

Febbraio 2013

Dal G20 di Pittsburgh del 2009 al Regolamento EMIR

Simone Davini, Head of Legal & Corporate Affairs di Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, e Barbara Bandiera, Avvocato presso lo Studio legale Riolo Calderaro Crisostomo e Associati

Sommario: 1 - Il contesto; 2 - Regolamento EMIR: obiettivi perseguiti, destinatari, somiglianze con il Dodd-Frank Act; 3 - Lineamenti generali del Regolamento EMIR; 4 - Il collateral e il relativo parere del Comitato europeo per il rischio sistemico; 5 - Le norme tecniche di regolamentazione e di attuazione della Commissione europea del 19 dicembre 2012 e i recenti documenti pubblicati dall'ESMA; 6 - Cenni sulla normativa di prossima emanazione nell'Unione europea: MiFID II, MiFIR e CRD IV

1) Il contesto

La crisi finanziaria del 2008, come sottolineato nella relazione della Commissione europea inerente alla “Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni” del 15 settembre 2010, ha portato i derivati negoziati fuori borsa, cc.dd. *over-the-counter* – **OTC**, al centro dell’attenzione delle autorità di regolamentazione. Alcune vicende significative come 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 messo in luce le lacune del funzionamento del mercato dei derivati OTC.

In risposta alla situazione creatasi, la Commissione europea ha diffuso:

- la Comunicazione “*Guidare la ripresa in Europa*” datata 4 marzo 2009, con cui la stessa si è impegnata a presentare, sulla base di una relazione sui derivati e su altri prodotti strutturati complessi, iniziative idonee per aumentare la trasparenza e per affrontare i problemi connessi alla stabilità finanziaria;
- la Comunicazione “*Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi*” del 3 luglio 2009, riguardante l’analisi del ruolo ricoperto dai derivati nella crisi finanziaria, dei benefici e dei rischi associati al relativo mercato e dei mezzi per ridurre i rischi individuati.

Tali premesse hanno suggerito ai *leader* internazionali riunitisi nel G20, prima a *Pittsburgh* nel settembre 2009 e poi a Toronto nel giugno 2010, di concentrare i propri sforzi e il proprio impegno in un'opera di rafforzamento del sistema finanziario globale. Nello specifico, durante il G20 di *Pittsburgh*, al fine di elaborare strategie per il rafforzamento dei mercati dei derivati, si è convenuto che, al massimo entro la fine del 2012, tutti i contratti derivati OTC standardizzati (i derivati che soddisfano criteri di ammissibilità predefiniti, quale un elevato livello di liquidità) avrebbero dovuto essere negoziati in borsa o, se del caso, su piattaforme elettroniche di negoziazione e compensati mediante controparti centrali (“CCP”) (persone giuridiche che si interpongono tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari agendo come acquirenti nei confronti di ciascun venditore e come venditori nei confronti di ciascun acquirente), e che i contratti derivati OTC avrebbero dovuto essere segnalati a repertori di dati sulle negoziazioni (persone giuridiche che raccolgono e conservano in modo centralizzato le registrazioni sui derivati). Inoltre, i contratti non compensati a livello centrale avrebbero dovuto soddisfare requisiti patrimoniali più elevati. Nel giugno 2010, i *leader* del G20 riuniti a Toronto hanno riaffermato il loro impegno e si sono altresì proposti di accelerare l'attuazione di misure normative forti per accrescere la trasparenza e la vigilanza regolamentare dei derivati negoziati al di fuori dei listini ufficiali in maniera uniforme a livello internazionale e non discriminatoria.

Va segnalata, poi, la Comunicazione della Commissione europea del 20 ottobre 2009 recante ad oggetto “*Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future*”, con cui 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.

In conformità alle decisioni assunte anche in ambito internazionale, nell'Unione Europea sono stati decisi alcuni interventi finalizzati al miglioramento della regolamentazione e del funzionamento dei mercati, inclusi quelli dei derivati, per tutelarne l'integrità e la solidità. Per raggiungere tali obiettivi sono state presentate una serie di misure e di proposte di modifica della disciplina di settore a livello comunitario (alcune di esse delineate nel prosieguo), che trasformano in maniera sostanziale il quadro normativo esistente. All'interno di questo ampio progetto di rafforzamento finanziario rientra, tra l'altro, la definizione di alcune misure che impattano sul sistema di regolamentazione del mercato dei derivati, e che, dunque, interessano direttamente le imprese che utilizzano questo tipo di contratti per proteggersi dal rischio e le banche che offrono tale genere di prodotti.

2) Regolamento EMIR: obiettivi perseguiti, destinatari, somiglianze con il *Dodd-Frank Act*

Uno degli strumenti predisposti nell'ambito dell'Unione europea in grado di migliorare la trasparenza e la vigilanza dei mercati è il Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012 sugli strumenti derivati OTC, le

CCP ed i repertori di dati sulle negoziazioni, c.d. EMIR - *European Market Infrastructure Regulation* (“**Regolamento EMIR**”), pubblicato sulla Gazzetta ufficiale dell’Unione europea del 27 luglio 2012 e in vigore dal 16 agosto 2012, che si pone il fine di delineare un quadro normativo di riferimento per i contratti derivati OTC (il cui mercato non regolamentato - e quindi caratterizzato da scarsa trasparenza, dall’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 finanziaria) e per quei soggetti (a cui lo stesso si indirizza) che prendono parte ad operazioni aventi come sottostante i menzionati contratti. Il Regolamento EMIR, in particolare, si applica:

- alle CCP;
- ai partecipanti diretti delle CCP (imprese partecipanti a una CCP che si assumono la responsabilità di adempiere le obbligazioni finanziarie derivanti dalla partecipazione);
- alle controparti finanziarie (imprese di investimento autorizzate ai sensi della direttiva 2004/39/CE, enti creditizi autorizzati ai sensi della direttiva 2006/48/CE, imprese di assicurazione autorizzate ai sensi della direttiva 73/239/CEE, imprese di assicurazione autorizzate ai sensi della direttiva 2002/83/CE, imprese di riassicurazione autorizzate ai sensi della direttiva 2005/68/CE, OICVM e, se del caso, le loro società di gestione, autorizzate ai sensi della direttiva 2009/65/CE, enti pensionistici aziendali o professionali ai sensi dell’art. 6, lettera a), della direttiva 2003/41/CE e fondi di investimento alternativi gestiti da GEFIA autorizzati o registrati ai sensi della direttiva 2011/61/UE);
- ai repertori di dati sulle negoziazioni;
- alle controparti non finanziarie (imprese stabilite nell’Unione europea diverse dalle CCP e dalle controparti finanziarie) e alle sedi di negoziazione (sistemi gestiti da imprese di investimento o da gestori del mercato, diversi dagli internalizzatori sistematici, che consentono l’incontro al loro interno tra interessi di acquisto e di vendita relativi a strumenti finanziari, dando vita a contratti) nei casi previsti.

Il Regolamento EMIR fissa una serie di obblighi di compensazione e di gestione del rischio bilaterale per i contratti derivati OTC, obblighi di segnalazione per i contratti derivati e obblighi uniformi per l’esercizio delle attività delle CCP e dei repertori di dati sulle negoziazioni, che permetteranno di raggiungere un maggior livello di trasparenza e di conseguire una riduzione del rischio sistemico sul mercato dei derivati OTC. Alcuni esempi dei nuovi dettami previsti dal Regolamento EMIR riguardano per l’appunto l’introduzione dell’obbligo di compensazione dei contratti OTC standardizzati attraverso CCP (similmente a come accade sui mercati borsistici con le *clearing houses*) e l’istituzione di regole di contenimento del rischio per i contratti non soggetti al suddetto obbligo. In virtù di tali misure, tutti i contratti derivati OTC standardizzati sono

trattati all'interno di mercati regolamentati o su piattaforme elettroniche di negoziazione e sono compensati mediante CCP. Al contempo, gli operatori finanziari che continuano a concludere contratti OTC su base bilaterale, con il coinvolgimento di quelle tipologie di contratti che non possiedono i requisiti della standardizzazione e dell'obbligo di compensazione da parte di una *clearing house*, devono soddisfare dei requisiti di patrimonializzazione più stringenti.

Si precisa che la Commissione europea, la quale, come sopra visto, nel 2010 ha presentato la proposta inerente al Regolamento EMIR, ha ritenuto che il regolamento fosse lo strumento giuridico più idoneo per introdurre un obbligo generale a carico di tutti gli operatori di ricorrere alle CCP per la compensazione dei derivati OTC standardizzati e per assicurare che nell'Unione europea le CCP, che avrebbero assunto e concentrato di conseguenza importanti rischi, fossero soggette a norme prudenziali uniformi. Il regolamento era 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'Unione europea.

Pare interessante rammentare che il Regolamento EMIR è coerente con la legislazione sui derivati OTC adottata dagli Stati Uniti (il c.d. *Dodd-Frank Act*). La legge statunitense: (i) ha un ambito di applicazione sostanzialmente identico al Regolamento EMIR; (ii) contiene disposizioni analoghe al Regolamento EMIR, che impongono la segnalazione dei contratti derivati OTC e la compensazione dei contratti assoggettabili; (iii) fissa requisiti rigorosi per quanto concerne il patrimonio da detenere e le garanzie reali da costituire per i derivati OTC che continueranno ad essere compensati su base bilaterale; (iv) attua un quadro normativo per i repertori dei dati sulle negoziazioni e aggiorna il quadro normativo vigente sulle CCP; (v) come il Regolamento EMIR, prevede la successiva elaborazione di un certo numero di norme tecniche.

3) Lineamenti generali del Regolamento EMIR

Il Regolamento EMIR si compone di 91 articoli suddivisi nei nove Titoli qui di seguito indicati e dei quali viene illustrato in sintesi il contenuto, nonché di due allegati:

- Titolo I (Oggetto, ambito di applicazione e definizioni). L'art. 1 del Regolamento EMIR individua l'oggetto e il vasto ambito di applicazione dello stesso. Esso, infatti, nei primi due commi recita: *“Il presente regolamento fissa obblighi di compensazione e di gestione del rischio bilaterale per i contratti derivati over-the-counter (“OTC”), obblighi di segnalazione per i contratti derivati e obblighi uniformi per l’esercizio delle attività delle controparti centrali (“CCP”) e dei repertori di dati sulle negoziazioni. Il presente regolamento si applica alle CCP e ai loro partecipanti diretti, alle controparti finanziarie e ai repertori di dati sulle negoziazioni. Si applica altresì alle controparti non finanziarie e alle sedi di negoziazione nei casi previsti”*. Esenzioni sono espressamente previste per i membri del Sistema europeo delle banche centrali - SEBC, gli altri enti degli Stati membri che svolgono funzioni

analoghe e gli altri enti pubblici dell'Unione europea incaricati della gestione del debito pubblico o che intervengono nella medesima, e la Banca dei regolamenti internazionali. Salvo che per l'obbligo di segnalazione, il Regolamento EMIR non si applica nemmeno: (i) alle banche multilaterali di sviluppo; (ii) agli enti del settore pubblico che siano di proprietà delle amministrazioni centrali e usufruiscano di espliciti accordi di garanzia da parte di queste ultime; (iii) al Fondo europeo di stabilità finanziaria e al Meccanismo europeo di stabilità. L'art. 2 del Regolamento EMIR, invece, si sofferma sulle "definizioni", tra cui quelle di: CCP, repertorio di dati sulle negoziazioni, sede di negoziazione, controparte finanziaria, controparte non finanziaria e partecipante diretto, illustrate nei paragrafi precedenti. L'art. 3 del Regolamento EMIR, infine, è dedicato alle operazioni infragruppo, espressione con cui si fa riferimento alle operazioni tra due imprese che sono integralmente conglobate nello stesso consolidamento e assoggettate ad adeguate procedure centralizzate di valutazione, misurazione e controllo dei rischi;

- Titolo II (Compensazione, segnalazione e attenuazione dei rischi dei derivati OTC). Questa parte del Regolamento EMIR è, secondo la Commissione europea, di cruciale importanza per l'attuazione dell'obbligo di compensazione di tutti i derivati OTC standardizzati (contratti assoggettabili a compensazione mediante CCP) deciso dal G20. Più nel dettaglio, si prevede che le controparti compensino tutti i contratti derivati OTC appartenenti a una categoria di derivati OTC dichiarata soggetta all'obbligo di compensazione, se tali contratti soddisfano contemporaneamente le due condizioni ivi riportate: a) sono stati conclusi secondo una delle seguenti modalità: (i) tra due controparti finanziarie; (ii) tra una controparte finanziaria e una controparte non finanziaria che soddisfa le condizioni di cui all'art. 10, paragrafo 1, lettera b), del Regolamento EMIR (ossia, se la media mobile a trenta giorni lavorativi delle sue posizioni supera la soglia); (iii) tra due controparti non finanziarie che soddisfano le condizioni di cui all'art. 10, paragrafo 1, lettera b), del Regolamento EMIR; (iv) tra una controparte finanziaria o una controparte non finanziaria che soddisfa le condizioni di cui all'art. 10, paragrafo 1, lettera b), del Regolamento EMIR, e un soggetto stabilito in un paese terzo che sarebbe sottoposto all'obbligo di compensazione se fosse stabilito nell'Unione europea; o (v) tra due soggetti stabiliti in uno o più paesi terzi che sarebbero sottoposti all'obbligo di compensazione se fossero stabiliti nell'Unione europea, purché il contratto abbia un effetto diretto, rilevante e prevedibile nell'Unione europea o laddove tale obbligo sia necessario od opportuno per evitare l'elusione delle disposizioni del Regolamento EMIR; e b) sono stipulati o novati: (i) a partire dalla data di decorrenza dell'obbligo di compensazione; o (ii) a decorrere dalla data di comunicazione di cui all'art. 5, paragrafo 1, del Regolamento EMIR, ma anteriormente alla data di decorrenza dell'obbligo di compensazione se la durata residua dei contratti è superiore alla durata residua minima stabilita dalla Commissione europea. Viene stabilito, inoltre, che l'ESMA, *ex art. 6 del*

Regolamento EMIR, istituisca, tenga e aggiorni un registro pubblico per individuare correttamente e inequivocabilmente le categorie di derivati OTC soggette all'obbligo di compensazione, e che il registro pubblico venga messo a disposizione sul sito *web* dell'ESMA. L'obbligo di segnalazione, invece, è contemplato dall'art. 9 del Regolamento EMIR, il quale dispone che le controparti e le CCP debbano assicurare che le informazioni relative ai contratti derivati che hanno concluso e a qualsiasi modifica o cessazione del contratto siano trasmesse ad un repertorio di dati sulle negoziazioni. Le informazioni devono essere trasmesse al più tardi il giorno lavorativo che segue la conclusione, la modifica o la cessazione del contratto. Tale obbligo di segnalazione si applica ai contratti derivati stipulati prima del 16 agosto 2012 e ancora in essere a tale data e a quelli stipulati a decorrere dal 16 agosto 2012. Se il repertorio di dati sulle negoziazioni non è disponibile per la registrazione delle informazioni relative al contratto derivato, le controparti e le CCP devono provvedere a che tali informazioni siano segnalate all'ESMA. Di rilievo, oltre all'art. 10 del Regolamento EMIR sulle controparti non finanziarie (che assumono posizioni in contratti derivati OTC e tali posizioni superano la soglia di compensazione), è anche l'art. 11 del Regolamento EMIR sulle tecniche di attenuazione dei rischi dei contratti derivati OTC non compensati mediante CCP, il quale stabilisce che le controparti finanziarie e non finanziarie che stipulano un contratto derivato OTC non compensato mediante CCP debbano assicurare con la debita diligenza che siano messe in atto le disposizioni e le procedure opportune per misurare, monitorare e attenuare il rischio operativo e il rischio di credito di controparte, che prevedano almeno: a) la conferma tempestiva, con mezzi elettronici ove disponibili, delle condizioni del contratto derivato OTC interessato; b) processi formalizzati solidi, 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. Esso stabilisce altresì che: (i) le controparti finanziarie adottano procedure di gestione dei rischi che prevedano uno scambio di garanzie effettuato in modo tempestivo, accurato e con adeguata segregazione relativamente ai contratti derivati OTC stipulati a decorrere dal 16 agosto 2012. Le controparti non finanziarie di cui all'art. 10 del Regolamento EMIR adottano procedure di gestione dei rischi che prevedano uno scambio di garanzie effettuato in modo tempestivo, accurato e con adeguata segregazione relativamente ai contratti derivati OTC stipulati a decorrere dalla data di superamento della soglia di compensazione; (ii) le controparti finanziarie detengono un importo di capitale adeguato e proporzionato per gestire il rischio non coperto da un adeguato scambio di garanzie. Per ciò che concerne le sanzioni, il Regolamento EMIR dispone che gli Stati membri debbano stabilire le norme relative alle sanzioni da irrogare nell'ipotesi di violazione delle disposizioni dettate in materia di compensazione, segnalazione e attenuazione dei rischi dei derivati OTC, e adottare tutte le misure necessarie ad assicurarne l'applicazione. Le sanzioni devono includere almeno sanzioni amministrative ed

essere efficaci, proporzionate e dissuasive. Gli Stati membri, inoltre, devono assicurare che le autorità competenti responsabili della vigilanza delle controparti finanziarie e, se necessario, delle controparti non finanziarie rendano pubbliche tutte le sanzioni irrogate, salvo il caso in cui la loro divulgazione possa perturbare gravemente i mercati finanziari o arrecare un danno sproporzionato alle parti interessate. Gli Stati membri devono pubblicare con periodicità regolare relazioni sull'efficacia delle norme relative alle sanzioni applicate. Le informazioni divulgate e pubblicate non devono contenere dati personali;

- Titolo III (Autorizzazione e vigilanza delle CCP). Se una persona giuridica stabilita nell'Unione europea intende offrire servizi di compensazione come CCP, deve presentare domanda di autorizzazione all'autorità competente dello Stato membro in cui è stabilita (l'autorità competente della CCP). L'autorizzazione accordata è valida in tutto il territorio dell'Unione europea. Per ottenerla, le CCP devono avere un capitale iniziale permanente e disponibile di almeno 7,5 milioni di euro. Ogni Stato membro, poi, deve designare l'autorità competente incaricata di svolgere le funzioni previste dal Regolamento EMIR in materia di autorizzazione e vigilanza delle CCP stabilite sul proprio territorio e ne deve informare la Commissione europea e l'ESMA. Solo le CCP stabilite nei paesi terzi riconosciute dall'ESMA possono prestare servizi di compensazione ai partecipanti diretti o alle sedi di negoziazione stabiliti nell'Unione europea;
- Titolo IV (Requisiti delle CCP). Poiché il Regolamento EMIR instaura l'obbligo di compensazione mediante CCP per i derivati OTC, va prestata la massima attenzione alla solidità e alla regolamentazione delle CCP. Viene previsto che le CCP, tra l'altro, debbano: (i) dotarsi di solidi dispositivi di governo societario; (ii) istituire un comitato dei rischi; (iii) mantenere e applicare disposizioni organizzative e amministrative scritte efficaci per individuare e gestire ogni potenziale conflitto di interessi; (iv) adottare, attuare e mantenere una politica adeguata di continuità operativa e 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 CCP; (v) agire in modo corretto e professionale a tutela degli interessi dei partecipanti diretti e dei clienti (imprese legate a un partecipante diretto di una CCP da un rapporto contrattuale che consente loro di compensare le loro operazioni tramite la CCP interessata) e di una solida gestione dei rischi, quando fornisce servizi a tali partecipanti diretti e, se del caso, ai loro clienti; (vi) dotarsi di norme accessibili, trasparenti ed eque per il rapido trattamento dei reclami. Visto che sarà la controparte di tutte le posizioni, la CCP sopporta il rischio che una delle sue controparti fallisca. Analogamente, ogni controparte di una CCP sopporta il rischio che la CCP stessa fallisca. Pertanto, il Regolamento EMIR dispone che ogni CCP 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;

- Titolo V (Accordi di interoperabilità). L'interoperabilità costituisce uno strumento essenziale per realizzare l'integrazione effettiva del mercato europeo della *post*-negoziiazione. Tuttavia, l'interoperabilità può esporre le CCP a rischi aggiuntivi. Per questo motivo la conclusione di un accordo di interoperabilità è subordinata all'autorizzazione delle autorità competenti. Le CCP devono valutare e gestire prudentemente i rischi aggiuntivi derivanti dall'interoperabilità e dare assicurazioni alle autorità competenti sulla solidità dei sistemi e delle procedure adottate;
- Titolo VI (Registrazione e supervisione dei repertori di dati sulle negoziazioni). Il Regolamento EMIR 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. Questi ultimi, dunque, deterranno informazioni regolamentari che interessano un certo numero di autorità di regolamentazione. Considerato il ruolo centrale che hanno i repertori nella raccolta di informazioni regolamentari, vengono attribuite all'ESMA le competenze in materia di registrazione, revoca della registrazione e vigilanza dei repertori;
- Titolo VII (Requisiti dei repertori di dati sulle negoziazioni). I repertori di dati sulle negoziazioni sono soggetti a requisiti organizzativi e operativi e devono garantire una tutela e una trasparenza adeguate dei dati;
- Titolo VIII (Disposizioni comuni). Tale Titolo comprende le disposizioni concernenti il segreto professionale che deve essere mantenuto sulle informazioni riservate ricevute, scambiate o trasmesse a norma del Regolamento EMIR, nonché lo scambio di informazioni tra autorità competenti, ESMA, altre autorità interessate, altri organismi o persone fisiche e giuridiche, membri del Sistema europeo delle banche centrali – SEBC;
- Titolo IX (Disposizioni transitorie e finali). Entro il 17 agosto 2015, la Commissione europea deve riesaminare e redigere una relazione generale sul Regolamento EMIR, entrato in vigore il 16 agosto 2012, ossia il ventesimo giorno successivo alla sua pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea avvenuta il 27 luglio 2012.

4) Il *collateral* e il relativo parere del Comitato europeo per il rischio sistemico

L'art. 46, paragrafo 3, del Regolamento EMIR prevede che l'ESMA consulti il Comitato europeo per il rischio sistemico - CERS e altre autorità interessate in merito all'elaborazione di progetti di norme tecniche di regolamentazione in materia di garanzie ammesse dalle CCP, e, nello specifico, sui seguenti tre aspetti:

- a) i tipi di garanzie che potrebbero essere considerate altamente liquide;
- b) gli scarti di garanzia applicabili al valore delle attività;
- c) le condizioni alle quali le garanzie di banche commerciali possono essere accettate dalle CCP.

Il 26 giugno 2012, il CERS ha ricevuto dall'ESMA una richiesta di parere sulle questioni summenzionate.

Nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 22 settembre 2012 è stato pubblicato il *“Parere del Comitato europeo per il rischio sistemico, del 31 luglio 2012, presentato all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ai sensi dell'articolo 46, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, in merito all'idoneità delle garanzie accettate dalle controparti centrali”* (**“Parere”**).

Nonostante, il 19 dicembre 2012, la Commissione europea abbia adottato le norme tecniche di regolamentazione inerenti alle garanzie ammesse dalle CCP (Cfr. *“Commission delegated regulation (EU) No .../.. of 19.12.2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 with regard to regulatory technical standards on requirements for central counterparties”*), sulle quali il Parlamento europeo e il Consiglio non hanno sollevato obiezioni, sembra comunque di interesse delineare il contenuto del Parere:

- nel paragrafo n. 2 (*“Contesto economico”*), si legge che: (i) le CCP rappresentano snodi fondamentali del sistema finanziario e il loro ruolo è destinato ad ampliarsi ulteriormente con l'attuazione dell'iniziativa adottata nel 2009 dal G20 di *Pittsburgh*, volta ad accentrare la compensazione di tutti i contratti derivati standardizzati negoziati fuori borsa (OTC); (ii) l'uso potenziale degli scarti e dei margini applicati alle garanzie come strumenti macroprudenziali rappresenta un aspetto fondamentale; (iii) la capacità di tenuta delle CCP non deve in alcun modo essere compromessa;
- nel paragrafo n. 3 (*“Tipi di garanzie che potrebbero essere considerate altamente liquide”*), il CERS scrive che: (i) di norma il rischio paese è già esaminato nell'ambito della valutazione del rischio creditizio dell'emittente; (ii) per le CCP dovrebbe sussistere un elevato grado di certezza che la trasferibilità e il valore delle garanzie: non siano vincolati da diritti concorrenti a favore di terzi, siano assicurati mediante spossessamento del prestatore delle garanzie, non siano soggetti a rivalutazione in virtù della normativa applicabile ai titoli e alle garanzie a fronte di un'istanza del prestatore delle garanzie o di un terzo, non siano annullabili in virtù della normativa sull'insolvenza nazionale o di un paese terzo nell'ambito di una procedura concorsuale avviata nei confronti di un partecipante diretto o di un altro prestatore di garanzie; (iii) le CCP dovrebbero disporre di adeguate tutele giuridiche

e operative per assicurare un tempestivo utilizzo delle garanzie su base transfrontaliera; (iv) l'accettazione delle garanzie emesse dai partecipanti diretti dovrebbe essere subordinata al rispetto di determinate misure prudenziali; (v) sarebbe opportuno fissare limiti di concentrazione in linea con il *pool* delle garanzie; (vi) per garantire certezza giuridica e prevedibilità del mercato, la legislazione dovrebbe precisare se le CCP abbiano la facoltà di riutilizzare garanzie o accettare garanzie reimpegnate; (vii) l'idoneità delle garanzie e il loro utilizzo da parte delle CCP dovrebbero essere improntati a criteri di trasparenza; (viii) la legislazione sull'idoneità delle garanzie dovrebbe essere soggetta a un'attuazione prudente e a revisioni frequenti al fine di tenere debito conto del rischio sistemico;

- nel paragrafo 4 (“*Scarti applicabili alle garanzie*”), il CERS evidenzia che: (i) andrebbero definiti in modo prudente e fissati su livelli cautelativi atti a tutelare le CCP e a contenere gli effetti prociclici; (ii) sotto il profilo della stabilità finanziaria è auspicabile limitare le variazioni procicliche dei criteri di accettazione delle garanzie da parte delle CCP e degli scarti di garanzia applicati. Le prassi in materia di scarti di garanzia andrebbero formulate in modo da ridurre al minimo aumenti ampi e bruschi nei periodi di tensioni sul mercato; (iii) occorrerebbe inoltre predisporre procedure trasparenti e prevedibili di adeguamento degli scarti di garanzia a fronte di cambiamenti delle condizioni di mercato; (iv) sarebbe opportuno astenersi dall'utilizzare automaticamente i *rating* attribuiti dalle agenzie specializzate; (v) le CCP dovrebbero essere tenute a dimostrare all'autorità competente che non si avvalgono di nessun tipo di sistema automatico di adeguamento degli scarti, al fine di limitare gli effetti prociclici. La legislazione dovrebbe essere coerente con i principi del *Financial Stability Board* - FSB per la riduzione del ricorso ai *rating* delle agenzie;
- nel paragrafo 5 (“*Condizioni alle quali le garanzie di banche commerciali possono essere accettate*”), il CERS sottolinea che la legislazione dovrebbe definire una parte affidabile incaricata di detenere le attività a copertura delle garanzie di banche commerciali e che le garanzie di banche commerciali dovrebbero essere soggette a un utilizzo limitato e a un tasso di concentrazione inferiore rispetto a quello applicato ad altre garanzie idonee.

5) Le norme tecniche di regolamentazione e di attuazione della Commissione europea del 19 dicembre 2012 e i recenti documenti pubblicati dall'ESMA

Il Regolamento EMIR prevede che la Commissione europea adotti delle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione concernenti le CCP, la compensazione, la segnalazione, l'attenuazione dei rischi dei derivati OTC e i repertori di dati sulle negoziazioni.

A tal riguardo, si ricorda che l'ESMA, in data 25 giugno 2012, ha lanciato una pubblica consultazione sugli *standard* tecnici che definiscono gli aspetti applicativi del

Regolamento EMIR (*Consultation Paper: “Draft Technical Standards for the Regulation on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories”*) aventi l’obiettivo di:

- garantire la riduzione del rischio di controparte attraverso la definizione di uno schema procedurale per le compensazioni dei derivati;
- specificare le tecniche di mitigazione del rischio nel caso di derivati OTC non compensati in via centralizzata;
- fissare una serie di requisiti organizzativi, prudenziali e di comportamento per le controparti centralizzate;
- accrescere la trasparenza grazie a una serie di obblighi di *reporting* a carico dei cc.dd. *trade repositories* (repertori di dati sulle negoziazioni).

La scadenza per inviare le osservazioni al documento era il 5 agosto 2012. La versione finale di quest’ultimo, pubblicata il 27 settembre 2012, è stata presentata alla Commissione europea per l’approvazione, come previsto dal Regolamento EMIR, entro il 30 settembre 2012.

Occorre rammentare, inoltre, che, ai sensi dell’art. 16, paragrafo 3, del Regolamento EMIR, al fine di garantire l’applicazione coerente del citato articolo, l’Autorità bancaria europea - ABE, in stretta cooperazione con il Sistema europeo delle banche centrali e previa consultazione dell’ESMA, “*elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare i requisiti relativi a capitale, utili non distribuiti e riserve delle CCP (...). L’ABE presenta alla Commissione tali progetti di norme tecniche di regolamentazione entro il 30 settembre 2012*”. In data 26 settembre 2012, l’ABE ha pubblicato il documento “*EBA FINAL draft Regulatory Technical Standards on Capital Requirements for Central Counterparties under Regulation (EU) N. 648/2012*”, e ha altresì adottato un parere finalizzato ad aumentare la sensibilità della Commissione europea in merito all’evoluzione del mercato e alle prassi di vigilanza, temi che dovrebbero essere tenuti in considerazione in occasione di una futura revisione del Regolamento EMIR.

Il 19 dicembre 2012, poi, la Commissione europea ha adottato le seguenti norme tecniche di regolamentazione:

- “*Regulatory technical standards on capital requirements for central counterparties*”;
- “*Regulatory technical standards on requirements for central counterparties*”;
- “*Regulatory technical standards on indirect clearing arrangements, the clearing obligation, the public register, access to a trading venue, non-financial counterparties, risk mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a CCP*”;

- *“Regulatory technical standards on the minimum details of the data to be reported to trade repositories”*;
- *“Regulatory technical standards specifying the details of the application for registration as a trade repository”*;
- *“Regulatory technical standards specifying the data to be published and made available by trade repositories and operational standards for aggregating, comparing and accessing the data”*.

In pari data, la Commissione europea ha adottato anche le seguenti norme tecniche di attuazione:

- *“Implementing technical standards on requirements for central counterparties”*;
- *“Implementing technical standards on the minimum details of the data to be reported to trade repositories”*;
- *“Implementing technical standards specifying the details of the application for registration as a trade repository”*.

In relazione alle elencate norme di attuazione, si segnala che, sulla Gazzetta ufficiale dell’Unione europea del 21 dicembre 2012, sono stati pubblicati i seguenti regolamenti:

- *“Regolamento di esecuzione (UE) n. 1247/2012 della Commissione del 19 dicembre 2012 che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda il formato e la frequenza delle segnalazioni sulle negoziazioni ai repertori di dati sulle negoziazioni ai sensi del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni”*;
- *“Regolamento di esecuzione (UE) n. 1248/2012 della Commissione del 19 dicembre 2012 che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda il formato della domanda di registrazione come repertorio di dati sulle negoziazioni ai sensi del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni”*;
- *“Regolamento di esecuzione (UE) n. 1249/2012 della Commissione del 19 dicembre 2012 che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda il formato dei dati che le controparti centrali sono tenute a conservare ai sensi del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni”*.

Le suddette norme tecniche di regolamentazione e di attuazione rispettivamente entreranno in vigore e sono entrate in vigore il ventesimo giorno successivo alla loro

pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Esse sono obbligatorie in tutti i loro elementi e direttamente applicabili in ciascuno degli Stati membri dal giorno della loro entrata in vigore.

In particolare, le norme tecniche di attuazione sono state pubblicate sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea immediatamente dopo la loro adozione da parte della Commissione europea (Cfr. i Regolamenti di esecuzione nn. 1247, 1248 e 1249 del 19 dicembre 2012). Tuttavia le disposizioni delle norme tecniche di attuazione diventeranno efficaci dall'entrata in vigore delle connesse norme tecniche di regolamentazione.

Con riferimento a queste ultime, invece, va specificato che esse verranno pubblicate prossimamente sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno infatti solo recentemente reso nota la loro decisione di non sollevare obiezioni in merito alle stesse (decisione a cui non erano soggette le norme tecniche di attuazione).

Il 1° ottobre 2012, invece, l'ESMA ha pubblicato i seguenti documenti: “*2013 work programme*” e “*2013-2015 multi annual work programme*”, da cui si apprende che, nel corso del 2013, l'attenzione di tale autorità europea di vigilanza sarà concentrata, tra l'altro, sull'implementazione delle misure introdotte dal Regolamento EMIR.

Il 20 dicembre 2012, infine, l'ESMA ha avviato la consultazione sul seguente documento: “*Guidelines for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements*”. Essa è terminata il 31 gennaio 2013. Ai sensi dell'art. 54, comma 4, del regolamento EMIR, “*Entro il 31 dicembre 2012 l'AESFEM (ESMA) emana orientamenti o formula raccomandazioni per favorire valutazioni uniformi, efficienti ed efficaci degli accordi di interoperabilità, conformemente alla procedura di cui all'articolo 16 del regolamento (UE) n. 1095/2010. L'AESFEM elabora i progetti degli orientamenti o delle raccomandazioni previa consultazione dei membri del SEBC (Sistema europeo delle banche centrali)*”. Gli accordi di interoperabilità sono accordi tra due o più CCP che prevedono l'esecuzione intersistemica delle operazioni.

6) Cenni sulla normativa di prossima emanazione nell'Unione europea: MiFID II, MiFIR e CRD IV

Il Regolamento EMIR non esaurisce in sé la gestione delle domande aperte dai derivati OTC. Occorre ricordare altresì i seguenti provvedimenti di futura emanazione:

- la “*Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio*” (c.d. MiFID II), e la “*Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le*

controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni” (c.d. MiFIR). Il 20 ottobre 2011, la Commissione europea ha presentato le sue proposte di revisione della direttiva 2004/39/CE, c.d. MiFID - *Markets in Financial Instruments Directive*, entrata in vigore il 1° novembre 2007 e disciplinante la prestazione di servizi di investimento negli strumenti finanziari (attività di intermediazione finanziaria, consulenza, negoziazione, gestione del portafoglio, sottoscrizione, ecc.) da parte di banche e imprese di investimento nonché il funzionamento delle borse tradizionali e delle sedi di negoziazione alternative (cc.dd. sistemi multilaterali di negoziazione). Se è vero che la MiFID ha introdotto la concorrenza tra questi servizi e ha offerto agli investitori una scelta più ampia e prezzi più bassi, la crisi finanziaria ha messo in evidenza alcune carenze. Le proposte della Commissione europea, costituite, come sopra visto, da una direttiva e da un regolamento, mirano ad accrescere l'efficienza, la resistenza e la trasparenza dei mercati, nonché a rafforzare la protezione degli investitori. Il nuovo quadro normativo conferirà inoltre maggiori poteri di vigilanza alle autorità di regolamentazione e definirà regole di funzionamento chiare per tutte le attività di negoziazione;

- il pacchetto (regolamento e direttiva) noto anche con l'acronimo inglese CRD IV ("*Capital Requirements Directive*"), che si propone di rafforzare l'efficacia della regolamentazione sui requisiti in materia di fondi propri degli enti finanziari dell'Unione europea, migliorare la stabilità e contenere la prociclicità del sistema finanziario, allo stesso tempo preservando la competitività del settore bancario.