

**Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (EMIR) sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni**

COM(2011) 652 definitivo — 2011/0296 (COD)

(2012/C 143/14)

Relatore generale: **IOZIA**

Il Consiglio, in data 25 novembre 2011, e il Parlamento europeo, in data 15 novembre 2011, hanno deciso, conformemente al disposto dell'articolo 114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, di consultare il Comitato economico e sociale europeo in merito alla:

*Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento [EMIR] sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni*

COM(2011) 652 final - 2011/0296 (COD).

L'Ufficio di presidenza del Comitato economico e sociale europeo, in data 25 ottobre 2011, ha incaricato la sezione specializzata Mercato unico produzione e consumo di preparare i lavori in materia.

Vista l'urgenza dei lavori, il Comitato economico e sociale europeo, nel corso della 478a sessione plenaria dei giorni 22 e 23 febbraio 2012 (seduta del 22 febbraio), ha nominato relatore generale IOZIA e ha adottato il seguente parere con 99 voti favorevoli e 5 astensioni.

## 1. Conclusioni e raccomandazioni

1.1 Il Comitato economico e sociale europeo (CESE) apprezza la proposta di regolamento della Commissione e auspica che venga approvata in tempi brevi, nel senso di rendere più efficace la tutela dei risparmiatori e di adottare gli stessi principi ivi contenuti per tutti gli strumenti finanziari <sup>(1)</sup>.

1.2 Il CESE ritiene che con la proposta di regolamento si sia colto l'obiettivo di:

- aumentare la trasparenza delle operazioni e le informazioni alle Autorità preposte di dati sulle transazioni;
- rendere la negoziazione obbligatoria degli strumenti derivati in sedi organizzate;
- facilitare la rimozione degli ostacoli all'accesso non discriminatorio ai servizi di compensazione;
- aumentare la sorveglianza degli strumenti finanziari e delle posizioni in strumenti derivati;
- realizzare il controllo delle prestazioni di servizi finanziari da parte di imprese di paesi terzi senza una succursale nella UE;
- controllare e ridurre l'impatto dei metodi di negoziazione automatica ed algoritmica.

1.3 Il presente regolamento determina un aumento della trasparenza del mercato e adotta alcune misure che riducono la

frammentazione. Avere applicazioni uniformi delle normative evita il rischio, molto alto nei mercati finanziari, di arbitraggio normativo e pertanto gli utenti finali avranno un vantaggio per l'attesa riduzione dei costi delle transazioni (almeno in teoria).

1.4 La Commissione dovrebbe mettere bene in risalto nelle proposte legislative che presenta, quali sono i vantaggi per i diversi soggetti interessati dalla normativa: utenti individuali dei servizi finanziari, piccole e medie imprese, operatori, pubblica amministrazione.

1.5 Un aspetto di carattere generale che la Commissione dovrebbe sostenere con convinzione è un programma di Educazione finanziaria. Il CESE, ha rilanciato recentemente l'argomento con un suo parere di iniziativa <sup>(2)</sup>.

1.6 Anche se i costi derivanti dal nuovo regolamento non appaiono così rilevanti, il CESE esprime perplessità circa il possibile effetto sui costi macro-economici che interesseranno il sistema finanziario e che non appaiono ben considerati nella valutazione d'impatto. Su questo punto già da molto tempo e in diverse occasioni il CESE aveva richiesto di condurre "uno studio approfondito sugli effetti cumulativi delle iniziative regolatorie per le misure necessarie relative al sistema finanziario e al mercato dei capitali. Un sistema stabile ed efficiente dovrebbe promuovere la stabilità finanziaria e la liquidità per l'economia reale" <sup>(3)</sup>. Il CESE, si compiace che la Commissione abbia deciso di avviare tale studio, indispensabile per cercare di capire l'impatto totale di tutte le misure regolatorie ed auspica che sia presto pubblicato.

<sup>(1)</sup> GU C 54 del 19.2.2011, pag. 44,

<sup>(2)</sup> GU C 318, del 29.10.2011, pag. 24.

<sup>(3)</sup> GU C 107 del 6.4.2011, pag. 21.

1.7 Il CESE solleva un problema di compatibilità dell'art. 40 del regolamento in materia di atti delegati, rispetto all'art. 290 del TFUE. Il numero, i contenuti e i termini degli atti delegati, non sono coerenti con le previsioni del Trattato e pongono al di fuori del normale iter legislativo troppi temi fondamentali nell'architettura del regolamento. Il CESE raccomanda una attenta riflessione per riportare nell'alveo della piena corrispondenza la norma del TFUE e l'art. 40.

## 2. La proposta di regolamento

2.1 Negli ultimi anni i mercati finanziari sono profondamente cambiati. Nuovi prodotti e sedi di negoziazione hanno fatto la loro comparsa e innovazioni tecnologiche come il *trading* ad alta frequenza hanno rivoluzionato la scena.

2.2 Le proposte mirano ad accrescere l'efficienza, la resistenza e la trasparenza dei mercati, nonché a rafforzare la tutela degli investitori. Il nuovo quadro normativo conferisce maggiori poteri di vigilanza alle autorità di regolamentazione e definisce regole di funzionamento chiare per tutte le attività di negoziazione.

### 2.3 Elementi chiave della proposta.

2.3.1 Strutture dei mercati più solide ed efficienti: la MiFID si applicava già ai sistemi multilaterali di negoziazione e ai mercati regolamentati, ma l'attuale revisione introdurrà nel suo campo di applicazione un nuovo tipo di sede di negoziazione: i sistemi di negoziazione organizzati (OTF), piattaforme non regolamentate con un ruolo sempre più importante. I contratti derivati standard, ad esempio, sono sempre più spesso negoziati su queste piattaforme. La nuova proposta intende colmare questa lacuna. La nuova MiFID continuerà a permettere l'esistenza di diversi modelli di negoziazione, ma garantirà che tutte le sedi operino secondo le stesse regole di trasparenza e limiterà i conflitti di interesse.

2.3.2 Integrazione delle innovazioni tecnologiche: la nuova MiFID introdurrà inoltre nuove tutele per quanto riguarda le attività di trading algoritmico e ad alta frequenza, che hanno aumentato enormemente la velocità di trasmissione degli ordini e che possono comportare rischi sistemici.

2.3.3 In particolare, tutte le imprese di *trading* algoritmico saranno soggette ad una regolamentazione adeguata, forniranno un livello di liquidità appropriato e saranno soggette a norme che impediscano loro di alimentare la volatilità entrando e uscendo dai mercati. Le proposte miglioreranno infine le condizioni di non accesso ad alcuni servizi post negoziazione essenziali, come la compensazione, che possono altrimenti falsare la concorrenza tra sedi di negoziazione.

2.4 Aumento della trasparenza: l'introduzione della categoria dei sistemi di negoziazione organizzati migliorerà la trasparenza delle attività di negoziazione sui mercati dei capitali, incluse le *dark pools* (volumi o liquidità non disponibili su piattaforme pubbliche). Deroghe saranno accordate solo in circostanze ben definite. Verrà inoltre introdotto un nuovo regime di traspa-

renza per i mercati non azionari (obbligazioni, prodotti finanziari strutturati e derivati). Oltre a ciò, i nuovi requisiti che impongono la raccolta di tutti i dati di mercato in un unico luogo permetteranno agli investitori di avere una visione completa di tutte le attività di negoziazione nell'UE e di prendere decisioni più informate.

2.5 Rafforzamento dei poteri di vigilanza e un quadro più rigoroso per i mercati dei derivati su merci. Le proposte rafforzeranno il ruolo e i poteri delle autorità di regolamentazione. In coordinamento con l'Autorità europea per i valori mobiliari (ESMA) e in circostanze ben definite, le autorità di vigilanza possono vietare determinati prodotti, servizi o pratiche che possano minacciare la tutela degli investitori, la stabilità finanziaria o il corretto funzionamento dei mercati.

2.6 Maggiore tutela degli investitori: sviluppando l'insieme di norme attualmente vigenti, la nuova MiFID impone requisiti più rigorosi per la gestione del portafoglio, la consulenza in materia di investimenti e l'offerta di prodotti finanziari complessi, come i prodotti strutturati. Al fine di evitare possibili conflitti di interesse, ai consulenti indipendenti e ai gestori di portafoglio sarà vietato accettare da parte di terzi o corrispondere a terzi pagamenti o altri vantaggi finanziari. Per tutte le imprese di investimento vengono infine introdotte norme sul governo societario e la responsabilità dei dirigenti.

## 3. Osservazioni e riflessioni

3.1 Secondo i dati forniti dalla Banca dei regolamenti internazionali il valore nozionale dei derivati in circolazione è passato da 601 046 miliardi di dollari nel dicembre 2010, a 707 569 nel giugno 2011 (BIS Quarterly Review, December 2011).

3.2 La nuova proposta vuole aumentare il livello di efficienza, integrità e trasparenza dei mercati, specie quelli meno regolamentati e, quindi, rafforzare la tutela degli investitori.

3.3 Negli ultimi 20 anni, si è assistito ad una esplosione nei volumi delle transazioni globali che ha iniettato nei mercati finanziari grandi quantità di liquidità. Questa crescita senza precedenti, determinata principalmente dalla speculazione di breve termine non è stata accompagnata e sostenuta da una corrispondente crescita dell'economia reale, del mercato del lavoro e dei salari. Il CESE ritiene che la proposta di regolamento sia necessaria ed idonea per contribuire a calmierare tali effetti sui mercati.

3.4 La funzione originale dei mercati finanziari è quella di sostenere lo sviluppo economico riducendo le asimmetrie informative e favorendo così l'efficiente allocazione delle risorse. Come già rilevato, la crisi ha segnalato un errato meccanismo di funzionamento dei mercati in cui gli attori hanno agito rispondendo a logiche diverse da quelle dell'economia dell'informazione e utilizzando i mercati finanziari per meri scopi speculativi a brevissimo e breve termine.

3.5 I nostri mercati sono quindi stati inondati di liquidità a brevissimo termine e sono mancati (e mancano tutt'ora) degli incentivi per favorire l'industria reale piuttosto che quella finanziaria. Questo comportamento slega ancora di più il binomio naturale tra industria e mercati finanziari che costruiscono strumenti sempre più opachi, astratti e complessi.

3.6 La speculazione fa parte delle logiche di mercato ed è intrinseca al mercato stesso, garantendo la liquidità e segnalando le anomalie, ma la speculazione di brevissimo termine, in contrasto, è economicamente e socialmente inutile e contribuisce in maniera decisiva allo sviluppo di bolle finanziarie. La necessità di invertire l'attuale trend, riportando l'attenzione degli investitori sulla crescita reale, è urgente.

3.7 In questo quadro, la proposta di regolamento, offre sicuramente valide misure e strumenti finalizzati a fronteggiare le evidenti debolezze ed i disequilibri del nostro sistema.

3.8 Il nuovo impianto normativo sui sistemi di scambi organizzati assoggetta tutte le attività di negoziazione a regole di funzionamento più esplicite. I servizi di gestione portafogli, la consulenza in tema di investimenti in titoli e l'offerta di prodotti finanziari sono sottoposti a standard rigorosi. Le nuove previsioni legislative, dunque, imponendo nuovi obblighi riguardanti la responsabilità dei dirigenti e la revisione della *corporate governance*, richiederanno agli intermediari importanti interventi di riorganizzazione della struttura societaria. Il CESE ritiene che gli obblighi imposti dalla nuova disciplina, seppur onerosi, siano opportuni e coerenti con gli obiettivi del regolamento.

3.9 La proposta di regolamento introduce i sistemi organizzati di negoziazione definiti OTF, *Organized Trading Facilities*. Il CESE si esprime favorevolmente a questa previsione dal momento che consente l'integrazione dei diversi sistemi di negoziazione utilizzati da diverse controparti. Questo sistema aiuterà il mercato nel suo complesso, ad evidenziare le opportunità di utilizzare strumenti diversi in concorrenza tra loro, che dovranno però mantenere il principio della *best execution*.

3.10 La disciplina inoltre interviene sull'ambito dei poteri riservati alle *Authority* attribuendo loro poteri speciali in materia di vendita alla clientela di prodotti e servizi che possano ledere in maniera grave gli interessi degli investitori nonché la stabilità del mercato.

3.11 Inoltre, il principio della trasparenza non è applicato ai soli mercati, ma anche a livello di *Authority*. Le autorità competenti possono infatti scambiarsi le informazioni relative alle negoziazioni evitando possibili e temuti abusi di mercato. Su questi aspetti della proposta di regolamento, il CESE si esprime molto favorevolmente in quanto si tratta di interventi incisivi rivolti al rafforzamento della tutela degli investitori.

3.12 Secondo autorevoli operatori di mercato, "la nuova regolamentazione ha un'importanza fondamentale, cambierà la

struttura dei mercati finanziari europei". Ad esempio, c'è un intrinseco rischio sistemico che va tenuto presente e che si è manifestato nella recente crisi finanziaria. Il default di una banca può mettere a rischio l'esecuzione delle obbligazioni assunte con le transazioni OTC e quindi propagarsi alle sue controparti, ad altre entità. La nuova regolamentazione riduce il rischio di controparte del mercato OTC. La proposta di regolamento porterà ad una notevole riduzione delle transazioni fuori mercato.

3.13 Un'altra finalità del nuovo regolamento, vista in modo più che positivo dal CESE è quella di realizzare una concentrazione di dati su tutte le transazioni OTC, non soltanto quelle che prenderanno la strada di una controparte centrale. Le informazioni saranno rese disponibili alle autorità di vigilanza le quali potranno così esercitare un efficace monitoraggio del mercato. Questa attività attualmente non può essere svolta per mancanza di dati. Rispetto a questi aspetti, il regolamento tuttavia disegna una struttura aperta, non definita a priori. Ad esempio, spetterà a successive decisioni degli operatori o dell'ESMA, stabilire quali classi di derivati saranno veicolate verso una controparte centrale. Per tale motivo, tuttavia, ad oggi non si possono quantificare in concreto quali degli scambi attuali prenderanno questa via.

3.14 Un altro aspetto rilevante è relativo al fatto che il futuro regolamento europeo non fornisce alcuna indicazione sull'architettura di mercato delle future controparti centrali. Potrebbero pertanto o rafforzarsi le attuali strutture esistenti nei singoli paesi, come ad esempio la Cassa di compensazione e garanzia della Borsa italiana, oppure si assisterà alla nascita di pochi grandi organismi su base continentale. Sono solo delle ipotesi, il regolamento non lo dice. Al di là della specifica architettura assunta, comunque, è opportuno ribadire quanto sia di fondamentale importanza il modo con cui verrà gestita l'attività di *risk management* e l'efficienza dei meccanismi di supervisione per evitare ulteriori disastrosi default.

3.15 Inoltre, il processo di standardizzazione degli scambi sottoponendoli a controparti centrali dovrebbe ridurre i costi. Il processo di concentrazione, indubbiamente, potrebbe avere quest'effetto, ma non si ha certezza a tal riguardo. Sicuramente, se ben implementata, la nuova regolamentazione avrà la conseguenza di permettere una migliore misura dei rischi che nel recente passato sono stati spesso sottovalutati dagli intermediari creditizi alla ricerca di maggiori volumi e di profitti a breve termine.

#### 4. Alcune criticità

4.1 Una delle preoccupazioni riguarda i costi di attuazione del presente regolamento che appaiono sottovalutati e arrivano in un momento in cui le istituzioni finanziarie sono già sotto pressione da un punto di vista normativo, di redditività e di costi. Le istituzioni finanziarie devono essere efficienti e sostenere l'economia, ma anche mantenere un adeguato profilo di redditività; c'è il timore che questi costi possano solo essere trasferiti ad investitori e clienti. Il CESE ritiene che gli utenti e le imprese, in particolare le PMI, debbano essere in tal senso tutelati.

4.2 Secondo la Commissione i costi per spese di conformità una-tantum varieranno tra 512 e 732 milioni di euro, mentre quelli riferibili a spese correnti tra 312 e 586 milioni di euro. Questi costi appaiono sottostimati; ad esempio, i costi operativi della creazione delle infrastrutture tecnologiche per osservare i requisiti relativi al solo *reporting* di dati sono discutibili e da soli rischiano di superare la cifra complessiva. La Commissione ha finalmente avviato uno studio per valutare l'impatto complessivo dei costi cumulativi generati dalle nuove iniziative regolamentari, auspicato e sollecitato dal CESE da tempo e si ritiene opportuno che, per comprendere appieno l'effetto del regolamento in termini di tempi e costi, tale studio venga completato e reso pubblico in tempi brevi.

4.3 Dal momento che le modifiche normative globali continuano a caricare i costi ed aumentare la complessità nelle istituzioni finanziarie, alcuni importanti interrogativi saranno avanzati dalle istituzioni finanziarie relativamente a quali aree del loro *business* debbano essere sospese o se debbano spostare la loro giurisdizione.

4.4 Mentre il principio della riduzione del rischio attraverso una maggior trasparenza sarà accolto da molti, abbiamo bisogno di comprendere meglio quale sarà l'impatto complessivo della normativa sulla capacità dell'Europa di competere nel mercato globale dei servizi finanziari.

4.5 Sempre con riferimento alla maggior trasparenza derivante dalla nuova regolazione, sarebbe importante chiedersi chi sono i diretti e reali beneficiari dei nuovi interventi. Sicuramente infatti *investment banks* o *hedge funds* traggono beneficio dalla maggior informazione, ma si può dire lo stesso per i mercati *commercial*?

4.6 Il CESE si domanda se la regolamentazione fortemente prescrittiva rispetto alle *dark pool* possa anche danneggiare la capacità delle società di gestione del risparmio di fare *trading* in modo ottimale per conto dei propri clienti (in ultima analisi quelli al dettaglio).

4.7 Uno degli obiettivi della proposta di regolamento è quello di unificare, armonizzare ed integrare i mercati finanziari. Gli investitori al dettaglio spesso conoscono poco degli strumenti finanziari a loro disposizione nel proprio mercato di riferimento. Pertanto il CESE, se da un lato appoggia il principio di consolidamento delle diverse piattaforme di negoziazione, allo stesso tempo raccomanda la Commissione di promuovere con una certa urgenza programmi di educazione finanziaria. Il Comitato ritiene infatti che senza un'adeguata preparazione e consapevolezza degli investitori il processo di armonizzazione che si sta perseguendo rischia di non produrre gli effetti sperati.

4.8 Inoltre, tra le più importanti implicazioni del nuovo regolamento si ha l'ampliamento delle classi di *asset* a cui si rivolge: oltre alle azioni, l'intenzione è quella di applicare il regolamento a tutti gli altri strumenti finanziari nello stesso momento. La spinta del presente regolamento ad uno scambio competitivo e basato sulla compensazione dei derivati quotati, se perseguita, ha implicazioni molto significative per la struttura del mercato. Alcuni mercati del reddito fisso, già operativi su più piattaforme elettroniche, sono forse i candidati più probabili per un rapido progresso in tal senso.

4.9 La proposta di regolamento introduce all'art. 40 una lunga e ricca lista di atti delegati che la Commissione può adottare. Il contenuto di questi atti è piuttosto ampio (per citarne solo alcuni, la specificazione delle quotazioni *bid-ask*, i tipi e le dimensioni degli ordini, il contenuto delle informazioni che i mercati regolamentati e le imprese di investimento devono mettere a disposizione del pubblico per ciascuna categoria di strumenti finanziari e via dicendo). Il CESE solleva un problema di compatibilità dell'art. 40 rispetto all'art. 290 TFUE, così come modificato ed integrato dal Trattato di Lisbona. Secondo la previsione del Trattato, infatti, "un atto legislativo può delegare alla Commissione il potere di adottare atti non legislativi di portata generale che integrano o modificano determinati elementi non essenziali dell'atto legislativo...". Analizzando i contenuti della proposta di regolamento che possono essere delegati, il CESE ritiene che siano da considerarsi elementi essenziali e non marginali. Pertanto, si ritiene che l'elenco di atti delegati riportato all'art. 40 del regolamento sia da ritenersi ridondante, eccessivamente esteso e non coerente con il TFUE.

Bruxelles, 22 febbraio 2012

Il presidente  
del Comitato economico e sociale europeo  
Staffan NILSSON