

**Gennaio 2012**

## **Gli strumenti derivati OTC: i nuovi scenari normativi**

*Avv. Ubaldo Caracino e Dott.ssa Tania Tassinari, Zitiello e Associati Studio Legale*

Riduzione del rischio di controparte, mitigazione del rischio operativo e maggiore trasparenza negli scambi aventi ad oggetto i contratti derivati negoziati al di fuori dei mercati regolamentati sono alcuni tra gli obiettivi cardine che la Commissione Europea si è prefissata di perseguire nel quadro di un ampio progetto di rafforzamento del sistema finanziario dell'Unione Europea ed in ossequio alle determinazioni concordate a livello internazionale.

Invero, per effetto della crisi che si è manifestata sui mercati finanziari a partire dal 2007, il dibattito internazionale sugli strumenti derivati OTC si è notevolmente intensificato, incentrandosi, in particolare, su quelle tipologie di contratti che, benché trattati al di fuori dei listini ufficiali, possono essere definiti come “standardizzati”. Taluni schemi contrattuali di derivati negoziati *over-the-counter* riflettono, infatti, canoni di strutturazione e meccanismi di funzionamento che hanno conseguito un comune riconoscimento nella prassi e che, in ragione del loro generalizzato impiego da parte degli operatori finanziari, hanno portato alla nascita di veri e propri mercati più o meno liquidi.

In tale contesto, il 25 settembre 2009 i leader del G-20, riuniti a Pittsburgh al fine di elaborare strategie per il rafforzamento dei mercati dei derivati, hanno convenuto che al più tardi entro la fine del 2012, tutti i contratti derivati OTC standardizzati dovranno essere trattati all'interno di mercati regolamentati o, se del caso, su sistemi o piattaforme alternative di negoziazione che facciano comunque ricorso a procedure di compensazione gestite da controparti centrali. Inoltre, tutte le transazioni aventi ad oggetto contratti derivati dovranno essere notificate a repertori di dati sulle negoziazioni.

Allo stesso tempo, è stato chiarito che gli operatori finanziari che continueranno a concludere contratti OTC su base bilaterale - laddove per tali contratti non sussistano i requisiti della standardizzazione e dell'obbligo di compensazione da parte di una *clearing house* a ciò deputata - dovranno soddisfare requisiti di patrimonializzazione più consistenti.

I medesimi principi sopra illustrati sono stati riaffermati nel giugno 2010 dai leader del G-20 riuniti a Toronto, incontro in occasione del quale gli esponenti dei paesi partecipanti si sono altresì proposti di accelerare l'attuazione di misure normative volte

ad accrescere la trasparenza e la vigilanza regolamentare sui derivati negoziati al di fuori dei listini ufficiali e caratterizzati da un elevato grado di standardizzazione.

In ossequio agli obiettivi condivisi a livello internazionale, la Commissione Europea ha compiuto un percorso di approfondimento e rivisitazione della materia dei derivati al fine di analizzare, da una parte, il ruolo rivestito dagli strumenti in questione nella propagazione della crisi finanziaria e, dall'altra, le azioni da intraprendere per accrescere la trasparenza del mercato dei derivati e rafforzare l'integrità e la vigilanza sullo stesso.

Le analisi ed i lavori condotti dall'Istituzione Comunitaria si sono concretizzati, quindi, in una proposta di regolamento sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali ed i repertori di dati sulle negoziazioni (di seguito anche la "Proposta di Regolamento" oppure il "Regolamento EMIR") la quale, pubblicata in data 4 novembre 2010, è stata sottoposta al vaglio del Parlamento Europeo ed approvata in prima lettura con alcuni emendamenti in data 5 luglio 2011.

La Proposta di Regolamento si prefigge di delineare un quadro normativo di riferimento per i contratti derivati OTC e tutti i soggetti che a vario titolo sono coinvolti nell'esecuzione di operazioni aventi ad oggetto tali strumenti, ossia le controparti centrali (il cui ruolo è quello di interporsi tra le controparti di un'operazione in derivati al fine di assicurarne il buon esito), i repertori di dati sulle negoziazioni (che fungono da archivi informativi sui contratti conclusi), le controparti finanziarie (cioè i soggetti professionalmente impegnati nel mondo della finanza in senso lato, ossia banche, SIM, assicurazioni, società di gestione del risparmio) e controparti non finanziarie (cioè tutte le imprese commerciali che non rientrano nella categoria delle controparti finanziarie e che, per esigenze connesse allo svolgimento delle attività imprenditoriali caratteristiche dalle medesime svolte, stipulano contratti derivati OTC).

Il Regolamento EMIR non individua puntualmente le classi di contratti derivati che possono essere definiti come "standardizzati", ma rimanda ad una disciplina tecnica di attuazione che dovrà essere emanata da parte della Commissione sulla base di linee guida regolamentari proposte dall'ESMA (auspicabilmente entro il 30 giugno 2012) nelle quali saranno forniti criteri orientativi per l'applicazione delle norme contenute nel Regolamento EMIR alle categorie di derivati contemplate dalla Direttiva MiFID (Allegato I, Sezione C, punti da 4) a 10)). Tali strumenti derivati standardizzati, quindi, una volta riconosciuti i relativi requisiti di ammissibilità al regime, dovranno essere sottoposti ad un sistema di compensazione gestito da una controparte centrale.

A tal proposito, la normativa comunitaria prevede due approcci. Il primo, di tipo ascendente ("*bottom-up*"), demanda alla controparte centrale il compito di selezionare i tipi di derivati OTC standardizzati relativamente ai quali intende espletare i propri servizi di compensazione e di richiedere all'autorità di vigilanza competente l'autorizzazione allo svolgimento degli stessi. Quest'ultima, una volta rilasciata la relativa autorizzazione, è tenuta ad informare prontamente l'ESMA. Tale organismo

deciderà poi se la categoria di derivati interessata è assoggettabile all'obbligo di compensazione mediante controparte centrale, nonché la data a partire dalla quale il sistema dovrà diventare effettivo ed efficace e se, ed in quali circostanze, tale obbligo di compensazione dovrà applicarsi ai contratti conclusi con soggetti di paesi terzi.

Con il secondo approccio, di tipo discendente (“*top-down*”), è l'ESMA che decide, in collaborazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CESR), quali contratti, tra quelli per i quali non sia già stata rilasciata un'autorizzazione, vadano invece sottoposti all'obbligo di compensazione mediante controparte centrale. La Commissione ha ritenuto che un regime regolamentare così articolato fosse opportuno affinché non venisse demandato unicamente al mercato l'individuazione dei contratti rilevanti ai fini dell'applicazione della normativa in questione.

Il Regolamento EMIR istituisce, peraltro, i c.d. “repertori di dati sulle negoziazioni”, ossia quegli organismi deputati a raccogliere ed immagazzinare su base centralizzata tutte le informazioni relative agli strumenti derivati OTC ed alle modifiche più significative intervenute nel corso della vigenza dei singoli contratti (ad esempio novazione e scioglimento). L'onere informativo andrà assolto dalla controparte centrale che è deputata a svolgere attività di compensazione sui contratti soggetti agli obblighi di *clearing*. Il compito di dettare la disciplina di dettaglio con riguardo, nello specifico, al tipo di informazioni, al formato e alla frequenza delle comunicazioni per le varie categorie di derivati, è attribuito alla Commissione, la quale dovrà attenersi ai progetti di *standard* tecnici che saranno elaborati dall'ESMA entro il 30 giugno 2012.

Nell'ambito della materia così riorganizzata, la Proposta di Regolamento prevede, poi, alcune esenzioni. In primo luogo, gli adempimenti concernenti il *clearing* su base centralizzata previsti dal regolamento comunitario non sono applicabili ai derivati OTC trattati prima della data in cui sia stato sancito il suddetto obbligo di compensazione ed a quelli negoziati fra società appartenenti al medesimo gruppo. Il Regolamento EMIR ha peraltro precisato che il mercato delle valute, in considerazione delle caratteristiche che lo contraddistinguono (l'elevato volume giornaliero delle transazioni, l'importanza delle operazioni eseguite da paesi terzi, il rischio di regolamento relativamente poco rilevante) merita di essere sottoposto ad un regime *ad hoc* che sia in grado di cogliere ed opportunamente modulare le specificità del settore.

La materia dei derivati si è peraltro arricchita di un ulteriore tassello regolamentare rappresentato dalle proposte di revisione della Direttiva MiFID (di seguito, la “Proposta di Direttiva MiFID II” o anche la “Direttiva MiFID II”), la quale è stata sottoposta ad un processo di riesame nell'intento di incrementare il grado di efficienza, stabilità e trasparenza dei mercati, con particolare riferimento ai sistemi di scambio aventi ad oggetto i derivati OTC.

Alla Direttiva MiFID II si accompagna, inoltre, una proposta di regolamento della Commissione Europea (di seguito anche la “Proposta di Regolamento MiFIR” o anche

il “Regolamento MiFIR”) nella quale si dettagliano nuovi obblighi di natura regolamentare applicabili alla negoziazione su strumenti derivati OTC.

L’impianto normativo rielaborato dall’Istituzione Comunitaria stabilisce che tutti gli strumenti derivati negoziati *over-the-counter*, caratterizzati da un sufficiente livello di liquidità e le cui negoziazioni possano essere soggette ad un sistema di regolamento secondo procedure standardizzate, siano trattati su mercati regolamentati, su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) oppure su sistemi organizzati di negoziazione (OTF).

Per quanto attiene al grado di liquidità “sufficiente” che concorre a far scattare l’obbligo di accentramento degli scambi nelle *trading venues* dichiarate eleggibili (mercati regolamentati, MTF o OTF), l’ESMA, nel fissare i requisiti tecnici applicativi, dovrà tener conto delle caratteristiche dei mercati di riferimento per ciascuna giurisdizione, i quali verranno valutati sulla base di alcuni parametri quali il numero e il tipo di partecipanti, l’entità e la frequenza media delle operazioni eseguite sugli stessi.

Il Regolamento MiFIR prevede inoltre l’estensione di requisiti di trasparenza *pre- e post-negoziazione* anche alle transazioni in strumenti derivati che vengono eseguite sui mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione oppure su sistemi organizzati di negoziazione. Tali adempimenti dovrebbero consentire al legislatore comunitario di eliminare le carenze informative in merito alla formazione dei prezzi ed al volume degli scambi sui contratti derivati OTC.

Non ricadono nel campo di applicazione dei requisiti di trasparenza *pre-trade e post-trade* quelle operazioni in derivati OTC concluse su base bilaterale che, in considerazione della loro significatività e specificità rispetto alle esigenze di una parte, non si propongono con una ricorrenza e sistematicità tali da richiederne l’accentramento presso un sistema di compensazione.

In ultimo, è opportuno sottolineare che il nuovo impianto regolamentare, imponendo lo svolgimento degli scambi sulle sedi di negoziazione ritenute idonee dall’autorità di vigilanza competente, si fonda necessariamente sulla presenza di una concorrenza efficiente fra i singoli mercati o piattaforme di *trading* abilitati, i quali non potranno rivendicare diritti esclusivi in relazione agli strumenti derivati OTC su cui eseguono gli scambi. La realizzazione di un’effettiva concorrenza tra i sistemi di negoziazione richiede che questi abbiano accesso non discriminatorio e trasparente alle varie controparti centrali chiamate a svolgere servizi di compensazione rispetto a quella categoria di derivati.

Al fine di scongiurare la realizzazione di pratiche discriminatorie, le controparti centrali dovranno, quindi, sempre accettare di compensare le varie transazioni eseguite su sedi di negoziazione che soddisfano i requisiti tecnico-operativi definiti dalle controparti centrali stesse; l’accesso potrà essere negato esclusivamente qualora i criteri stabiliti dall’autorità competente non risultino soddisfatti.