fair and open access to the CCP and should ensure that clearing members have sufficient financial resources and operational capacity to meet the obligations arising from participation in a CCP. Criteria that restrict access should only be permitted to the extent that their objective is to control the risk for the CCP.
- b) A CCP should ensure that the application of the criteria referred to in paragraph a) is met on an on-going basis and shall have timely access to the information relevant for the assessment. A CCP should conduct, at least once a year, a comprehensive review of the compliance with these provisions by its clearing members.
- c) Clearing members that clear transactions on behalf of their clients should have the necessary additional financial resources and operational capacity to perform this activity. A CCP should be informed by its clearing members about the criteria and arrangements they adopt to allow their clients to access the services of the CCP.
- d) A CCP should have objective and transparent procedures for the suspension and orderly exit of clearing members that no longer meet the criteria referred to in paragraph a).

e) A CCP should only deny access to clearing members meeting the criteria referred to in paragraph a), if it is duly justified in writing and based on a comprehensive risk analysis.

f) A CCP may impose specific additional obligations on clearing members, such as, but not limited to, the participation in auctions of a defaulting clearing member's position. These additional obligations should be proportional to the risk brought by the clearing member and should not restrict participation to certain categories of clearing members.

6. Transparency

Finally, it is important in the view of the Commission services to complement the transparency of the operations of a CCP with clear obligations about disclosing its pricing structure, risks, and risk management. These requirements should be articulated in EU-legislation and should reflect the following four key obligations:

a) A CCP should publicly disclose the prices and fees associated with services provided. It should disclose separately the prices and fees of single services and functions provided, including discounts and rebates and the conditions to benefit from these reductions. It should allow its clearing members and, where relevant, their clients to access specific services separately.

b) A CCP should disclose to clearing members and clients the risks associated with the services provided.

c) A CCP should publicly disclose key information on its risk management model and assumptions adopted to perform the stress tests.

d) A CCP should publicly disclose the price information used to calculate its end of day exposures with its clearing members and the volumes of the cleared transactions for each class of instruments.

Questions:

Do stakeholders share the general approach set out above on organisational requirements for CCPs? In particular comments are sought on the role and function of the Risk Committee; whether the governance arrangements and the specific requirements are sufficient to prevent and manage potential conflicts of interest; stringent outsourcing requirements; and participation and transparency requirements?

Do stakeholders consider that possible conflicts of interests would justify specific rules on the ownership of CCPs? If so, which kind of rules?

7. Segregation and portability

A key lesson from the financial crisis has been the need to have greater transparency and legal certainty about the rules and requirements surrounding the segregation of assets and positions within CCPs and its clearing members. The following 5 clear principles and obligations would introduce much-needed improvement in this area:

- a) A CCP should keep records and accounts that shall enable it, at any time and without delay, to identify and segregate the assets and positions of one clearing member from the assets and positions of any other clearing member and from its own assets.
- b) A CCP should require each clearing member to distinguish and segregate in accounts with the CCP the assets and positions of that clearing member from those of its clients. A clearing member should allow its clients to have a more detailed segregation of its assets and positions. The CCP should publicly disclose the risks and costs associated with the different levels of segregation.
- c) On the basis of the level of segregation chosen by a client, the CCP should ensure that it is able to transfer on request at a pre-defined trigger event, without the consent of the clearing member and within a pre-defined transfer period its assets and positions to another clearing member. The latter should not be obliged to accept those assets and positions, unless it has entered into a previous contractual relationship in that respect.
- d) Provided that the client is not exposed to the default of the clearing member through which it has access to the CCP or of any other clients, the counterparty credit risk rules (0 exposure value) of the Capital Requirements Directive should apply⁷.
- e) The requirements under this heading should prevail over any conflicting laws, regulations and administrative provisions of the Member States that prevent the parties from fulfilling them.

Questions:

Do stakeholders share the approach set out above on segregation and portability?

8. Prudential Requirements

The need for harmonised prudential requirements for CCPs in the EU in view of their potentially systemic relevance to the stability of the financial sector has already been explained above. This section sets out the 11 critical areas (A-K) where such harmonisation should be introduced in order to permit CCPs to continue to be a source of stability rather than an increased source of risk. These areas are the backbone of the safety of CCPs and, ultimately, financial stability. In order of their critical importance

⁷ Annex III, Part 2, point 6 of Directive 2006/48/EC

these principles and requirements must be set out in clear detail. The principles and requirements that should be articulated in EU-legislation are the following:

A. Initial capital

- a) A CCP should have a permanent, available and separate initial capital of at least EUR [X] million.
- b) Initial capital should comprise capital and reserves and shall at all times be sufficient to ensure that it allows for an orderly wind-down or restructuring of the activities over an appropriate time span and that the CCP is adequately covered against operational and residual risks.

B. Exposure management

A CCP should measure and assess its exposure to each clearing member and, where relevant, to another CCP with whom it has concluded an interoperable arrangement, on a near to real time basis. A CCP should have access in a timely manner and on a non discriminatory basis to the relevant pricing sources to effectively measure its exposures.

C. Margin requirements

- a) A CCP should impose, call and collect margins to limit its credit exposures from its clearing members, and where relevant, from CCPs which have interoperable arrangements. These margins should be sufficient to cover potential exposures that the CCP estimates will occur until the liquidation of the relevant positions. They should be sufficient to cover losses that result from at least 99 per cent of the price movements over an appropriate time horizon and they should ensure that a CCP fully collateralises its exposures with all its clearing members, and where relevant, CCPs which have interoperable arrangements at least on a daily basis.
- b) A CCP should adopt models and parameters in setting its margin requirements that capture the risk characteristics of the products cleared and take into account the interval between margin collections, market liquidity and the possibility of changes over the duration of the transaction. The models and parameters should be validated by the competent authority.
- c) A CCP should call and collect margins on an intraday basis, at minimum when pre-defined thresholds are breached.
- d) A CCP should segregate the margins posted by each clearing member and, where relevant, by CCPs that have interoperable arrangements and should ensure the protection of the margins posted against the default of other clearing members, the institution where they are deposited, or of the CCP itself and from any other loss the CCP may experience.

D. Default fund

- a) A CCP should maintain a default fund to cover losses arising from the default, including the opening of an insolvency procedure, of one or more clearing members.
- b) A CCP should establish the minimum size of contributions to the default fund and the criteria to calculate the contributions of the single clearing members. The

contributions should be proportional to the exposures of each clearing member and should take into account the requirements under "other risk controls", in order to ensure that the contributions to the default fund at least enable the CCP to withstand the default of the clearing member to which it has the largest exposures or of the second and third largest clearing members, if the sum of their exposures is larger.

c) These provisions should not prevent a CCP to establish more than one default fund for the different classes of instruments it clears.

E. Other risk controls

a) In addition to the initial capital, a CCP should maintain sufficient available financial resources to cover potential losses that exceed the losses to be covered by margin requirements and the default fund. These resources may include any other clearing fund provided by clearing members or other parties, loss sharing arrangements, insurance arrangements, the own funds of a CCP, parental guarantees or similar provisions. These financial resources should be freely available to the CCP and should not be used to cover the operating losses.

b) A CCP should develop scenarios of extreme but plausible market conditions, which include the most volatile periods that have been experienced by the markets for which the CCP provides its services. The default fund referred above and the other financial resources referred to in paragraph a) should at any time enable the CCP to withstand the default of the three clearing members to which it has the largest exposures and should enable the CCP to withstand sudden sales of financial resources and rapid reductions in market liquidity.

c) A CCP should obtain the necessary credit lines or similar arrangements to cover its liquidity needs in case the financial resources at its disposal are not immediately available. Each clearing member, parent undertaking or subsidiary of the clearing member should not be able to provide more than 10 per cent of the credit lines needed by the CCP.

d) A CCP may require non-defaulting clearing members to provide additional funds in the event of a default of another clearing member. The clearing members of a CCP should have limited exposures toward the CCP.

F. Default waterfall

a) A CCP should use the margins of a defaulting clearing member prior to other financial resources in covering losses.

b) If the margins of the defaulting clearing member are not sufficient to cover the losses incurred by the CCP, the CCP should use the default fund contribution of the defaulting member to cover these losses.

c) A CCP should use contributions to the default fund and other contributions of non-defaulting clearing members only after having exhausted the contributions of the defaulting clearing member and, where relevant, the CCP's own funds referred to under other risk controls.

d) A CCP should not be allowed to use the margins posted by non-defaulting clearing members to cover the losses resulting from the default of another clearing member.

G. Collateral requirements

- a) A CCP should only accept highly liquid collateral with minimal credit and market risk to cover its exposure to its clearing members. It should apply adequate haircuts to asset values that reflect the potential for their value to decline over the interval between their last revaluation and the time by which they can reasonably be assumed to be liquidated. It should take into account the liquidity risk following the default of a market participant and the concentration risk on certain assets that may result in establishing the acceptable collateral and the relevant haircuts.
- b) A CCP may accept as collateral to cover its margin requirements, the underlying of the derivative contract or the financial instrument that originate the CCP exposure.

H. Investment policy

- a) A CCP should only invest its financial resources in highly liquid financial instruments with minimal market and credit risk. The investments should be capable of being liquidated rapidly with minimal adverse price effect.
- b) Financial instruments posted as margins should be deposited with operators of securities settlement system that ensure non discriminatory access to CCPs and the full protection of those instruments. A CCP should have prompt access to the financial instruments when required.
- c) A CCP should not invest its capital or the sums arising from the requirements above in its own securities or those of its parent undertaking.
- d) A CCP should take into account its overall credit risk exposures to individual obligors in making its investment decision and should ensure that its overall risk exposure to any individual obligor remains within acceptable concentration limits.
- e) Whenever allowed, a CCP should deposit the liquidity collected from its clearing members and necessary to ensure its normal functioning with the central banks of issue.

I. Default procedures

- a) A CCP should have procedures in place in the event a clearing member does not comply with the requirements laid down in this chapter within the time and according to the procedures established by the CCP. The CCP should outline the procedures to be followed in the event the insolvency of a clearing member in case the default is not established by the CCP.
- b) A CCP should take prompt action to contain losses and liquidity pressures resulting from defaults and should ensure that the closing out of any clearing member's positions does not disrupt its operations or expose the non-defaulting clearing members to losses that they cannot anticipate or control.
- c) The CCP should promptly inform the competent authority and the latter should immediately inform the authority responsible for the supervision of the defaulting clearing member if it considers that the clearing member will not be able to meet its future obligations and when it intends to declare its default.
- d) A CCP should establish that its default procedures are enforceable, taking into account the national insolvency laws applicable to the defaulting clearing member. It should take all the reasonable steps to ensure that it has the legal powers to liquidate the

proprietary positions of the defaulting clearing member and to transfer or liquidate the client's positions of the defaulting clearing member.

J. Review of models, stress testing and back testing

a) A CCP should regularly review the models and parameters adopted to calculate its margin requirements, default fund contributions, collateral requirements and other risk control mechanisms. It should subject the models to rigorous and frequent stress tests to assess their resilience in extreme but plausible market conditions and should perform back tests to assess the reliability of the methodology adopted. The CCP should inform the competent authority of the results of the tests performed and should obtain its validation before adopting any change to the models and parameters.

b) A CCP should regularly test the key aspects of its default procedures and take all the reasonable steps to ensure that all clearing members understand them and have appropriate arrangements in place to respond to a default event.

K. Settlement risk

a) A CCP should, when available, use central bank money to settle its transactions. If central bank money is not accessible, steps should be taken to strictly limit credit and liquidity risks.

b) A CCP should clearly state its obligations with respect to deliveries of financial instruments, including whether it has an obligation to make or receive delivery of a financial instrument or whether it indemnifies participants for losses incurred in the delivery process.

c) In the event that a CCP has an obligation to make or receive deliveries of financial instruments, the CCP should eliminate principal risk through the use of delivery versus payment mechanisms to the extent possible.

Questions:

Do stakeholders share the general approach set out above on prudential requirements for CCPs? In particular: what should be the adequate level of initial capital? Are exposures of CCPs appropriately measured and managed? Should the default fund be mandatory and what risks should it cover? Should the rank of the different lines of defence of a CCP be specified? Will the collateral requirements and investment policy ensure that CCPs will not be exposed to external risks? Will the provisions ensure the correct management of a default situation? Are the provisions above sufficient to ensure access to central bank liquidity without compromising central banks' independence?

9. Relations with third countries

The Commission Services consider that, in view of the global nature of the derivatives sector and clearing, it is necessary to consider an appropriate approach with regard to CCPs established in third countries wishing to provide clearing services to entities established in the EU.

In this respect, and building on existing procedures in EU-financial services legislation, the following approach could be considered:

A CCP established in a third country could be allowed to provide clearing services to entities established in the European Union, subject to certain criteria such as

- the CCP being authorised and subject to effective and stringent supervision and regulation in that third country;
- the Commission having adopted a decision recognising the legal and supervisory framework of that third country as equivalent to the regulatory framework of the European Union;
- the existence of appropriate co-operation arrangements between the relevant competent authorities

Questions:

Do stakeholders share the general approach set out above on the recognition of third country CCPs? Are the suggested criteria sufficient? Do stakeholders consider that additional criteria should be considered?

Do stakeholders agree with the extension of the clearing obligation to contracts cleared by third country CCPs to ensure global consistency?

III. INTEROPERABILITY

Introductory Comments

The Commission services note that Europe's post-trade sector remains fragmented along national lines. This undermines the efficiency of each national system, as economies of scale of what is effectively a European market are not optimally exploited by a system constrained by national borders. Nationally fragmented market infrastructures could make cross-border trades more costly.⁸ As a consequence, they do not adequately serve the Internal Market.

1. Interoperability

The right of interoperability would need to be clearly reflected in EU-legislation and could be based on the following 3 principles:

- a) A CCP could have the right to enter into an interoperable arrangement with another CCP, if the requirements below are fulfilled.

⁸ For a review, see European Commission (2006), Draft Working Document on post-trading activities, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_en.htm#draft

b) When establishing an interoperability arrangement with another CCP for the purpose of providing services to a particular trading venue, the CCP would have non discriminatory access to the data of that particular trading venue that it needs for the performance of its functions and to the relevant settlement system.

c) Any direct or indirect restriction to the right of interoperability, data feed access, and/or settlement system referred to in paragraphs a) and b) would be solely aimed at controlling the risk that might arise from an interoperability arrangement. Any denial of interoperability, data feed and/or settlement systems access would be justified in writing by the party receiving the request and would state the risk considerations on which the denial is based.

2. Managing risks arising from an interoperability arrangement

However, the Commission services also consider that interoperability between CCPs could be granted only when specific conditions are met, so as to insure that an interoperability arrangement does not add an unacceptable layer of risks to the CCPs concerned. The Commission services are of the view that the right to enter into an interoperability arrangement should at present be limited to cash instruments only. This does not imply any legal prohibition for other types of interoperability arrangements, but such arrangements are not covered by this Legislation: they will continue to be covered by the general Treaty freedoms of services and establishment).

For these reasons, the following core principles and requirements would need to be reflected:

a) CCPs that enter into an interoperability arrangement would need to put in place adequate policies, procedures and systems to effectively identify, monitor and manage the additional risks arising from the arrangement so that they would be able to meet their obligations in a timely manner.

- agree on their respective rights and obligations, including the applicable law governing their relationships.

- identify, monitor and effectively manage credit and liquidity risks so that a default of a clearing member of one CCP would not affect an interoperable CCP. If one of the CCPs with which an interoperability arrangement has been concluded would be in default, the terms of the arrangement should outline the process for managing the consequences of the default.

- identify, monitor and address potential interdependences and correlations that arise from an interoperability arrangement that may affect credit and liquidity risks related to, inter alia, clearing member concentrations, and pooled financial resources. In particular, they should have robust controls over the re-hypothecation of clearing members' collateral under the arrangement, if permitted by their competent authorities. The arrangement should outline how these risks have been addressed taking into account sufficient coverage and need to limit contagion.

b) If the risk management models used by the CCPs to cover their exposure to their clearing members as well as their reciprocal exposures are different, the CCPs would need to identify them, assess risks that may rise and take measures, including additional financial resources, that limit their impact on the interoperability arrangement as well as

their potential consequences in terms of contagion risks and ensure that these differences do not affect each CCP's ability to manage the consequences of the default of a clearing member.

3. Approval of interoperability arrangements

Prior regulatory approval by all the relevant authorities involved is deemed appropriate in order to give effect to an interoperability agreement. The procedure would need to be set out clearly.

Question:

Stakeholders' views are welcomed on the general approach set out above on interoperability and the principles and requirements on managing risks and approval.

IV. REPORTING OBLIGATION AND REQUIREMENTS FOR TRADE REPOSITORIES

Introductory Comments

The Commission services confirm that the most important role of trade repositories is to enable the collection and assembling of complete information on outstanding contracts. All the relevant authorities in the European Union should have unfettered access to that information to perform their statutory functions. In order to ensure this, different options can be considered with regard to *what* should be reported and to *whom*. These options are set-out below.

In view of the systemic relevance of trade repositories and in view of their mandatory use under this Legislation, certain minimum requirements to protect the data collected and to ensure access to them are necessary.

1. Reporting obligation

As regards a reporting obligation, there are two options that deserve attention. In order for them to be fully understood correctly, they require precise articulation as follows:

Option A

a) Financial counterparties would report the details of any derivative contract they have entered into and any modification, including termination, thereof to a registered trade repository. The details would be reported no later than the working day following the execution, clearing, modification or termination of the contract.

b) A financial counterparty would report the details of a derivative contract with a non-financial counterparty or any other entity also on behalf of the latter, unless these entities report these details themselves.

Option B

a) The details of every EU derivative contract, and any subsequent modifications, including termination, thereof would be reported by the contract's counterparties to a

registered trade repository. The details should be reported no later than the working day following the execution, clearing, modification or termination of the contract.

For both options

- c) If a registered trade repository is not capable of recording the details of a specific derivative contract, or if no registered trade repository exists for that type of contract, financial counterparties should report the details of their positions in those contracts to the competent authority.
- d) ESMA should develop draft technical standards to determine the details, type, format and frequency of the reports referred to for the different classes of derivatives. These should at minimum ensure that:
 - the parties to the contract and, if different, the beneficiary of the rights and obligations arising from it are appropriately identified;
 - the characteristics of the contract, including the underlying, the maturity and the value are reported.

2. Requirement for Registration of a Trade Repository

Registration of a trade repository is important for regulators and market participants to have the necessary clarity to whom reporting should be directed. Registration in the EU could follow the following principles and requirements:

- a) A trade repository must apply for registration for the purpose of the reporting obligation, provided that it is a legal person established in the European Union.
- b) The Registration must be effective for the entire territory of the European Union once the registration decision issued by ESMA has taken effect.
- c) A registered trade repository must comply at all times with the conditions for initial registration. A trade repository shall, without undue delay, notify ESMA of any material changes to the conditions for initial registration.

Options for registration of trade repositories

Three options can be envisaged to ensure that EU regulators have access to all the relevant information they need to carry out their tasks and responsibilities:

Option 1 – Trade Repositories located in the EU

Given the importance of accessing data recorded by trade repositories, European authorities might want to avoid to be subject to third countries laws and regulation to access to the necessary information they need for the performance of their functions. Measures taken in this respect will comply with European Union's obligations under any international agreements.

Under this option, registration of trade repositories would require the establishment of the latter in the European Union. Therefore third country trade repositories would need to

establish a subsidiary in the territory of the European Union if they want to be registered for the purpose of the reporting obligation.

Under this option, it would be necessary to ensure that registered trade repositories receive all the information that European authorities need to exercise their tasks. Therefore, option B above - all contracts with an EU reference entity - would need to apply.

Option 2 – Recognition of third country trade repositories

This option would ensure that market participants continue to report to existing global repositories and that European authorities can access such trade repositories for all the information they need relating to a particular asset class.

Under this option the process outlined above for the equivalence and recognition of third country CCPs would apply mutatis mutandis for trade repositories. In addition, the cooperation arrangement between ESMA and the third country competent authority shall ensure that European authorities have immediate access on an on-going basis to all information that they need for the exercise of their duties.

In case access to European authorities were to be restricted for whichever reason, the conditions for recognition and registration by ESMA would no longer be met. This would imply that if no other trade repository exists for that particular asset class, positions would need to be reported directly to the competent authority designated according to Article 48 of MiFID (see paragraph c of the reporting obligation).

Option 3 – European 'public' utility

In view of the public nature of the information held by trade repositories, consideration may be given to whether only public utilities should perform this function.

Under this option, registration of trade repositories for regulatory purposes would imply a 'public' status (the precise conditions would need to be established in legislation).

As for option 1, it would be important to ensure that such entities will receive all the necessary information that European authorities need, as suggested under option B of reporting obligation.

Questions:

What are stakeholders' preferred options on the reporting obligation and on how to ensure regulators' access to information with trade repositories? Please explain.

Requirements for trade repositories

Regardless of the preferred policy option (1, 2 or 3), a trade repository should have robust governance arrangements, which include at least:

- a clear organisational structure;
- adequate policies and procedures;
- a business continuity policy and disaster recovery plan;

- information technology systems adequate to the complexity, variety and type of services and activities performed;
- the fitness and properness of the persons who effectively direct the business;
- objective, non-discriminatory and publicly disclosed access and participation requirements;
- publicly disclosed and cost-related prices and fees.

In addition detailed requirements should also apply in respect of 3 important areas: a trade repository's operational reliability, safeguarding and recording, and transparency and data availability. The following principles and requirements would reflect this:

1. Operational reliability

- a) A trade repository should identify sources of operational risk and minimise them through the development of appropriate systems, controls and procedures. These systems should be reliable and secure, and have adequate capacity.
- b) A trade repository should establish, implement and maintain an adequate business continuity policy and disaster recovery plan aiming at ensuring the preservation of its functions, the timely recovery of operations and the fulfilment of the trade repository's obligations. This plan should at a minimum foresee the establishment of backup facilities.

2. Safeguarding and recording

- a) A trade repository should ensure the confidentiality and integrity of the information received.
- b) A trade repository should promptly record the information received and should maintain it for at least five years following the expiration of the relevant contracts. It should employ timely and efficient record keeping procedures to document changes to recorded information.
- c) A trade repository should calculate the positions per class of derivatives and by reporting entity from the details of the derivatives contracts reported to the trade repository.

3. Transparency and data availability

- a) A trade repository should publish aggregate positions by class of derivatives on the contracts reported to it.
- b) A trade repository should make available to ESMA, to the competent authorities supervising reporting undertakings and the relevant CCPs and to the central banks of the ESCB concerned the information they need.

Questions:

Do stakeholders share the general approach set out above on the requirements for trade repositories? In particular, are the specific requirements on operational

reliability, safeguarding and recording and transparency and data availability sufficient to ensure the adequate function of trade repositories and the adequate protection of the data recorded?

V. TECHNICAL REFERENCE GLOSSARY OF DEFINITIONS

This heading presents those terminological definitions that are necessary to interpret the previous sections of this consultative document.

'central counterparty (CCP)' means an entity that interposes itself between the counterparties to the contracts traded within one or more financial markets, becoming the buyer to every seller and the seller to every buyer and which is responsible for the operation of a clearing system;

'trade repository' means an entity that centrally collects and maintains the records of OTC derivatives;

'market infrastructure' means either a CCP or a trade repository;

'clearing' means the process of establishing settlement positions, including the calculation of net positions, and the process of checking that financial instruments, cash or both are available to secure the exposures arising from a transaction;

'derivatives' means financial instruments as defined by Annex I Section C numbers (4) to (10) of Directive 2004/39/EC;

'class of derivatives' means a number of derivative contracts that share common, essential characteristics;

'over the counter (OTC) derivatives' means derivative contracts whose execution does not take place on a Regulated Market as defined by Article 4(14) of Directive 2004/39/EC;

'eligible derivative contract' means an OTC derivative contract which belongs to a class of derivatives determined as eligible by ESMA in accordance with the eligibility for the clearing obligation procedure;

'EU derivative contract' means an OTC derivative contract involving at least one financial or non-financial counterparty or having as underlying an EU entity, country or variable;

'financial counterparty' means investment firms as defined in Directive 2004/39/EC, credit institutions as defined in Directive 2006/48/EC, insurance undertakings as defined in Directive 73/239/EEC, assurance undertakings as defined in Directive 2002/83/EC, reinsurance undertakings as defined in Directive 2005/68/EC, undertakings for collective investments in transferable securities (UCITS) as defined in Directive 2009/65/EC, institutions for occupational retirement provision as defined in Directive 2003/41/EC and alternative investment funds managers as defined in Directive 2010/.../EC;

'non-financial counterparty' means a legal entity established in the European Union other than financial counterparties;

'operational risk' means the risk of loss resulting from inadequate or failed internal processes, people and systems or from external events, and including legal risk;

'counterparty credit risk' means the risk that the counterparty to a transaction defaults before the final settlement of the transaction's cash flows.

'cash settlement risk' means credit and liquidity risks stemming from the use by a CCP of a credit institution as defined by Directive 2006/48/EC to effect settlement with its participants';

'interoperability' means two or more CCPs entering into an arrangement with one another that involves cross-system execution of transactions;

'central bank of issue' means the central bank issuing the reference currency of a cleared transaction;

'clearing member' means an undertaking which participates in a CCP and which is responsible for discharging the financial obligations arising from it;

'client' means an undertaking with a contractual relationship with a clearing member which enables the client to clear its transactions with that CCP;

'capital' means capital within the meaning of Article 22 of Directive 86/635/EEC in so far it has been paid up, plus the related share premium accounts, it fully absorbs losses in going concern situations, and in the event of bankruptcy or liquidation ranks after all other claims;

'reserves' means reserves within the meaning of Article 23 of Directive 86/635/EEC and profits and losses brought forward as a result of the application of the final profit or loss;

Questions:

Do stakeholders agree with the definitions set out above?

ITALY'S MINISTRY OF ECONOMY AND FINANCE

CONTRIBUTION TO THE EUROPEAN COMMISSION'S PUBLIC CONSULTATION ON DERIVATIVES AND MARKET INFRASTRUCTURES

General remarks

We welcome and support the initiative launched by the European Commission in view of establishing a future legislation on derivatives and market infrastructures to ensure level playing field, as well as to ensure investor protection and financial stability.

In order to achieve the core and overarching objective of preventing systemic risk and ensuring financial stability and to protect investors, the risk management principles applied to market infrastructures should be stringent; this should lead, where relevant, to “raising the bar” of the current risk management principles. Another important target is to ensure a consistent implementation of risk management principles throughout the EU, in order to ensure a level playing field among market infrastructures. Due to the global relevance of market infrastructures, it is also essential that the forthcoming EU legislation will be consistent with international standards in order to prevent regulatory arbitrage and contribute to ensuring a level playing field at the global level.

To that purpose, the EU framework should endeavour to develop efficient and sound risk management recommendations for market infrastructures capitalizing on the work already achieved by the ESCB and CESR and the work being performed by the CPSS and the IOSCO, notably the general review of standards applying to SSS, CCPs and TRs, which is in progress with the aim to strengthening the standards based on the lessons of the financial crisis.

The forthcoming EU legislation should provide for consistency with standards defined at the international level and for the ability to evolve smoothly over time in line with developments of such international standards. As a consequence, while it is important that EU legislation provides clear and specific definitions as well as a comprehensive risk management and organizational framework at the level 1, it should at the same time enable flexibility in setting and adapting

technical measures based on level 2 measures. This approach would also enable regulation to have the appropriate degree of granularity and technical detail. While the proposed requirements and principles on risk mitigation techniques for bilateral OTC derivatives contracts are rather generic in nature, the requirements for CCPs appear to be too detailed on aspects such as the default waterfall, risk committee, conflicts of interest, participation requirements, default fund and other risk controls.

Therefore, the forthcoming regulation should better not set in stone specific technical requirements for central counterparties; some flexibility is needed with reference to both business aspects and risk management processes that CCPs typically apply. In contrast, it appears that the envisaged requirements for trade repositories have an appropriate level of granularity and would suggest having the same level of specification also as regards the requirements for CCPs.

The revised CPSS/IOSCO Standards could be the basis for additional level 2 regulation.

In order to ensure consistency for the development and implementation of rules on oversight and regulatory process, the responsibility should not be assigned exclusively to the securities regulators, but should be complemented and balanced by the adequate and equal involvement of central banks. In fact, in recognition of the importance of both regulation and oversight, the CPSS-IOSCO recommendations share competences for regulation and oversight between securities commissions and central banks on equal footing.

Questions and answers

Questions:

What are stakeholders' views on the clearing obligation, the process to determine the eligibility of OTC derivative contracts for mandatory clearing, and its application? Do stakeholders agree that access from trading venues to CCPs clearing eligible contracts should be guaranteed?

Answer:

The introduction of a general clearing obligation for eligible OTC derivatives, as a way to promote the stability and transparency of the OTC derivatives market, is welcomed.

However, such clearing obligation should not hamper CCPs' capacity to handle safely and efficiently OTC derivative contracts.

Finally, it is recognised the importance of access from trading venues to CCPs for the implementation of a general clearing obligation; it should be underlined that such multiple access implies a number of operational complexities that a CCP should be prepared and able to handle.

Question:

Do stakeholders share the general approach set out above on the application of the clearing obligation to non-financial counterparties that meet certain thresholds?

Answer:

Any exemptions that may be envisaged for smaller and non-financial firms should be conservative, since there is the need of avoiding any loopholes that may undermine the effective implementation of a general clearing obligation.

However, the proposal of applying the general clearing obligation also to non-financial counterparties - provided these take positions above a threshold of systemic relevance - seems the most feasible. We believe that these thresholds should be specified in a more detailed technical secondary regulation.

Furthermore, in order to avoid regulatory arbitrage, solutions adopted at EU level should be consistent, to the maximum possible extent, to those currently being discussed in the US.

Question:

Do stakeholders share the principle and requirements set out above on the risk mitigation techniques for bilateral OTC derivative contracts?

Answer:

As a matter of principle, the regulatory treatment of OTC derivatives contracts should be comprehensive and internally consistent; therefore, a general clearing obligation needs to be complemented by adequate regulation for bilaterally cleared trades. Intermediaries should have appropriate incentives to clear trades centrally via CCPs, in particular through higher capital requirements for bilaterally cleared contracts.

Questions:

Do stakeholders share the general approach set out above on organisational requirements for CCPs? In particular comments are sought on the role and function of the Risk Committee; whether the governance arrangements and the specific requirements are sufficient to prevent and manage potential conflicts of interest; stringent outsourcing requirements; and participation and transparency requirements?

Do stakeholders consider that possible conflicts of interests would justify specific rules on the ownership of CCPs? If so, which kind of rules?

Answer:

CCPs should be subject to stringent transparency, outsourcing, participation and governance requirements. However, also in this case there is much room for the definition of further technical details to be left to level 2, which should significantly rely on international standards in these fields.

The advisory role of the Risk Committee should be stressed, in order to avoid any confusion in the allocation of responsibilities between the CCP management and the Risk Committee itself.

Although there is general support for the definition of suitability requirements relating to CCP ownership, specific rules imposing limits on CCPs ownership are not deemed necessary. The objective of preventing possible conflicts of interest can rather be achieved through sound and transparent governance arrangements.

Finally, the regulation of these aspects could be enhanced by the introduction of the power of competent national authorities to oppose to changes in the management and the ownership of CCPs, consistently with what established by the MiFID for regulated markets.

Question:

Do stakeholders share the approach set out above on segregation and portability?

Answer:

Requirements aimed at facilitating to the maximum extent the portability of assets, positions, and margins of clients - through an appropriate segregation regime - are strongly supported.

Questions:

Do stakeholders share the general approach set out above on prudential requirements for CCPs? In particular: what should be the adequate level of initial capital? Are exposures of CCPs appropriately measured and managed? Should the default fund be mandatory and what risks should it cover? Should the rank of the different lines of defence of a CCP be specified? Will the collateral requirements and investment policy ensure that CCPs will not be exposed to external risks? Will the provisions ensure the correct management of a default situation? Are the provisions above sufficient to ensure access to central bank liquidity without compromising central banks' independence?

Answer:

The general view is that CCPs should be subject to stringent risk control standards; the current Italian regulation on CCPs is shaped consistently with this overarching objective.

Although agreeing that the definition of the required amount of initial capital would be in level 1 legislation, it is advisable that the broaden aspect of CCPs' own resources (equity and reserves) would be dealt with at an appropriate technical level, taking into consideration the internationally agreed principles such as the forthcoming CPSS – IOSCO. It is also mostly advisable that the current level of initial capital and of the CCPs' own financial resources required in the different European jurisdictions would be taken into consideration, in order to avoid that in some circumstances the introduction of new legislation ultimately results in the possibility that CCPs lower them.

As far as margins are concerned, the provision on their segregation and investment is welcome; at the same time, as already envisaged by the ESCB-CESR recommendations, the new legislation should not prevent CCPs from using cash margin to face, in a safe and transparent way, their liquidity needs stemming from payment and settlement systems.

Given the importance of default funds as an additional protection for CCPs, these should be mandatory. Default funds should solely be intended to cover the risk of CCPs withstanding the default of the member with the largest exposure/the simultaneous default by more than one member, in extreme but plausible market conditions.

Questions:

Do stakeholders share the general approach set out above on the recognition of third country CCPs? Are the suggested criteria sufficient? Do stakeholders consider that additional criteria should be considered?

Do stakeholders agree with the extension of the clearing obligation to contracts cleared by third country CCPs to ensure global consistency?

Answer:

The general approach and suggested criteria on the recognition of third country CCPs are suitable. However, the process for recognition of third country equivalence should involve in an appropriate manner both securities authorities and central banks.

Question:

Stakeholders' views are welcomed on the general approach set out above on interoperability and the principles and requirements on managing risks and approval.

Answer:

Although recognizing the importance of interoperability for promoting the freedom of choice, competition and the integration of the European financial market infrastructures in general, in view of the complexities at stake, cautions can be expressed against establishing an absolute right of interoperability without a thorough evaluation of the operational risks which could arise. Therefore, due to operational risks (i.e. inadequacy of the available resources to implement and manage safely additional links), CCPs should have the possibility to deny interoperability arrangements.

It is much welcome the approach followed by the Commission not to set a predefined range of tools to manage the risks in interoperability, in particular, not to make additional financial resources a mandatory requirement.

Question:

What are stakeholders' preferred options on the reporting obligation and on how to ensure regulators' access to information with trade repositories? Please explain.

Answer:

The condition that all OTC derivatives trades should be reported to and collected by trade repositories is very much favoured, provided that unfettered access by competent authorities to the information stored in trade repositories is ensured.

If there is evidence and indication that the unfettered access to such information might be restricted and cannot be fully guaranteed as the result of the location of the relevant trade repository, the latter should be established in the EU, especially if it turns out that other possible options (e.g. a Memorandum of Understanding between the EU and the third country in which the trade repository is located, or a requirement for the trade repository to establish a back-up site) do not allow European authorities to have full control over the processes conducted and information stored by the trade repositories.

As a consequence of the reporting obligation envisaged by the Commission, TRs will dispose of all the information on OTC derivatives transactions. It is important to investigate the implications of this arrangement also from the perspective of competition and consider the regulatory and supervisory measures needed in order to prevent possible abuses.

Questions:

Do stakeholders share the general approach set out above on the requirements for trade repositories? In particular, are the specific requirements on operational reliability, safeguarding and recording and transparency and data availability sufficient to ensure the adequate function of trade repositories and the adequate protection of the data recorded?

Answer:

The overall level of granularity of the requirements for TRs appears to be reasonable.

Posizione del Parlamento europeo definita in prima lettura il 22 settembre 2010 in vista dell'adozione del regolamento (UE) n. .../2010 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce l'Autorità di vigilanza europea (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) (P7_TC1-COD(2009)0144)

IL PARLAMENTO EUROPEO E IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA,

visto il *trattato sul funzionamento dell'Unione europea* , in particolare *l'articolo 114* ,

vista la proposta della Commissione *europea* ,

visto il parere del Comitato economico e sociale europeo⁽¹⁾ ,

visto il parere della Banca centrale europea⁽²⁾ ,

deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria⁽³⁾ ,

considerando quanto segue:

(...)

HANNO ADOTTATO IL PRESENTE REGOLAMENTO:

(...)

Articolo 7

Standard tecnici *di regolamentazione*

1. **Se il Parlamento europeo e il Consiglio delegano alla Commissione i poteri di adottare standard tecnici di regolamentazione mediante atti delegati a norma dell'articolo 290 TFUE al fine di garantire un'armonizzazione coerente nei settori specificati negli atti legislativi di cui all'articolo 1, paragrafo 2, l'Autorità può sviluppare progetti di standard tecnici di regolamentazione.** L'Autorità presenta i suoi progetti di standard all'approvazione della Commissione.

Gli standard tecnici di regolamentazione sono di carattere tecnico, non implicano decisioni strategiche o scelte politiche e il loro contenuto è limitato dagli atti su cui si basano.

Prima di presentarli alla Commissione, l'Autorità effettua consultazioni pubbliche sui **progetti** di standard tecnici *di regolamentazione* e ne analizza i potenziali costi e benefici, **a meno che dette consultazioni e analisi siano sproporzionate in relazione alla portata e all'impatto dei progetti di standard tecnici di regolamentazione in questione o in relazione alla particolare urgenza della questione.** L'Autorità richiede inoltre il parere del gruppo delle parti in causa nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati di cui all'articolo 22.

Se l'Autorità presenta un progetto di standard tecnico di regolamentazione la Commissione lo trasmette immediatamente al Parlamento europeo e al Consiglio.

Entro tre mesi dal ricevimento di **un** progetto di **standard tecnico di regolamentazione** la Commissione decide se approvarlo o no. La Commissione può approvare i progetti di standard **tecnici di regolamentazione** in parte o con modifiche, se necessario per tutelare gli interessi dell'Unione .

Ove non **intenda** approvare i **progetti di standard tecnici di regolamentazione** o **intenda adottarli** in parte o modificandoli, la Commissione **li rinvia** all'Autorità, **fornendo le ragioni della mancata approvazione o, a seconda dei casi, delle modifiche apportate. Entro un periodo di sei settimane, l'Autorità può modificare i progetti di standard tecnici di regolamentazione sulla base delle modifiche proposte dalla Commissione e ripresentarli come parere formale alla Commissione. L'Autorità invia copia del parere formale al Parlamento europeo e al Consiglio.**

Se alla scadenza di tale termine l'Autorità non ha presentato un progetto di standard tecnico di regolamentazione modificato o ha presentato un progetto di standard tecnico di regolamentazione modificato in modo non coerente con le modifiche proposte dalla Commissione, questa può adottare lo standard tecnico di regolamentazione con le modifiche che ritiene pertinenti o respingerlo.

La Commissione può modificare il contenuto di un progetto di standard tecnico di regolamentazione elaborato dall'Autorità solo previo coordinamento con l'Autorità, come indicato nel presente articolo.

2. Nei casi in cui l'Autorità non abbia presentato un progetto di standard tecnico di regolamentazione entro il termine fissato negli atti legislativi di cui all'articolo 1, paragrafo 2, la Commissione può richiedere il progetto in questione entro un nuovo termine.

3. Solo nei casi in cui l'Autorità non presenti alla Commissione un progetto entro il nuovo termine stabilito di cui al paragrafo 2, la Commissione può adottare uno standard tecnico di regolamentazione mediante atto delegato senza un progetto dell'Autorità.

La Commissione effettua consultazioni pubbliche sui progetti di standard tecnici di regolamentazione e analizza i potenziali costi e benefici, a meno che dette consultazioni e analisi siano sproporzionate in relazione alla portata e all'impatto dei progetti di standard tecnici di regolamentazione interessati o in relazione alla particolare urgenza della questione. La Commissione chiede altresì il parere o la consulenza del gruppo delle parti in causa nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati contemplato all'articolo 22.

La Commissione trasmette senza indugio il progetto di standard al Parlamento europeo e al Consiglio.

Invia i progetti di standard tecnici di regolamentazione all'Autorità. Entro un periodo di sei settimane, l'Autorità può modificare i progetti di standard tecnici di regolamentazione e presentarli come parere formale alla Commissione. L'Autorità invia copia del parere formale al Parlamento europeo e al Consiglio.

Se alla scadenza delle sei settimane l'Autorità non ha presentato progetti di standard tecnici di regolamentazione modificati la Commissione può adottare gli standard tecnici di regolamentazione.

Se l'Autorità ha presentato progetti di standard tecnici di regolamentazione modificati entro il periodo di sei settimane la Commissione può modificare i progetti di standard tecnici di regolamentazione in base alle proposte dell'Autorità o adottare gli standard tecnici di regolamentazione con le modifiche che ritiene pertinenti. La Commissione può modificare il contenuto dei progetti di standard tecnici di regolamentazione elaborati dall'Autorità solo previo coordinamento con l'Autorità, come indicato nel presente articolo.

4. Gli standard tecnici di regolamentazione sono adottati tramite regolamento o decisione. Sono pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea ed entrano in vigore alla data in essi indicata.

Articolo 7 bis

Esercizio della delega

1. I poteri di adottare gli standard tecnici di regolamentazione di cui all'articolo 7 sono conferiti alla Commissione per un periodo di quattro anni dal ...⁽⁴²⁾. La Commissione riferisce riguardo ai poteri delegati al più tardi entro sei mesi dalla conclusione del periodo di quattro anni. La delega di poteri è automaticamente prorogata per periodi di identica durata, tranne in caso di revoca da parte del Parlamento europeo o del Consiglio ai sensi dell'articolo 7 quinquies.

3. Non appena adotta uno standard tecnico di regolamentazione, la Commissione ne dà notifica simultaneamente al Parlamento europeo e al Consiglio.

4. Il potere conferito alla Commissione di adottare standard tecnici di regolamentazione è soggetto alle condizioni stabilite agli articoli da 7ter a 7quinquies.

Articolo 7 ter

Obiezioni agli standard tecnici di regolamentazione

1. Il Parlamento europeo o il Consiglio possono sollevare obiezioni all'atto delegato entro un periodo di tre mesi dalla data di notifica dello standard tecnico di regolamentazione adottato dalla Commissione. Su iniziativa del Parlamento europeo o del Consiglio, detto termine è prorogato di tre mesi. Quando la Commissione adotta uno standard tecnico di regolamentazione invariato rispetto al progetto di standard presentato dall'Autorità, il periodo durante il quale il Parlamento europeo e il Consiglio possono sollevare obiezioni è di un mese dalla data di notifica; su iniziativa del Parlamento europeo o del Consiglio, detto termine è prorogato di un mese.

2. Se, allo scadere di tale termine, né il Parlamento europeo né il Consiglio hanno mosso obiezioni all'atto delegato, quest'ultimo è pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea ed entra in vigore alla data fissata nell'atto medesimo. L'atto delegato è pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea ed entra in vigore prima della scadenza di tale termine, se il Parlamento europeo e il Consiglio hanno entrambi informato la Commissione della loro intenzione di non sollevare obiezioni.

3. Se il Parlamento europeo o il Consiglio sollevano obiezioni a uno standard tecnico di regolamentazione, quest'ultimo non entra in vigore. Conformemente all'articolo 296 TFUE, l'istituzione che muove obiezioni allo standard tecnico di regolamentazione ne illustra le ragioni.

Articolo 7 quater

Mancata approvazione o modifica del progetto di standard tecnico di regolamentazione

1. Se la Commissione non approva il progetto di standard tecnico di regolamentazione o lo modifica in conformità dell'articolo 7 ne informa l'Autorità, il Parlamento europeo e il Consiglio motivando la decisione.

2. Se del caso, il Parlamento europeo o il Consiglio possono invitare entro un mese il Commissario competente, insieme al presidente dell'Autorità, a una riunione ad hoc della commissione competente del Parlamento europeo o del Consiglio, per presentare e illustrare le divergenze.

Articolo 7 quinquies

Revoca della delega

1. La delega di poteri di cui all'articolo 7 può essere revocata dal Parlamento europeo o dal Consiglio.

2. La decisione di revoca pone fine alla delega stessa. Essa è pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea.

3. L'istituzione che ha avviato una procedura interna per decidere l'eventuale revoca della delega di poteri si adopera per informarne l'altra istituzione e la Commissione entro un termine ragionevole prima di prendere una decisione definitiva, specificando i poteri di standard tecnico di regolamentazione che potrebbero essere oggetto della revoca.

Articolo 7 sexies

Standard tecnici di esecuzione

1. L'Autorità può sviluppare standard tecnici di esecuzione mediante atti di esecuzione a norma dell'articolo 291 TFUE nei casi specificati negli atti legislativi di cui all'articolo 1, paragrafo 2. Tali standard tecnici sono di natura tecnica, non implicano decisioni strategiche o scelte politiche e lo scopo del loro contenuto è quello di determinare le condizioni di applicazione di tale normativa. L'Autorità presenta i suoi progetti di standard all'approvazione della Commissione.

Prima di presentarli alla Commissione, l'Autorità effettua consultazioni pubbliche sui progetti di standard tecnici di esecuzione e analizza i potenziali costi e benefici, a meno che simili consultazioni e analisi non siano sproporzionate rispetto alla portata e all'impatto dei progetti di standard tecnici di esecuzione considerati o rispetto alla particolare urgenza della questione. L'Autorità chiede altresì il parere del gruppo delle parti in causa contemplato all'articolo 22.

Se l'Autorità presenta un progetto di standard tecnico di esecuzione la Commissione lo trasmette senza indugio al Parlamento europeo e al Consiglio.

Entro tre mesi dal ricevimento di un progetto di standard tecnico di esecuzione la Commissione decide se approvarlo o meno. Essa può prorogare detto termine di un mese e può approvare i progetti di standard tecnici di esecuzione solo in parte o con modifiche, se necessario per tutelare gli interessi dell'Unione.

Ove non intenda approvare un progetto di standard tecnico di esecuzione o intenda adottarlo in parte o modificandolo, la Commissione lo rinvia all'Autorità, fornendo le ragioni della sua mancata approvazione o, a seconda dei casi, delle modifiche apportate.

Entro un periodo di sei settimane, l'Autorità può modificare i progetti di standard tecnici di esecuzione sulla base delle modifiche proposte dalla Commissione e ripresentarli come parere formale alla Commissione. L'Autorità invia copia del parere formale al Parlamento europeo e al Consiglio.

Se alla scadenza di tale termine l'Autorità non ha presentato un progetto di standard tecnico di esecuzione modificato o ha presentato un progetto di standard tecnico di esecuzione modificato in modo non coerente con le modifiche proposte dalla Commissione, questa può adottare lo standard tecnico di esecuzione con le modifiche che ritiene pertinenti o respingerlo.

La Commissione può modificare il contenuto di un progetto di standard tecnico di esecuzione elaborato dall'Autorità solo previo coordinamento con l'Autorità, come indicato nel presente articolo.

2. Nei casi in cui l'Autorità non abbia presentato un progetto di standard tecnico di esecuzione entro il termine fissato negli atti di cui all'articolo 1, paragrafo 2, la Commissione può richiedere il progetto in questione entro un nuovo termine.

3. Solo nei casi in cui l'Autorità non presenti alla Commissione un progetto entro il termine stabilito di cui al paragrafo 2, la Commissione può adottare uno standard tecnico di esecuzione mediante atto di esecuzione senza un progetto dell'Autorità.

La Commissione effettua consultazioni pubbliche sui progetti di standard tecnici di esecuzione e analizza i potenziali costi e benefici, a meno che dette consultazioni e analisi siano sproporzionate in relazione alla portata e all'impatto dei progetti di standard tecnici di esecuzione interessati o in relazione alla particolare urgenza della questione. L'Autorità richiede inoltre il parere del gruppo delle parti in causa nel settore bancario di cui all'articolo 22.

La Commissione trasmette senza indugio il progetto di standard tecnico di esecuzione al Parlamento europeo e al Consiglio.

Invia i progetti di standard tecnici di esecuzione all'Autorità. Entro un periodo di sei settimane l'Autorità può modificare i progetti di standard tecnici di esecuzione e presentarli come parere formale alla Commissione. L'Autorità invia copia del parere formale al Parlamento europeo e al Consiglio.

Se alla scadenza delle sei settimane l'Autorità non ha presentato progetti di standard tecnici di esecuzione modificati la Commissione può adottare gli standard tecnici di esecuzione.

Se l'Autorità ha presentato progetti di standard tecnici di esecuzione modificati entro il periodo di sei settimane la Commissione può modificare i progetti di standard tecnici di esecuzione in base alle proposte dell'Autorità o adottare gli standard tecnici di esecuzione con le modifiche che ritiene pertinenti.

La Commissione può modificare il contenuto dei progetti di standard tecnici di esecuzione elaborati dall'Autorità solo previo coordinamento con l'Autorità, come indicato nel presente articolo.

5. Gli standard tecnici di esecuzione sono adottati tramite regolamento o decisione. Sono pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea ed entrano in vigore alla data in essi indicata.

Articolo 8

Orientamenti e raccomandazioni

1. Al fine di istituire pratiche di vigilanza uniformi, efficienti ed effettive nell'ambito del Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria, e per assicurare l'applicazione comune e uniforme della normativa **dell'Unione**, l'Autorità emana orientamenti e formula raccomandazioni indirizzate alle autorità competenti o ai partecipanti ai mercati finanziari.

1 bis. *L'Autorità effettua, se del caso, consultazioni pubbliche sugli orientamenti e sulle raccomandazioni e analizza i potenziali costi e benefici. Dette consultazioni e analisi sono proporzionate rispetto alla sfera d'applicazione, alla natura e all'impatto degli orientamenti o delle raccomandazioni. L'Autorità, se del caso, richiede inoltre il parere o la consulenza del gruppo delle parti in causa nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati di cui all'articolo 22.*

2. Le autorità competenti e i **partecipanti ai mercati finanziari** compiono ogni sforzo per rispettare gli orientamenti e le raccomandazioni

Entro due mesi dall'emissione di un orientamento o di una raccomandazione, ciascuna autorità di vigilanza nazionale competente conferma se rispetta o intende rispettare l'orientamento o la raccomandazione in questione. Nel caso in cui un'autorità competente non li rispetti o non intenda rispettarli, ne informa l'Autorità motivando la decisione.

L'Autorità pubblica l'informazione secondo cui l'autorità competente non rispetta o non intende rispettare gli orientamenti o la raccomandazione. L'Autorità può anche decidere, caso per caso, di pubblicare le ragioni fornite da un'autorità competente riguardo al mancato rispetto dell'orientamento o della raccomandazione in questione. L'autorità competente riceve preliminarmente comunicazione della pubblicazione.

Ove richiesto dall'orientamento o dalla raccomandazione in oggetto, i partecipanti ai mercati finanziari riferiscono, in maniera chiara e dettagliata, se si conformano o meno all'orientamento o alla raccomandazione in parola.

2 ter. *Nella relazione di cui all'articolo 28, paragrafo 4 bis, l'Autorità informa il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione in merito agli orientamenti e alle raccomandazioni che ha emesso, indicando quale autorità competente non vi abbia ottemperato e illustrando il modo in cui l'Autorità intende garantire che detta autorità competente si conformi in futuro ai suoi orientamenti e raccomandazioni.*