

## Derivati Otc, prove di regolamentazione

Il legislatore europeo punta sulle central counterparties e sui trade repositories per migliorare vigilanza e trasparenza delle negoziazioni. Ma non è certo che sia la strada giusta. Tra i rischi, disincentivo al monitoraggio dell'affidabilità delle controparti e aumento delle asimmetrie informative sul mercato

### **Paola Lucantoni**

Università di Roma Tor Vergata

[plucantoni@luiss.it](mailto:plucantoni@luiss.it)

A livello sistemico, la crisi finanziaria ha avuto origine nel comparto dei *Cdos*, *Mbss* e *Cdss* riferite a mutui ipotecari, spesso *subprime*, di cui il sistema finanziario, i *regulators* e le agenzie di *rating* hanno sottostimato i rischi. Con lo scoppio della bolla immobiliare e la progressiva caduta del valore delle *Mbss*, gli *haircuts* sono saliti e gli intermediari sono stati costretti a vendere i titoli per ridurre la propria leva finanziaria, contribuendo così a deprimere il valore dei *collaterals* e generando ulteriori perdite legate alle vendite successive. I presidi di vigilanza al tempo esistenti non hanno impedito di contenere il rischio sistemico e l'opacità del mercato ha ostacolato la piena trasparenza sulla esposizione globale dei intermediari, determinando un'improvvisa scarsità di liquidità e, di conseguenza, la stabilità dei mercati.

A livello globale, due i fari ipotizzati sulle nebbie del mercato dei derivati *Otc*, nel vertice di Pittsburgh, il 26 settembre 2009, dai *leaders* del G20: (i) compensazione dei contratti derivati *Otc* mediante *Central Counterparties* al fine di attenuare il rischio di credito di controparte e (ii) segnalazione di tutti i contratti derivati *Otc* a *Trade Repositories* con l'obiettivo di rafforzare la trasparenza del mercato e contenere il rischio sistemico.

La risposta è stata, negli Stati Uniti, la complessa normativa nel *Title VII* del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. In Europa, la regolamentazione *Emir* (*European Market Infrastructure Regulation*), che si snoda attorno a tre tipologie di provvedimenti: (i) il regolamento principale del 4 luglio 2012, n. 648, entrato in vigore il 17 agosto 2012; (ii) i tre regolamenti di esecuzione, n. 1247, 1248 e 1249, pubblicati in G.u.c.e. il 21 dicembre 2012; e i sei *Regulatory Technical Standards* predisposti dall'*Esma*, *Eba* o congiuntamente da *Esma*, *Eba* ed *Eiopa*, in attuazione degli obblighi nascenti dal regolamento *Emir*, e adottati dalla Commissione europea come regolamenti delegati di esecuzione, in particolare i nn. da 148/2013 a 153/2013, pubblicati il 23 febbraio 2013 e entrati in vigore il 13 marzo 2013.

Tre sono gli ambiti specifici della regolamentazione *Emir*: (i) l'obbligo di compensazione presso



**Financial Community Hub**

[www.fchub.it](http://www.fchub.it)

[info@fchub.it](mailto:info@fchub.it)

controparti centrali, c.d. *Central Counterparties (Ccps)*, per categorie individuate di strumenti finanziari derivati *Otc*, negoziati da intermediari finanziari o da controparti non finanziarie qualificate in relazione all'ammontare delle transazioni in derivati, disposto dall'art. 10, Reg. n. 648/2012; (ii) l'obbligo di compensazione del rischio su base bilaterale per i derivati non soggetti a compensazione, di cui all'art. 11, Reg. n. 648/2012; (ii) l'obbligo di segnalazione a repertori di dati sulle negoziazioni, c.d. *Trade Repositories (Trs)*, di tutte le informazioni concernenti le operazioni in derivati *Otc*, ai sensi dell'art. 10, Reg. n. 648/2012.

Impatterà sul mercato dei derivati *Otc* anche la normativa, in discussione nelle sedi europee, di revisione dell'impianto *Mifid*, e nota con le espressioni *Mifid II* e *Mifir*, e la regolamentazione c.d. *CrdIV*, che verrà ad incidere sull'adeguatezza patrimoniale e la liquidità degli intermediari.

In linea con gli abituali schemi di vigilanza utilizzati, a livello europeo, la disciplina *Emir* fissa, per le *Ccps*, dei requisiti soggettivi e delle regole di condotta nella prestazione dell'attività di compensazione (v. Reg. delegato n. 152 e 153 del 23 febbraio 2013). Quanto all'ambito soggettivo, sono tenute alla compensazione obbligatoria con *Ccps* le controparti finanziarie e le controparti non finanziarie qualificate sulla base del superamento della soglia di compensazione e del c.d. *hedging test* (art. 4 Reg. n. 648/2012). L'obiettivo è di estendere i presidi di vigilanza e trasparenza alle negoziazioni in derivati *Otc* di controparti non finanziarie che per quantità e per finalità delle relative posizioni in derivati *Otc* non rispondano ad esigenze di copertura dei rischi funzionalmente connesse all'attività principale.

La controparte non finanziaria è soggetta all'obbligo di compensazione per i contratti futuri solo se, ai sensi dell'art 10, comma 1, lett. b), Reg. n. 648/2012, la media mobile a trenta giorni lavorativi delle sue posizioni supera detta soglia. L'obbligo di verificare l'avvenuto superamento della soglia è applicabile dal 15 marzo 2013, data di entrata in vigore dei regolamenti delegati.

E' compito dell'*Esma*, entro sei mesi dal ricevimento della notifica di autorizzazione di una *Ccp* da parte dell'autorità competente, elaborare *technical standards* che disciplinano le categorie di derivati oggetto di compensazione e le relative date di decorrenza dell'obbligo, con indicazione dell'eventuale applicazione graduale, ai sensi dell'art. 5, par. 2, Reg. n. 648/2012.

L'approccio seguito dal legislatore europeo per l'individuazione della categoria di contratti soggetti a compensazione è duplice. Da un lato, con un approccio c.d. *bottom-up*, sono le controparti centrali ad individuare le categorie di derivati *Otc* che presentino caratteristiche di standardizzazione e di liquidità del mercato tali da renderle idonee alla compensazione centrale. In particolare, il procedimento si avvia con la presentazione, da parte delle *Ccps*, all'Autorità nazionale competente (*Cna*), della richiesta di autorizzazione ad effettuare il *clearing* di una determinata classe di derivati; la *Cna* comunica la decisione all'*Esma* che, dopo aver proceduto a una consultazione pubblica e aver consultato lo *Esrp* (*European Systemic Risk Board*) ha il potere di confermare questa scelta ed armonizzarla a livello europeo (v. art. 5, § 2, Reg. n. 648/2012). Con l'approccio *top-down*, è l'autorità di vigilanza europea a fissare i confini della categoria dei derivati oggetto di compensazione centrale. L'*Esma*, infatti, di propria iniziativa, dopo aver



proceduto a una consultazione pubblica e aver consultato lo *Esrb*, notifica alla Commissione le categorie di derivati che dovrebbero essere soggetti all'obbligo di compensazione ma per i quali nessuna *Ccp* ha ancora ottenuto l'autorizzazione.

Per i derivati *Otc* non soggetti a compensazione è, in particolare, prevista, dal Reg. delegato n. 149 del 23 febbraio 2013, l'applicazione di tecniche di mitigazione del rischio, note con le espressioni anglosassoni di *timely confirmation*, *portfolio reconciliation and compression*, *dispute resolution*, *marking-to-market and markig-to-model*, nonché requisiti operativi e di collateralizzazione.

Ai fini della *full disclosure* vengono estesi a tutti i derivati *Otc* (ma anche a quelli negoziati su mercati regolamentati) obblighi di comunicazione e deposito di tutte le informazioni concernenti le operazioni in derivati *Otc* a soggetti denominati «repertori di dati sulle negoziazioni», c.d. *Trade Repositories (Trs)*, che avranno compiti di raccordo con le autorità di vigilanza. Gli obblighi di segnalazione delle posizioni in derivati, che incombono sulle controparti finanziarie e non finanziarie, sono entrati in vigore dal 12 febbraio 2014. L'esercizio dell'attività di raccolta dati sulle negoziazioni è soggetta ad autorizzazione e le *Trs* sono soggette a vigilanza prudenziale sull'attività esercitata. A differenza delle *Ccps*, la vigilanza si sposta a livello europeo e l'autorità competente è l'*Esma*.

L'introduzione della regolamentazione *Emir* impatta di certo sulla trasparenza del mercato della negoziazione dei derivati *Otc* e offre alle autorità di vigilanza uno strumento efficace di monitoraggio del sistema attraverso la vigilanza sull'attività delle *Trs* e delle *Ccps*.

Restano però dei dubbi sull'efficienza della risposta del legislatore europeo. Dal lato formale, è evidente la complessità dell'impianto multilivello delle regolamentazione proposta al mercato. Da l'altro, resta il dubbio sostanziale sull'opzione legislativa di fondo di rendere obbligatorio un meccanismo di gestione del rischio e di trasparenza informativa, basato su *Ccps* e *Trs*, che tradisce forse una eccessiva fiducia nelle capacità autocorrettive del mercato fondate su decisioni razionali di investimento degli operatori. La compensazione centrale obbligatoria, poi, non sterilizza il rischio di controparte ma lo trasferisce in blocco alle *Ccps*. Sicché una vera riduzione del rischio di controparte si presenta solo in ipotesi di pluralità di *Ccps* operanti nella *post-negoziazione*.

Ma v'è di più. La presenza di una controparte centrale ai fini di compensazione delle singole posizioni se, da un lato, scongiura l'effetto domino legato al *default* di un singolo partecipante al mercato, trasferendo la perdita sugli altri partecipanti, da l'altro, potrebbe disincentivare il monitoraggio sull'affidabilità delle controparti. Con il duplice esito, inverso a quanto previsto dal legislatore, di (i) un drastico aumento della asimmetria informativa nei mercati con compensazione centralizzata rispetto a quella bilaterale dove la controparte finanziaria ha maggiori incentivi a valutare (e quindi prezzare) il rischio di controparte e (ii) dell'assegnazione alle *Ccps* dei derivati troppo rischiosi da compensare con relazioni bilaterali.

