

COMITATO EUROPEO PER IL RISCHIO SISTEMICO

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 10, paragrafo 4, 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'utilizzo da parte delle società non finanziarie dei derivati OTC

(CERS/2012/2)

(2012/C 286/09)

1. Quadro giuridico

- 1.1. L'articolo 10, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni ⁽¹⁾ prevede che l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM) consulti il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) e altre autorità interessate in merito all'elaborazione di progetti di norme tecniche di regolamentazione che specifichino: a) i criteri in base a cui stabilire per quali contratti derivati negoziati fuori borsa (*over the counter*, OTC) sia oggettivamente misurabile la capacità di attenuare i rischi direttamente legati alle attività commerciali o di finanziamento della tesoreria definite all'articolo 10, paragrafo 3; b) i valori delle soglie di compensazione al di sopra delle quali le società non finanziarie devono compensare tramite controparti centrali (CCP) i contratti derivati stipulati successivamente; tali soglie sono determinate tenendo conto dell'importanza sistemica della somma delle posizioni nette e delle esposizioni, per controparte e per categoria di derivati OTC.
- 1.2. Il 26 giugno 2012 il CERS ha ricevuto dall'ESMA una richiesta di parere sulle questioni summenzionate, con riferimento al documento di consultazione pubblicato il 25 giugno 2012 ⁽²⁾.
- 1.3. Ai sensi degli articoli 3, paragrafo 2, lettere b) e g), e 4, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico ⁽³⁾, il Consiglio generale del CERS ha adottato il presente parere, pubblicato in conformità all'articolo 30 della Decisione del Comitato europeo per il rischio sistemico, del 20 gennaio 2011, che adotta il regolamento interno del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS/2011/1) ⁽⁴⁾.

2. Contesto economico

- 2.1. I contratti derivati OTC sono utilizzati dalle società non finanziarie soprattutto a fini di copertura delle loro attività commerciali e di finanziamento della tesoreria. In linea di principio, la definizione di soglia di compensazione dovrebbe assicurare il raggiungimento dei seguenti obiettivi di *policy*.
 - a) Difendere fermamente l'integrità del mercato e garantirne la trasparenza. Un possibile punto di partenza per il legislatore potrebbe essere la necessità di assicurare, in un'ottica macroprudenziale, che una percentuale massima del totale delle operazioni in derivati con società non finanziarie venga compensata tramite controparti centrali, in modo da ridurre il rischio di controparte nel mercato. Altro aspetto a cui il legislatore potrebbe porre mente è quello di far sì che tutte le imprese esposte in strumenti derivati in una data percentuale del proprio bilancio complessivo ricevano un trattamento paritetico, indipendentemente dalle loro dimensioni.

⁽¹⁾ GU L 201 del 27.7.2012, pag. 21.

⁽²⁾ Documento di consultazione dell'AESFEM *Draft technical standards for the Regulation on OTC derivatives, CCPs and trade repositories*, disponibile sul proprio sito Internet all'indirizzo <http://www.esma.europa.eu>

⁽³⁾ GU L 331 del 15.12.2010, pag. 1.

⁽⁴⁾ GU C 58 del 24.2.2011, pag. 4.

- b) Tenere adeguatamente conto, nella base di calcolo della soglia, del valore totale degli strumenti derivati detenuti da una società non finanziaria, a prescindere dall'uso cui sono destinati. Sotto il profilo della stabilità finanziaria, il rischio origina dall'entità (relativa) della posizione in derivati, indipendentemente dalla loro finalità.
- 2.2. In alcuni segmenti di mercato (come quello delle materie prime) dove in passato operavano soprattutto società non finanziarie, l'utilizzo dei derivati OTC a fini speculativi, di investimento o di negoziazione ha assunto un ruolo preminente. Tale sviluppo è in parte riconducibile al cosiddetto processo di finanziarizzazione, che ha visto l'ingresso degli istituti finanziari su questi mercati. È quindi necessario affrontare con prudenza i rischi posti dal ricorso ai derivati da parte delle società non finanziarie.
- 2.3. Le definizioni di attività commerciale e attività di finanziamento della tesoreria dovrebbero essere il più possibile dettagliate e oggettive, in modo da non lasciare spazio a interpretazioni differenti o arbitraggio, dato che le conseguenze dell'aderenza o meno alla definizione potrebbero essere significative.
- 2.4. Dopo aver svolto un'attenta analisi⁽¹⁾, il CERS propone di basare il calcolo delle soglie su un metodo a due fasi, il cui obiettivo è difendere l'integrità del mercato e assicurarne la trasparenza, anziché proteggere gli interessi degli operatori economici. Scopo di tale metodo è anche far sì che si tenga adeguatamente conto dei rischi originati dagli strumenti derivati delle società non finanziarie.
- 2.5. Gli strumenti derivati detenuti ai fini delle attività commerciali e di finanziamento della tesoreria non sono privi di rischio poiché, ove il prezzo di tali strumenti non sia correttamente valutato, il livello di copertura può risultare inefficientemente ampio, con potenziali conseguenze sistemiche.
- 2.6. In un'ottica macroprudenziale è preferibile che la compensazione dei derivati delle società non finanziarie avvenga tramite le CCP con il pagamento dei corrispondenti margini, piuttosto che tramite servizi analoghi offerti dalle banche in cambio di una commissione. In effetti vi è la possibilità che le commissioni bancarie, le quali rappresentano essenzialmente risorse in uscita dalle società non finanziarie, non attribuiscono un prezzo adeguato al rischio, dal punto di vista sia delle banche, sia delle società stesse.

3. Definizioni

Definizione di attività commerciali e attività di finanziamento della tesoreria

- 3.1. Il CERS apprezza il lavoro svolto dall'ESMA nel definire le attività commerciali e di finanziamento della tesoreria e ne condivide sostanzialmente i risultati, fatte salve le condizioni seguenti.
- 3.2. La definizione di attività commerciali dovrebbe fare riferimento a specifiche voci di bilancio della società non finanziaria e, più precisamente, alle sue attività caratteristiche, in particolare scorte, debiti, crediti, immobili, impianti e macchinari. Le nozioni di «spesa in conto capitale» e «spese operative» andrebbero introdotte nella definizione di attività commerciali poiché, ai fini della definizione, un riferimento agli standard internazionali di rendicontazione finanziaria (International Financial Reporting Standards) può rivelarsi non ottimale. Il livello massimo di strumenti derivati connessi alle attività commerciali di una società non finanziaria dovrebbe essere pari al valore contabile dell'insieme di scorte, debiti, crediti, immobili, impianti e macchinari iscritti in bilancio.
- 3.3. La definizione di attività di finanziamento della tesoreria dovrebbe essere basata sul rendiconto finanziario della società non finanziaria e stabilire che tali attività siano limitate ai flussi di cassa generati durante l'anno dalle attività di finanziamento della società.

Definizione delle soglie di compensazione

- 3.4. Il CERS apprezza il lavoro svolto dall'ESMA nel definire le soglie di compensazione, fatte salve le condizioni seguenti.
- 3.5. Le soglie di compensazione inizialmente basse applicabili alle società non finanziarie dovrebbero essere improntate a chiari principi macroprudenziali, prevedendo la possibilità di rivederle successivamente verso l'alto se necessario.
- 3.6. Occorrerebbe trovare un punto di equilibrio fra la complessità del calcolo della soglia di compensazione e l'attenuazione dei rischi connessi ai derivati OTC detenuti dalle società non finanziarie.

⁽¹⁾ Cfr. la risposta pubblicata sul proprio sito dal CERS, *Macro-prudential stance on the use of OTC derivatives by non-financial corporations in response to a consultation by ESMA based on Article 10 of the EMIR Regulation* (<http://www.esrb.europa.eu>).

- 3.7. Bisognerebbe individuare un numero limitato di categorie di derivati OTC, ciascuna delle quali dovrebbe essere soggetta a requisiti diversi in termini di soglie di compensazione.
- 3.8. Sarebbe opportuno non definire soglie di compensazione per ciascuna controparte, poiché ciò accrescerebbe la complessità del regime senza comportare vantaggi sostanziali.
- 3.9. Nella definizione delle soglie di compensazione sarebbe preferibile fare ricorso ai valori lordi di mercato anziché ai valori nozionali, poiché ciò consentirebbe di fornire indicazioni più accurate del valore di mercato dei derivati detenuti dalle società non finanziarie e di affrontare in modo più rigoroso il rischio sistemico rappresentato da tali strumenti. Il calcolo delle soglie di compensazione andrebbe effettuato a scadenze fisse, lasciando alle autorità competenti la possibilità di aumentarne la frequenza nei periodi di crisi finanziaria.
- 3.10. La soglia di compensazione, soggetta a calibrazione secondo il metodo a due fasi illustrato nella sezione 4, relativa a ciascuna categoria di derivati OTC andrebbe definita come segue.

- a) Le società non finanziarie cui si applicano le soglie di compensazione sono suddivise in due sottoinsiemi in base ai seguenti criteri:

$$\frac{TD(x)}{CR(x)} > \delta \text{ e } \frac{TD(x)}{CR(x)} \leq \delta$$

dove:

- TD (x) è il valore lordo di mercato del complesso dei derivati detenuti dalla società non finanziaria x,
- CR (x) è il valore contabile del capitale e delle riserve della società non finanziaria x.

- b) Se il valore definito alla lettera a) supera il valore δ , la soglia di compensazione applicata alla società non finanziaria è pari a:

$$\frac{NCNTFD(x)}{GMVCD} > \varepsilon \text{ o } NCNTFD(x) > \varepsilon'$$

dove:

- NCNTFD (x) è il valore lordo di mercato dei derivati detenuti dalla società non finanziaria x non collegati alle attività commerciali e di finanziamento della tesoreria,
- GMVCD è il valore lordo di mercato per categoria di derivati OTC relativo a tutte le controparti, riportato nella base di dati della Banca dei regolamenti internazionali che raccoglie le statistiche sui mercati dei derivati OTC a livello mondiale.

- c) Se il valore definito alla lettera a) non supera il valore δ , la soglia di compensazione applicata alla società non finanziaria è pari a:

$$\frac{NCNTFD(x)}{GMVCD} > \gamma \text{ o } NCNTFD(x) > \gamma'$$

4. Calibrazione della soglia di compensazione secondo il metodo a due fasi

Il metodo a due fasi dovrebbe essere applicato come illustrato di seguito.

- a) Le società non finanziarie sono suddivise in due sottoinsiemi in base ai seguenti criteri:

$$\frac{TD(x)}{CR(x)} > 0,03 \text{ e } \frac{TD(x)}{CR(x)} \leq 0,03$$

- b) Con riferimento alle società non finanziarie per le quali il valore definito alla lettera a) supera lo 0,03, le soglie applicate a ciascuna categoria di derivati OTC sono:

$$\frac{\text{NCNTFD (x)}}{\text{GMVCD}} \times 1\,000\,000 > \varepsilon$$

- i) Soglia di compensazione per i derivati sul credito, $\varepsilon_A = 8,4$.
 - ii) Soglia di compensazione per i derivati su azioni, $\varepsilon_B = 9,4$.
 - iii) Soglia di compensazione per i derivati su tassi di interesse, $\varepsilon_C = 12,4$.
 - iv) Soglia di compensazione per i derivati su tassi di cambio, $\varepsilon_D = 13,4$.
 - v) Soglia di compensazione per i derivati su materie prime e altri derivati OTC, $\varepsilon_E = \beta_E = 9,4$.
- c) Con riferimento alle società non finanziarie per le quali il valore definito alla lettera a) non supera lo 0,03, le soglie applicate a ciascuna categoria di derivati OTC sono:

$$\frac{\text{NCNTFD (x)}}{\text{GMVCD}} \times 1\,000\,000 > \gamma$$

- i) Soglia di compensazione per i derivati sul credito, $\gamma_A = 25,2$.
 - ii) Soglia di compensazione per i derivati su azioni, $\gamma_B = 28,2$.
 - iii) Soglia di compensazione per i derivati su tassi di interesse, $\gamma_C = 37,2$.
 - iv) Soglia di compensazione per i derivati su tassi di cambio, $\gamma_D = 40,2$.
 - v) Soglia di compensazione per i derivati su materie prime e altri derivati OTC, $\gamma_E = 28,2$.
- d) Con riferimento alle società non finanziarie per le quali il valore definito alla lettera a) supera lo 0,03, le soglie applicate in termini di importi assoluti sono:

$$\text{NCNTFD (x)} > \varepsilon'$$

- i) Soglia di compensazione per i derivati sul credito, $\varepsilon'_A = 13$ milioni di EUR.
 - ii) Soglia di compensazione per i derivati su azioni, $\varepsilon'_B = 7$ milioni di EUR.
 - iii) Soglia di compensazione per i derivati su tassi di interesse, $\varepsilon'_C = 151$ milioni di EUR.
 - iv) Soglia di compensazione per i derivati su tassi di cambio, $\varepsilon'_D = 31$ milioni di EUR.
 - v) Soglia di compensazione per i derivati su materie prime e altri derivati OTC, $\varepsilon'_E = 16$ milioni di EUR.
- e) Con riferimento alle società non finanziarie per le quali il valore definito alla lettera a) non supera lo 0,03, le soglie applicate in termini di importi assoluti sono:

$$\text{NCNTFD (x)} > \gamma'$$

- i) Soglia di compensazione per i derivati sul credito, $\gamma'_A = 39$ milioni di EUR.
- ii) Soglia di compensazione per i derivati su azioni, $\gamma'_B = 20$ milioni di EUR.
- iii) Soglia di compensazione per i derivati su tassi di interesse, $\gamma'_C = 453$ milioni di EUR.
- iv) Soglia di compensazione per i derivati su tassi di cambio, $\gamma'_D = 92$ milioni di EUR.
- v) Soglia di compensazione per i derivati su materie prime e altri derivati OTC, $\gamma'_E = 48$ milioni di EUR.

Fatto a Francoforte sul Meno, il 31 luglio 2012

Il presidente del CERS

Mario DRAGHI